

# Nierównowagi fiskalne i makroekonomiczne w strefie euro a nowe rozwiązania instytucjonalne

Grzegorz Tchorek<sup>1</sup>

Nadesłany: 19.12.12 | Zaakceptowany do druku: 19.02.13

## Abstrakt

**Cel:** Głównym celem artykułu jest próba oceny nowych rozwiązań instytucjonalnych wprowadzonych w UE i strefie euro w reakcji na kryzys gospodarczy i finansowy.

**Metodologia:** Przegląd literatury w zakresie funkcjonowania strefy euro, źródeł globalnego kryzysu oraz integracji rynków finansowych. Krytyczna analiza źródeł została skoncentrowana na zdefiniowaniu przyczyn nierównowag fiskalnych i makroekonomicznych w strefie euro oraz ocenie wprowadzonych instrumentów mających im przeciwdziałać.

**Wnioski:** Podstawowa właściwość tzw. sześciopaku oraz uzupełniającego go Semestru Europejskiego polega na zwiększeniu roli elementów związanych z koordynacją polityki makroekonomicznej, strukturalnej i konkurencyjności krajów członkowskich. Dzięki nowym elementom zarządzania gospodarczego Unia Gospodarczo-Walutowa nabiera więcej atrybutów unii gospodarczej. Przyjęte rozwiązania idą w dobrym kierunku, lecz istotne będą postęp i jakość w ich implementacji.

**Implikacje badawcze:** Zdefiniowanie silnych i słabych stron przyjętych rozwiązań pozwala na wykorzystanie wniosków w ocenie bilansu korzyści i kosztów przyszłego funkcjonowania strefy euro oraz sformułowanie implikacji dla polityki makroekonomicznej krajów planujących przyjąć euro.

**Oryginalność:** Autor podejmuje próbę zestawienia źródeł kryzysu w strefie euro z oceną propozycji mających usunąć te słabości w przyszłości. Przedstawione w artykule argumenty wychodzą naprzeciw poglądowi, że to niska jakość polityki fiskalnej krajów członkowskich strefy euro była głównym źródłem kryzysu.

**Słowa kluczowe:** strefa euro, nierównowagi makroekonomiczne, Pakt Stabilności i Wzrostu, reforma instytucjonalna

## Fiscal and Macroeconomic Imbalances in the Euro Area and New Institutional Regulations

Primary submission: 19.12.12 | Final acceptance: 19.02.13

### Abstract

**Purpose:** The main objective of the article is to assess the impact of new regulations introduced in the EU and the euro area in the face of the economic and financial crisis. **Methodology:** Literature review related to the functioning of the euro area, roots of the global crisis and financial market integration. The critical literature review was focused on two issues: identification of the causes of fiscal and macroeconomic imbalances in the euro area and assessment of the implemented instruments designed to prevent them.

**Findings:** The basic feature of the six-pack measures and the European Semester, which complements them, is deeper coordination of macroeconomic, structural and competitiveness policies among Member States. Adopted measures are a big step towards strengthening the economic pillar of the monetary union. However, the progress and quality of their implementation will be critical in improving economic governance in the EU.

**Research implications:** identification of strengths and weaknesses of the adopted reforms allows for using these results in the assessment of the balance of costs and benefits of the future functioning of the euro area as well as the implications for macroeconomic policies in the countries intending to join the euro area.

**Originality:** The author tries to provide an overview of the roots of the crisis in the euro area with the assessment of the reforms aiming to prevent similar crises in the future. The arguments presented in the article are against the view that the main reason for the crisis was a weak fiscal policy of the euro area countries.

**Keywords:** euro area, macroeconomic imbalances, Stability and Growth Pact, institutional reform

JEL: E6, F15

<sup>1</sup> Autor jest adiunktem na Uniwersytecie Warszawskim oraz pracownikiem NBP. Tekst wyraża jego osobiste poglądy.

Adres do korespondencji: Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa, e-mail: tchorek@mail.wz.uw.edu.pl.

## | Wprowadzenie

Źródła i przebieg kryzysu pokazały słabości dotychczasowego modelu funkcjonowania strefy euro. Wskazały one jednocześnie, że przetrwanie europejskiej unii walutowej i możliwość czerpania korzyści ze wspólnego pieniądza będzie w znacznej mierze zdeterminowana zdolnością do skutecznego zreformowania jej mechanizmów ekonomicznych i instytucjonalnych.

Za jedną z podstawowych przyczyn kryzysu uważany jest brak dostatecznej dyscypliny fiskalnej krajów członkowskich. Niezdolność do zapewnienia antycyklicznej polityki fiskalnej wynikała przede wszystkim z nieskuteczności reguł fiskalnych zdefiniowanych w Traktacie z Maastricht oraz mającym go uzupełniać w części fiskalnej Pakcie Stabilności i Wzrostu. Niemniej niestabilna polityka fiskalna nie jest podstawowym źródłem kryzysu, a w wielu przypadkach raczej jego konsekwencją. Przyczyny problemów makroekonomicznych tkwiły w głębokich różnicach strukturalnych między krajami tworzącymi unię walutową. Wbrew oczekiwaniom integracja rynków finansowych oraz wspólna polityka pieniężna, prowadząc do niskich, często realnie ujemnych stóp procentowych w krajach peryferyjnych, przyczyniły się do zjawiska *boom and bust cycle* i pogłębienia istniejących różnic.

W konsekwencji tych procesów od momentu powstania strefy euro narosły znaczne nierównowagi wewnętrzne i zewnętrzne znajdujące odzwierciedlenie m.in. w różnicach inflacyjnych, rozbieżnym kształtowaniu się jednostkowych kosztów pracy oraz wskaźnikach deficytu obrotów bieżących i pozycji inwestycyjnej. W efekcie kryzysu finansowego i nagłego odwrótu kapitału (*sudden stop and reversals*) nagromadzone nierównowagi w sferze realnej gospodarek krajów członkowskich w postaci nadmiernego zadłużenia prywatnego zostały w obliczu ryzyka bankructw instytucji finansowych przetransferowane do sektora publicznego, prowadząc do skokowego wzrostu długu publicznego.

W reakcji na kryzys w UE podjęto od 2010 roku szereg działań mających z jednej strony ograniczyć jego skutki, z drugiej zaś zmniejszyć ryzyko wystąpienia kryzysów w przyszłości. W niniejszym tekście podjęto próbę omówienia i oceny działań podjętych w zakresie głębszej koordynacji polityki fiskalnej i gospodarczej – tzw. zarządzania gospodarczego.

## | Źródła kryzysu w strefie euro

### Różnice strukturalne i dywergencje zamiast oczekiwanej konwergencji

Do warunków sprawnego funkcjonowania wewnątrz unii walutowej zalicza się konieczność spełnienia kryteriów teorii optymalnego obszaru walutowego (TOOW). W toku ewolucji TOOW wykształciły się dwie grupy kryteriów (Tchorek, 2010). Do pierwszej zaliczane są czynniki, których spełnienie zmniejsza ryzyko szoków asymetrycznych (stopień dywersyfikacji produkcji, podobieństwo stóp inflacji, zbieżność cykli koniunkturalnych i podobieństwo struktur gospoda-

rek). Druga grupa to właściwości pozwalające na sprawne dostosowanie do szoków (mobilność czynników produkcji, elastyczność cen i płac oraz integracja fiskalna i finansowa)<sup>2</sup>.

Niestety, strefę euro utworzyły kraje niespełniające ani warunków podobieństwa struktur gospodarek, ani ich elastyczności. Za przybliżoną miarę zróżnicowania można przyjąć rozbieżności w poziomie rozwoju mierzonych PKB *per capita*, różnice w tempie wzrostu gospodarczego oraz struktur gospodarek (wyznaczonych zarówno przez popytową, jak i podażową strukturę wytwarzanego PKB) – por tabela 1. Ponadto kraje strefy euro (poza nielicznymi, małymi, jak Irlandia, Holandia, Finlandia, Austria) charakteryzują się na ogół relatywnie wysokimi wskaźnikami regulacji rynków pracy oraz rynku dóbr i usług, co znacząco obniża zdolność do elastycznego absorbowania szoków.

Tabela 1 | PKB *per capita* (średnia strefy euro (12)=100 wg PPS

	1995	1999	2002	2007	2011
Włochy	104,7	103,4	100	94,5	92,3
Grecja	72,4	76	80,4	81,8	73,4
Francja	100	100	102,6	97,8	98,5
Portugalia	66,5	71,1	71,3	71,3	70,8
Belgia	111,2	107,4	111,7	105,1	108,8
Austria	115,9	115,2	113	112,4	117,9
Niemcy	111,2	105,9	101,7	105,1	110,6
Finlandia	92,9	100	102,2	106,9	105,5
Holandia	106,5	114,2	118,7	120,4	120,1
Hiszpania	78,8	83,8	89,6	95,3	90,1
Irlandia	89,4	110,3	123	133,1	118,2
Polska	37,1	42,2	43	49,5	57,3

Źródło: Eurostat.

W myśl ewoluującej od początku lat 60. TOOW, wzbogaconej w drugiej połowie lat 90. o założenia nowego nurtu badań związanego tzw. endogenicznością kryteriów, zakładano, że w miarę postępów konwergencji realnej dzięki rosnącej wymianie handlowej nastąpi wyrównywanie poziomu dochodów i cykli gospodarczych<sup>3</sup>. Również deficyty obrotów bieżących krajów peryferyjnych i nadwyżki krajów centrum nie wydawały się niepokojące, bowiem na poziomie zagrego-

<sup>2</sup> Odrębnym kryterium jest stopień otwartości, który decyduje o intensywności powiązań danej gospodarki ze światem zewnętrznym i unią walutową. Z jednej strony może sprzyjać konwergencji i upodobnieniu struktur, z drugiej jednak może być mechanizmem transmitującym szok z zewnątrz do gospodarki.

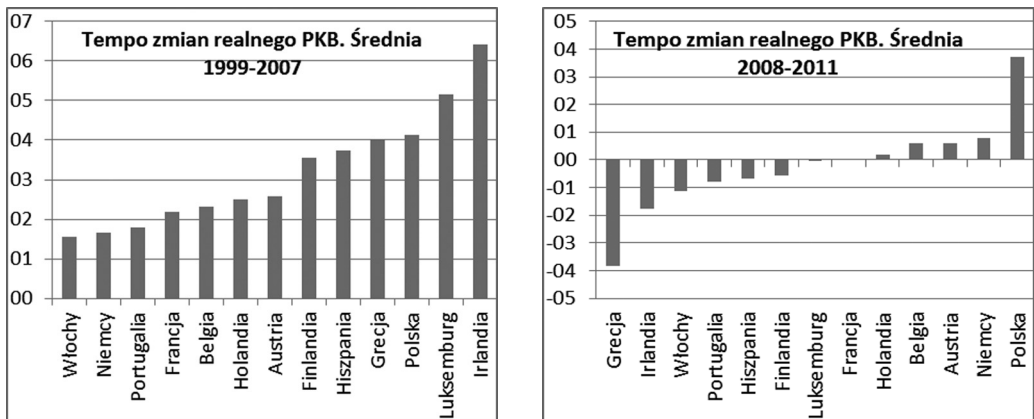
<sup>3</sup> Frankel i Rose (1996) wykazali, iż stopień integracji gospodarczej i cykli koniunkturalnych są procesami endogenicznymi w stosunku do procesu integracji monetarnej. Dlatego też kraje, które stworzą unię walutową i wyeliminują istotną barierę w integracji gospodarczej i finansowej, jaką jest odrębna waluta, zintensyfikują wymianę handlową. W efekcie zwiększy się zakres korelacji cykli koniunkturalnych między nimi i wobec tego lepiej (*ex post*) spełnią kryteria optymalnego obszaru walutowego.

wanym strefa euro wykazywała bilans bliski równowagi. Dodatkowo integracja rynków finansowych i uruchomione dzięki niej przepływy finansowe umożliwiały finansowanie deficytów.

Niemniej oczekiwania wpływu euro na handel i korelację cykli gospodarczych okazały się zbyt optymistyczne. Ponadto zintegrowane przed kryzysem rynki finansowe zostały w jego efekcie poddane fragmentacji na skutek awersji do finansowania gospodarek nadmiernie zadłużonych oraz odpływu kapitału z tych krajów. Wynikało to z utraty przekonania rynków finansowych co do trwałości strefy euro oraz braku mechanizmów zarządzania kryzysowego.

Pomimo początkowego postępu w zakresie konwergencji realnej, w tym z uwagi na dyscyplinujący efekt kryteriów z Maastricht, w miejsce oczekiwanej konwergencji pojawiły się jednak dywergencje. W znacznej mierze ich źródłem stała się szybko postępująca integracja rynków finansowych. Doktryna endogeniczności kryteriów inspirowana badaniami Rosa uwzględniała jedynie efekt wspólnej waluty dla handlu, pomijając wpływ euro na integrację finansową. Przepływy kapitału z krajów centrum do krajów peryferyjnych, uruchomione w efekcie wprowadzenia euro, postrzegane były jako zgodne z neoklasycznym modelem wzrostu i uzasadnione wzrastającą integracją handlową, kapitałową i inwestycyjną (Blanchard i Giavazzi, 2002). Niemniej doprowadziły do boomów konsumpcyjnych i inwestycyjnych oraz przegrzania, a następnie załamania gospodarek (*boom and bust*) – por. rysunek 1. Okazało się, że przy występowaniu problemu *one size fits all* wspólna polityka pieniężna funkcjonująca na znacznie zróżnicowanym obszarze gospodarczym może prowadzić do przeciwnych skutków, niż zakładała hipoteza endogeniczności.

Rysunek 1 | Zmiany PKB w latach 1999–2007 oraz 2008–2011 w krajach strefy euro i Polsce



Źródło: Eurostat.

### Integracja rynków finansowych, problem *one size fits all* i nadmierne zadłużenie

Po utworzeniu strefy euro eliminacja ryzyka kursowego, wprowadzenie wspólnej polityki pieniężnej, wzrost konkurencji między pośrednikami finansowymi uruchomiony m.in. za sprawą

pojawienia się euro jako waluty międzynarodowej oraz transgranicznej mobilności kapitału przyczyniły się do integracji rynków finansowych i zwiększenia dostępności źródeł finansowania. Niemal pełna integracja hurtowych segmentów rynku finansowego przyczyniła się do obniżenia stóp procentowych i zwiększenia dostępności pieniądza.

Nadmiernie optymistyczne oczekiwania przyspieszenia wzrostu gospodarczego w efekcie wejścia na kolejny etap integracji i niedoszacowanie ryzyka kredytowego przyczyniły się do znaczącego wzrostu popytu na kredyt, który często był kierowany do nieproduktywnego zastosowania (konsumpcja – Grecja i Portugalia) lub sektorów niskiej wydajności (rynek nieruchomości – Irlandia i Hiszpania). Zwiększonej dostępności finansowania towarzyszył jednocześnie brak odpowiednich regulacji ostrożnościowych i osłabienie dyscypliny rynkowej wobec pożyczkobiorców. Było to szczególnie widoczne w przypadku zadłużenia publicznego. Kraje mniej stabilne ekonomicznie, kwalifikując się do strefy euro, korzystały z wiarygodności innych państw członkowskich, takich jak Niemcy. Zjawisku „jazdy na gapię” (*interest free ride*) sprzyjało nadmierne zaufanie rynków finansowych, które nie potrafiły skutecznie karać wyższymi stopami procentowymi krajów prowadzących rozrzućną politykę fiskalną. Wynikało to również z założeń regulacyjnych w sektorze bankowym przypisujących papierom skarbowym zerowe ryzyko inwestycyjne (*risk free weight*) (Hannoun, 2011).

Podwyższony poziom płynności gospodarek prowadził do presji inflacyjnej ujawniającej się w różnych formach, jak np. silnej inflacji aktywów finansowych czy nieruchomości, czy też podstawowych wskaźników cen konsumpcyjnych. W konsekwencji narastających różnic w tempie wzrostu cen w krajach strefy euro jednolita polityka pieniężna przynosiła różne efekty zależne od lokalnych uwarunkowań decydujących o realnej cenie pieniądza, wyznaczonej poziomem inflacji krajowej. Prowadziło to do znacznego zróżnicowania realnych stóp procentowych. Kraje o wysokim poziomie wzrostu cen doświadczały niskich (często ujemnych) realnych stóp procentowych, co stymulowało u nich wzrost gospodarczy i dalszy wzrost cen. Różny poziom rozwoju gospodarczego, brak trwałości spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej oraz odmiennosć struktur gospodarczych krajów strefy euro prowadziły do zróżnicowania poziomu realnych stóp procentowych przy tej samej nominalnej stopie banku centralnego.

Obniżka kosztu finansowania i zwiększenie jego dostępności przyczyniły się do znacznego zadłużenia sektora prywatnego, którego obsługa okazała się trudna bądź niemożliwa w obliczu procesu *credit crunch*, odwrotu kapitału oraz tendencji recesyjnych. Na początku funkcjonowania strefy euro zakładano jednocześnie, że zintegrowane rynki finansowe ograniczają bądź eliminują ryzyko kryzysu bilansów płatniczych, które w krajach unii walutowej powinny być finansowane za sprawą swobody przepływu kapitału. Niemniej w warunkach kryzysu nastąpiła dezintegracja rynków finansowych, w tym kluczowego segmentu, jakim jest rynek międzybankowy. W krajach południa strefy euro pojawiło się zjawisko (*sudden stop and reversals*), czyli gwałtownego zatrzymania i odpływu prywatnego kapitału zagranicznego przypisywane dotąd głównie gospodarkom rozwijającym się (Merler i Pisani-Ferry, 2012). Tym samym integracja rynków finansowych, która miała amortyzować szoki, okazała się ich źródłem.

## Brak reform, utrata konkurencyjności i nierównowagi zewnętrzne

Perspektywa uczestnictwa w strefie euro miała na ogół dyscyplinujący wpływ dla realizacji reform strukturalnych związanych ze zwiększeniem elastyczności rynków pracy oraz rynku dóbr i usług (Alesina i in., 2008). Kraje przygotowywały się bowiem do funkcjonowania w bardziej konkurencyjnym środowisku gospodarczym, pozbawionym możliwości wykorzystania autonomicznej polityki pieniężnej i kursowej dla regulowania aktywności gospodarczej. Oczekiwano, że na skutek braku możliwości wykorzystania polityki pieniężnej i kursowej determinacja do realizacji reform strukturalnych w strefie euro będzie utrzymana. W literaturze argument ten określano skrótem TINA – *There Is No Alternative* (Duval i Emelskov, 2006). Jednak w efekcie spadku premii za ryzyko, integracji i osłabienia dyscypliny rynków finansowych, słabości reguł fiskalnych oraz przyspieszenia wzrostu gospodarczego bodźce do reform wygasły. Niedostatecznie zreformowanym i elastycznym rynkom pracy oraz rynkom dóbr i usług towarzyszył nadmierny wzrost płac w stosunku do wydajności pracy. Na skutek zbyt niskich stóp procentowych i szybkiego wzrostu jednostkowych kosztów pracy niektóre kraje strefy (Grecja, Hiszpania, Irlandia, Portugalia, Włochy) utraciły cenową konkurencyjność na rynkach międzynarodowych.

Obok konkurencyjności cenowej przyczyną utraty konkurencyjności były także zaniedbania w zakresie struktury produkcji skoncentrowanej na wytwarzaniu produktów nisko zaawansowanych technologicznie, w których eksporcie na szeroką skalę specjalizowały się szybko wchodzące na rynki globalne kraje rozwijające się. Pod względem tradycyjnych wskaźników przewag konkurencyjnych Di Mauro i Forster (2010) oraz Di Mauro, Foster i Mima (2010) potwierdzają, że w porównaniu z krajami wysokorozwiniętymi gospodarki strefy euro pozostają relatywnie wyspecjalizowane w obszarze dóbr wykorzystujących pracę (*labour intensive*). Jednocześnie wykazują nieznaczną przewagę specjalizacyjną w obszarze dóbr *research intensive* (por. tabela 2). Wewnątrz krajów strefy euro struktura produkcji i eksportu najmniej korzystnie prezentowała się w Grecji i Portugalii, a nieco lepiej, choć również poniżej średniej dla strefy euro, w Hiszpanii i we Włoszech.

Tabela 2 | Przewagi konkurencyjne pod względem intensywności wykorzystania czynników produkcji

Indeks przewag komparatywnych Balassa, średnia dla lat 2005–2008					
Eksport wykorzystujący:	Strefa euro	USA	Wlk. Bryt.	Japonia	Chiny
Surowce	0,5	0,7	0,6	0,1	0,4
Pracę	1,1	0,8	1,0	0,5	2,3
Kapitał	1,2	0,9	1,1	1,6	0,3
Badania	1,1	1,4	1,2	1,4	1,0

Źródło: Di Mauro, Forster i Lima (2010).

Zwiększona dostępność finansowania z jednej strony prowadziła do wzmożonego importu kapitału, wzrostu popytu importowych dóbr i usług, a z drugiej do wzrostu cen i kosztów, zmniejszając zdolności eksportowe. Znajdowało to odzwierciedlenie w pogłębiającej się nierównowadze zewnętrznej w postaci dużych deficytów obrotów bieżących i rosnącej ujemnej pozycji inwestycyjnej (Łaski i Podkaminer, 2012) – por. tabela 3.

Tabela 3 | Rachunek obrotów bieżących i zadłużenie prywatne w krajach strefy euro

	Rachunek obrotów bieżących				Dług prywatny			
	kraje północne							
	1999	2002	2007	2011	1999	2002	2007	2010
<b>Niemcy</b>	-1,3	2	7,4	5,7	127,7	135,9	122,3	127,2
<b>Francja</b>	2,6	1	-1	-2	110,5	124,1	142,5	159,8
<b>Austria</b>	-1,7	2,7	3,5	0,6	117,9	126,8	152,2	165,7
<b>Holandia</b>	3,9	2,6	6,7	9,7	178,7	195	210,9	225,3
<b>Belgia</b>	5,1	4,5	1,9	-1,4	153,1	180,4	203,2	232,3
	kraje peryferyjne/południowe							
<b>Grecja</b>	-3,6	-6,5	-14,6	-9,9	49,6	68,3	107,6	125,2
<b>Włochy</b>	1	-0,4	-1,3	-3,1	74,9	86,7	114,9	126,4
<b>Hiszpania</b>	-2,9	-3,3	-10	-3,5	97,2	139,5	215	226,6
<b>Portugalia</b>	-8,7	-8,2	-10,1	-6,5	159,4	187,9	223,1	250,2
<b>Irlandia</b>	0,2	-1	-5,4	1,1	b.d.	160,1	215,3	341,3

Źródło: Eurostat.

## Nieskuteczność narzędzi instytucjonalnych

Pakt Stabilności i Wzrostu, który miał dyscyplinować politykę fiskalną krajów członkowskich strefy euro, cierpiał przede wszystkim na nadmierne upolitycznienie procesu decyzyjnego w zakresie procedury nadmiernego deficytu (*Excessive Deficit Procedure – EDP*) oraz towarzyszący mu brak automatyzmu w zakresie nakładanych kar. Nie zapewniał również bodźców do konsolidacji fiskalnej w warunkach relatywnie dobrego wzrostu gospodarczego, co potwierdza okres po 2002 r., określany w literaturze jako *wasted good times*.

Przy zdecentralizowanej polityce fiskalnej i obniżonej dyscyplinie rynkowej pojawiła się pokusa wykorzystania (*moral hazard*) wiarygodności całego ugrupowania dla zaciągania zobowiązań przez kraje członkowskie (które to zobowiązania ostatecznie na skutek utraty kontroli nad wielkością długu muszą być spłacane przez wszystkie kraje członkowskie dla ratowania spójno-

ści unii walutowej). Przed takim ryzykiem miała zabezpieczać klauzula *no-bail out* – zakazu „ratunku finansowego”. Traktat wskazuje bowiem, że UE nie może ponosić odpowiedzialności (art. 125 TFUE) za zadłużenie – rządowe lub publiczne – swoich członków (Sobczyński, 2012). Niemniej instrument ten okazał się nieskuteczny. Rynki finansowe powszechnie zakładały, że w przypadku ryzyka bankructwa jakiegoś kraju klauzula *no-bail out* nie będzie miała zastosowania (Gianviti i in., 2012). Słabościom instytucji europejskich w zakresie przestrzegania istniejących rozwiązań towarzyszyło bowiem zmniejszenie dyscyplinującej roli rynków finansowych (*interest free ride*), które udostępniały kapitał wszystkim członkom strefy euro po tej samej cenie, niezależnie od jakości ich polityki fiskalnej<sup>4</sup>.

W obszarze polityki makroekonomicznych instrumentem ich koordynacji były Ogólne Wytyczne Polityki Gospodarczej. W przeciwieństwie do PSW, który przewidywał sankcje za łamanie ustalonych reguł, nie wprowadzono kar za prowadzenie polityki gospodarczej sprzecznej z rekomendacjami zawartymi w Ogólnych Wytocznych. Traktat wymagał jedynie, aby kraje, prowadząc politykę gospodarczą, traktowały ją jako przedmiot wspólnej troski, uwzględniając cele i priorytety definiowane na szczeblu UE. Otwarta metoda koordynacji (*Open Method of Coordination*) nie stwarzała jednak dostatecznie skutecznych bodźców do traktowania konkurencyjności i stabilności strefy euro (UE) jako dobra wspólnego. Prowadziło to do kreowania rozbieżnych, często prowadzących do wzajemnie sprzecznych w skutkach polityk makroekonomicznych.

Tymczasem w ramach strefy euro mechanizmy transmisji szoków między krajami i sektorami mogą działać szybciej i przenosić negatywne skutki nawet do krajów niebędących ich źródłem oraz o relatywnie dobrych fundamentach makroekonomicznych. Dlatego też konieczne są bardziej sformalizowane i dyscyplinujące narzędzia umożliwiające korygowanie problemów makroekonomicznych. Mimo że ryzyka nierównowag w poszczególnych krajach były wskazywane w dokumentach takich jak Programy Stabilności i Programy Konwergencji, system instytucjonalny nie był wyposażony w narzędzia ich korekty.

## | **Sześciopak – zreformowane oraz nowe instrumenty zarządzania gospodarczego**

Efektom prac legislacyjnych zmierzających do wyeliminowania dotychczasowych słabości funkcjonowania strefy euro jest tzw. sześciopak, który wszedł do porządku prawnego UE w grudniu 2011 roku. Zestaw sześciu nowych regulacji prawnych ma za zadanie zreformować PSW, zapewnić koordynację i kontrolę polityk budżetowych i strukturalnych państw UE oraz umożliwić wykrywanie i korygowanie nierównowag makroekonomicznych. Nowe zasady zarządzania gospodarczego zakładają synergię celów oraz efektów reform strukturalnych i polityki budżetowej.

---

<sup>4</sup> Warto zwrócić uwagę, że problem niewłaściwej oceny ryzyka i wysokiej skłonności do jego podejmowania charakteryzował cały światowy system gospodarczy w latach 2003–2007.



## Semestr Europejski

Dzięki Semestrowi Europejskiemu, który został włączony do sześciopaku (mimo że zaczął działać już od początku 2011 roku, a sześciopak od 13 grudnia 2011 roku), kontrola obu polityk będzie prowadzona *ex ante* w miejsce dotychczasowego systemu *ex post*. Jako innowacyjne określane jest połączenie w ramach Europejskiego Semestru koordynacji reform strukturalnych i polityki budżetowej.

Sześciopak wraz z tzw. Semestrem Europejskim ma pozwolić kontrolować i koordynować trzy aspekty polityki gospodarczej (Delors i in., 2011):

- reformy strukturalne (zdefiniowane w ramach Ogólnych Wytycznych Gospodarczych i Zatrudnienia oraz Strategii Europa 2020),
- politykę fiskalną według założeń zrewidowanego PSW,
- kontrolę zaburzeń równowagi makroekonomicznej przewidzianą w ramach procedury nadmiernych nierównowag – por. rysunek 2.

Rysunek 2 | Semestr Europejski a instrumenty zarządzania gospodarczego

Sześciopak		
Polityka strukturalna UE	Polityka fiskalna Pakt Stabilności i Wzrostu	Polityka makroekonomiczna Procedura nadmiernych nierównowag
<p><b>Cele Europejskie</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Strategia Europa 2020</li> <li>• Pakt Euro Plus</li> <li>• Ogólne Wytyczne Gospodarcze i Zatrudnienia</li> <li>• Ocena Wzrostu Gospodarczego</li> </ul>	<p><b>Ramię prewencyjne</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ścisłjsza koordynacja i kontrola</li> <li>• Nowa reguła wydatkowa</li> <li>• Kary na wcześniejszym etapie: depozyt oprocentowany</li> <li>• Ramy fiskalne, kary za fałszowanie danych statystycznych</li> </ul>	<p><b>Ramię prewencyjne</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tabela wskaźników: konkurencyjność wewnętrzna i zewnętrzna</li> <li>• Mechanizm wczesnego ostrzegania</li> <li>• Pogłębiona ocena</li> </ul>
<p><b>Instrumenty Krajowe</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Krajowe Programy Reform</li> <li>• Programy Konwergencji</li> <li>• Programy Stabilności</li> </ul>	<p><b>Ramię korekcyjne</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Większy zakres zdarzeń objętych karami</li> <li>• Półautomatyzm w nakładaniu kar</li> <li>• Nowa reguła dotycząca długu publicznego</li> <li>• Kary finansowe dla krajów strefy euro: 0,2-0,5% PKB</li> </ul>	<p><b>Ramię korekcyjne</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Plan działań naprawczych</li> <li>• Półautomatyzm w nakładaniu kar</li> <li>• Kary finansowe dla krajów strefy euro - 0,1% PKB</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Komisji Europejskiej.

Głównym zamierzeniem nowej metody koordynacji polityki fiskalnej i gospodarczej jest możliwość uzgadniania projektów budżetów państw narodowych oraz polityk strukturalnych w fazie ich projektowania w pierwszej połowie każdego roku kalendarzowego. Zwiększa to szanse wykrycia możliwych nierównowag i korygowania polityki gospodarczej jeszcze przed podjęciem ostatecznych decyzji budżetowych w okresie pierwszych sześciu miesięcy każdego roku.

Semestr Europejski rozpoczyna się w styczniu od prezentacji przez Komisję Europejską tzw. Rocznej Analizy Wzrostu Gospodarczego (*Annual Growth Survey*), której celem jest zidentyfikowanie głównych wyzwań ekonomicznych dla UE i strefy euro w zakresie reform gospodarczych i konsolidacji budżetowej. Priorytety te są poddawane dyskusji i zatwierdzane na corocznym marcowym posiedzeniu Rady Europejskiej. Wyznaczane są też strategiczne wytyczne dla krajów członkowskich, które powinny być uwzględnione w Programach Stabilności i Programach Konwergencji przedstawianych w kwietniu. Jednocześnie kraje powinny dokonać oceny zgodności wymienionych programów ze Strategią Europa 2020. Komisja przedstawia zalecenia do tych programów, które są zatwierdzane na czerwcowym posiedzeniu Rady Europejskiej i przyjmowane przez Radę w lipcu. Państwa członkowskie mają obowiązek uwzględnienia zaleceń przy opracowywaniu swoich budżetów, które zwykle są dyskutowane w parlamentach krajowych w drugim półroczu. Tym samym cykl Semestru Europejskiego ma się kończyć w lipcu, zanim państwa członkowskie ostatecznie ustalą budżety na przyszły rok. Po Semestrze Europejskim rozpoczyna się semestr krajowy, kiedy poszczególne kraje będą realizować postulaty wynikające z zaleceń instytucji europejskich.

Pierwszy „pełny” Europejski Semestr rozpoczął się w 2011 roku. Wstępne doświadczenia wskazują na pewne problemy związane z brakiem spójności krajowych dokumentów z celami Strategii Europa 2020 czy też małą legitymizację Semestru na poziomie krajowym (mały udział parlamentów krajowych). Pogłębiona ocena Semestru dokonana na zamówienie Parlamentu Europejskiego i przedstawiona we wrześniu 2012 roku precyzuje dalsze oceny i postulaty w zakresie zwiększenia efektywności tego instrumentu (Hallerberg i in., 2012). Przede wszystkim wskazuje się, że zdefiniowane rekomendacje wynikające z Semestru niedostatecznie klarownie kwantyfikują siłę powiązań (*spillovers*) między krajami, w szczególności w strefie euro. Ponadto rekomendacjom brakuje wyraźnego zdefiniowania priorytetów w zakresie pożądaných działań na poziomie krajów i sektorów. Dlatego też wśród działań mogących zwiększyć efektywność Semestru autorzy wymieniają większą koncentrację na krajach o dużym wpływie na inne gospodarki (*countries with significant spillover effects*) oraz zwrócenie większej uwagi na te obszary funkcjonowania gospodarek i wymiary polityk, które mogą mieć silne efekty zewnętrzne (*externalities*).

Ocena wskazuje jednocześnie na relatywnie wysoki poziom adaptacji krajów do wymogów raportowania związanego z realizacją Semestru. Niestety kraje w większym stopniu przywiązują wagę do realizacji postulatów związanych z wymogami fiskalnymi, szczególnie kiedy są objęte EDP, niż do kwestii związanych z reformami strukturalnymi, konkurencyjnością czy liberalizacją rynku usług. Ponadto, oceny postulują działania na rzecz większej legitymizacji procesu przez zwiększenie roli Parlamentu Europejskiego w zakresie dialogu ekonomicznego. Jednocześnie wskazuje się na konieczność zwiększenia roli krajowych parlamentów w dyskutowaniu takich dokumentów jak Narodowe Programy Reform czy Programy Stabilności i Konwergencji przed ich przesłaniem do KE.

Niezależnie od wymienionych słabości instrument Semestru stanowi potencjalnie ważny element poprawy dialogu w zakresie wspólnego diagnozowania problemów i wyzwań ekonomicz-

nych oraz uzgadniania instrumentów ich realizacji. Najważniejszym atutem proponowanych rozwiązań jest to, że podejmują próbę koordynacji i kontroli polityki fiskalnej oraz strukturalnej krajów członkowskich na etapie ich projektowania. Ze względu na złożoność procesu mającego zintegrować zarządzanie wieloma wymiarami polityki makroekonomicznej znacznie zróżnicowanych pod względem ekonomicznym i instytucjonalnym krajów UE trudno jednak oczekiwać nadzwyczaj pozytywnych rezultatów w relatywnie krótkim okresie funkcjonowania tego instrumentu.

## Reforma PSW

Większa skuteczność zrewidowanego PSW ma wynikać z implementacji zaleceń korespondujących z wieloma wcześniej formułowanymi w literaturze krytycznymi uwagami wskazującymi kierunki jego reform.

W zakresie tzw. części prewencyjnej PSW wprowadzono następujące zmiany.

**Po pierwsze**, polityka fiskalna krajów członkowskich będzie podlegała ściślejszym procedurom koordynacji i konsultacji. W części prewencyjnej PSW proces konstruowania budżetów krajowych i polityk makroekonomicznych został w większym stopniu niż dotychczas poddany konsultacjom na forum UE w ramach tzw. Semestru Europejskiego.

**Po drugie**, wprowadzono regułę wydatkową skłaniającą do większego wysiłku konsolidacyjnego w okresie dobrej koniunktury i równocześnie zwiększającą potencjał dla antycyklicznego oddziaływania polityki fiskalnej w tzw. złych czasach.

W części prewencyjnej, obok utrzymania dotychczasowego wymogu minimalnego dostosowania salda strukturalnego na poziomie 0,5% PKB w ramach realizacji MTO<sup>5</sup>, wprowadzono dodatkowe kryterium oceny postępu w zakresie realizacji celów MTO<sup>6</sup>. Zgodnie z tym założeniem roczna stopa wzrostu wydatków publicznych nie powinna przekraczać średniookresowego tempa wzrostu potencjalnego PKB, o ile ewentualnej nadwyżce wydatków nie towarzyszą równoważące ją działania po stronie dochodowej. Wprowadzenie tej reguły wydatkowej ma zapewnić, że nadzwyczajne dochody budżetowe (tzw. *windfall revenues*) będą przeznaczane na redukcję długu<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> MTO (*Medium-Term Objective*) to tzw. średniookresowy cel budżetowy, który zobowiązuje państwa członkowskie, by docelowy wskaźnik salda strukturalnego był zerowy lub dodatni.

<sup>6</sup> W krajach o poziomie długu większym niż 60% lub zagrożeniu utraty zdolności do obsługi długu oraz w okresie złej koniunktury wysiłek dostosowawczy powinien być większy.

<sup>7</sup> Celem nowych regulacji jest uniknięcie sytuacji, jaka wystąpiła przed kryzysem w Irlandii i Hiszpanii. Oba te kraje spełniały postulaty wynikające z części prewencyjnej PSW w zakresie nominalnego deficytu. Niemniej wzrost dochodów (na skutek boomu na rynku nieruchomości oraz wzrostu cen aktywów finansowych) miał charakter cykliczny, podczas gdy towarzyszący mu wzrost wydatków – charakter strukturalny. Z tego powodu wypracowany bufor fiskalny nie był wystarczająco skuteczny w zaabsorbowaniu szoku w postaci kryzysu.

W państwach, które nie osiągnęły swoich MTO, wzrost wydatków netto powinien być niższy od średniookresowego tempa wzrostu potencjalnego PKB, a wszelkim dyskrecjonalnym ograniczeniom dowolnych kategorii dochodów publicznych musi towarzyszyć ograniczenie wydatków i/lub wzrost innych kategorii dochodów publicznych. Niespełnienie wymienionych wymogów pozwala KE na stwierdzenie znacznego odstępstwa<sup>8</sup> od ścieżki dostosowawczej prowadzącej do MTO, co może być, jak przedstawiono niżej, powodem do uruchomienia procesu nałożenia kary w części prewencyjnej.

**Po trzecie**, wprowadzono możliwość uruchomienia procesu karania kraju na wcześniejszym etapie procedury EDP w części prewencyjnej PSW, w przypadku zbyt wolnego poprawiania salda strukturalnego MTO. Uznanie przez Radę znacznego odstępstwa od realizacji celu MTO powinno być usunięte w terminie nie dłuższym niż 5 miesięcy od jego wydania (w przypadku stwierdzenia, iż sytuacja jest szczególnie poważna, termin może być skrócony do 3 miesięcy). Jeśli państwo nie zastosuje się do powyższego zalecenia, będzie to przesłanką do nałożenia sankcji w postaci konieczności złożenia oprocentowanego depozytu wynoszącego 0,2% PKB (do reformy z 2011 roku nie były przewidziane sankcje w części prewencyjnej PSW).

**Po czwarte**, część prewencyjną PSW uzupełnia dyrektywa Rady określająca minimalne wymogi dla ram budżetowych państw członkowskich, której zapisy powinny zostać wdrożone do końca 2013 roku. W praktyce oznacza to m.in. konieczność wprowadzenia dodatkowych reguł budżetowych, wdrożenie wieloletniego planowania finansowego, ustanowienie Rad Polityki Fiskalnej, niezależność krajowych urzędów statystycznych. Ponadto wprowadzono sankcje za manipulowanie danymi statystycznymi dotyczącymi deficytu i długu publicznego (Marchewka-Bartkowiak 2012).

W tzw. części represyjnej PSW wprowadzono następujące zmiany.

**Po pierwsze**, zwiększono automatyzm w zakresie nakładania kar przez procedurę głosowania odwrotnego (*Reverse Qualified Majority Voting – RQMV*). Oznacza to, że kara może zostać nałożona automatycznie przy zaistnieniu sytuacji uzasadniającej zastosowanie sankcji. Procedura głosowania odwrotnego oznacza, że głosowanie odbywa się „przeciw” nałożeniu kary, a nie „za” jej nałożeniem. Za sprawą konieczności uzyskania kwalifikowanej większości głosów w procedurze odwrotnego głosowania wprowadzono tzw. półautomatyzm przy nakładaniu sankcji. Dzięki temu pojawił się mechanizm polegający na ograniczeniu możliwości politycznego wstrzymywania kar, gdyż mimo wielokrotnego łamania reguł PSW przed kryzysem kary finansowe nigdy nie były nałożone<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> Za znaczne odstępstwo uznaje się korektę salda strukturalnego mniejszą od zalecanej o 0,5% PKB w jednym roku bądź 0,25% średnio dla dwóch lat oraz jednocześnie sytuację, kiedy wzrost wydatków netto przekracza średniookresowe tempo wzrostu potencjalnego PKB, a odstępstwo ma łączny wpływ na saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w wysokości co najmniej 0,5% PKB w ciągu jednego roku lub narastająco w ciągu dwóch lat.

<sup>9</sup> Zreformowany PSW, wprowadzając tzw. półautomatyzm, sprawi, że nałożenie sankcji będzie znacznie łatwiejsze, gdyż propozycja Komisji zostanie uznana za przyjętą, jeśli nie zostanie odrzucona większością kwalifikowaną. Oznacza to, że zbudowanie koalicji blokującej w tej sytuacji będzie trudniejsze niż przed reformą.

**Po drugie**, zwiększono znaczenie wielkości długu jako czynnika decydującego o stabilności finansów publicznych zarówno poszczególnych krajów, jak i całej strefy euro. Jak postulowano wcześniej, zabezpieczenie przed ryzykiem bankructwa krajów wymaga większej koncentracji na poziomie długu niż tylko deficyt budżetowy. Czynnikiem skłaniającym do redukcji długu ma być nowa numeryczna reguła fiskalna wskazująca, że kraje o długu wyższym niż 60% PKB są zobowiązane do zmniejszania nadwyżki ponad ten poziom w wysokości 1/20 różnicy między poziomem faktycznego długu a wielkością referencyjną w okresie trzech lat. Przy ocenie stabilności długu będą oceniane również inne aspekty, takie jak jego struktura walutowa i terminowa, wielkość rezerw dewizowych czy dług prywatny.

**Po trzecie**, zakresem kar objęto większy katalog sytuacji, kiedy mogą być nałożone sankcje. Przed kryzysem był to deficyt budżetowy, a obecnie sankcjom może podlegać zarówno nadmierny deficyt budżetowy, jak i zbyt wolna redukcja długu publicznego, zbyt wolne poprawianie salda strukturalnego MTO oraz zbyt szybkie tempo wzrostu wydatków budżetowych.

W przypadku państw strefy euro objęcie EDP oznacza, na podstawie odrębnej decyzji Rady przyjmowanej na zalecenie KE, konieczność złożenia nieoprocentowanego depozytu w wysokości 0,2% PKB, jeśli na państwo to nałożono obowiązek złożenia oprocentowanego depozytu w ramach części prewencyjnej PSW lub jeśli zidentyfikowano poważne odstępstwo od obowiązków określonych w Pakcie. Depozyt zostanie przekształcony w grzywnę w przypadku niezastosowania się do zaleceń Rady dotyczących odpowiedniego skorygowania deficytu lub długu. Odsetki od nieoprocentowanego depozytu oraz ewentualne grzywny będą przekazane na rzecz mechanizmów stabilności UE.

Mimo że powszechnie działania podjęte w ramach naprawy PSW oceniane są jako krok w dobrym kierunku, często podnosi się zarzuty, że zakres zmian może nie być wystarczający. Przede wszystkim ryzyka dla zreformowanego PSW wynikają ze zbyt dużego zakresu dyskrecjonalności administracyjnej i politycznej, zbyt małej roli KE, skomplikowanych i wydłużonych procesach monitoringu i implementacji procedur oraz wciąż zbyt małej automatyczności w zakresie nakładania kar (Schuknecht i in., 2011).

Ocena ta może niestety okazać się słuszna, jeśli kraje nie będą traktowały własnej polityki makroekonomicznej jako elementu dobra wspólnego, jakim jest stabilność gospodarki europejskiej i waluty euro. Nawet przy bardziej restrykcyjnych wymogach zreformowanego PSW pozostawiony margines dyskrecjonalności nie zabezpiecza przed upolitycznieniem decyzji. Ponadto warto zauważyć, że zakres kar od 0,2 do 0,5% PKB może okazać się zbyt niski. Koszt polityczny konsolidacji fiskalnej, po to, by uniknąć kary, może być postrzegany w niektórych przypadkach jako większy niż potencjalna kara.

Marchewka-Bartkowiak (2012), która przeprowadziła symulację zastosowania reguły wydatkowej oraz reguły redukcji długu publicznego w krajach strefy euro, wskazuje, że zaproponowane zmiany powinny wpłynąć pozytywnie na dyscyplinę budżetową. Niemniej podkreśla, że zestaw

zasad fiskalnych strefy euro nie spełnia reguł tzw. dobrej i skutecznej reguły budżetowej, gdyż stają się one coraz bardziej skomplikowane oraz uwzględniają liczne wyjątki i dodatkowe założenia, które mogą wpłynąć na różną interpretację uzyskanych wyników.

Ponadto warto zwrócić uwagę, że debata o stabilności fiskalnej zdominowała prace i dyskusję nad nowymi elementami zarządzania gospodarczego, pomijając kwestię wzrostu gospodarczego. Niestety żadna z omówionych regulacji nie rozwiązuje problemu słabego wzrostu gospodarczego bądź w wielu przypadkach jego spadku. Nadmiernie restrykcyjna implementacja zaleceń PSW w fazie cyklu gospodarczego, w jakiej znalazły się niektóre kraje strefy euro w latach 2011–2012, może prowadzić do pogłębienia recesji.

### Procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej

Procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej (MIP – *Macroeconomic Imbalances Procedure*) to nowy instrument zarządzania gospodarczego, którego głównym celem jest odpowiednio wczesne rozpoznawanie zaburzeń równowagi makroekonomicznej i przeciwdziałanie im. Jak wspomniano, nierównowagi te miały istotny wpływ na powstanie i przebieg kryzysu w Europie i strefie euro.

Środki służące zapobieganiu i korygowaniu nadmiernych zaburzeń równowagi (podobnie jak w przypadku PSW) zostały podzielone na część prewencyjną i represyjną. W części prewencyjnej przewidziana jest regularna ocena ryzyka wystąpienia zaburzeń równowagi oraz mechanizm ostrzegania, a w części represyjnej – reguły służące korygowaniu wykrytych nierównowag, włącznie z możliwością nałożenia kar finansowych w wysokości 0,1% PKB.

Podobnie jak PSW, procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej również została włączona do Semestru Europejskiego. Równoległe z publikacją *Annual Growth Survey* Komisja Europejska opublikuje wyniki *scorebord* w zakresie spełnienia wymogów stawianych przez MIP. Mechanizm wczesnego ostrzegania (*alert mechanism*) pozwala na identyfikację tych państw członkowskich, które są zagrożone wystąpieniem nadmiernych zaburzeń równowagi makroekonomicznej, i pozwala podjąć dalsze działania rozpoznawcze. Jego funkcjonowanie opiera się na ocenie wartości wskaźników makroekonomicznych w aspekcie czynników wewnętrznych i zewnętrznych (jednocześnie analizowane są dodatkowe wskaźniki, a sytuacja każdego kraju rozpatrywana jest indywidualnie przy uwzględnieniu lokalnej specyfiki). Jeśli KE stwierdzi ryzyko wystąpienia nierównowag, zaleca pogłębiony przegląd kondycji ekonomicznej, finansowej i fiskalnej (*in depth review*).

Część represyjna dotyczy środków egzekwowania mających prowadzić do korekty nadmiernych zaburzeń równowagi makroekonomicznej. Celem wprowadzenia tej regulacji jest wzmocnienie skuteczności części korekcyjnej wobec państw strefy euro. Uruchomienie procedury będzie następowało wtedy, gdy na podstawie szczegółowej oceny sytuacji Komisja uzna, że w danym państwie członkowskim występują „nadmierne” zakłócenia równowagi makroekonomicznej.

W takiej sytuacji Rada będzie mogła, na wniosek Komisji, przyjąć zalecenie stwierdzające istnienie nadmiernej nierównowagi i rekomendować danemu państwu przyjęcie w wyznaczonym terminie planu działań naprawczych.

Jeżeli państwo członkowskie strefy euro uporczywie<sup>10</sup> nie będzie przedstawiało zadowalającego planu działań naprawczych lub realizowało zaleceń Rady, zobligowane zostanie do płacenia rocznej grzywny w wysokości 0,1% PKB. Decyzja o nałożeniu grzywny będzie podejmowana w procedurze głosowania odwrotnego przez Radę. W głosowaniu udział będą mogli brać jedynie przedstawiciele państw członkowskich, których walutą jest euro, a głos należący do państwa członkowskiego, którego dotyczyć ma decyzja, nie będzie brany pod uwagę.

Zmiany wprowadzone w MIP uznawane są jako istotny krok w kierunku zwiększenia kontroli i koordynacji roli gospodarczej, czyli brakującego jak dotąd elementu instytucjonalnego strefy euro. Ich celem jest odpowiednio wczesne wykrycie nierównowag, które mają charakter nadmierny, tzn. zagrażają stabilności danej gospodarki bądź gospodarek UE, i przeciwdziałanie im. Do takich zjawisk przed ostatnim kryzysem można zaliczyć nadmierne zadłużenie, boomy na rynku nieruchomości czy utratę udziału w światowym eksporcie i w konsekwencji szybko narastające deficyty obrotów bieżących.

Niemniej, biorąc pod uwagę wieloaspektowość procesu narastania nierównowag makroekonomicznych i instytucjonalną trudność w ich korygowaniu, wskazuje się na ryzyko małej efektywności MIP z następujących powodów.

**Po pierwsze**, na gruncie rozważań ekonomicznych nie ma klarownej oceny tego, czy nierównowagi makroekonomiczne są jednoznacznie złe. Problemem może być również fakt, że brakuje zgody co do skali oddziaływania poszczególnych czynników prowadzących do nierównowag oraz instrumentów ich zmniejszenia. Warto również zauważyć, że w samą ideę integracji europejskiej wkomponowany jest element dopuszczający, przynajmniej częściowo, nierównowagi, w których kraje biedniejsze mają doganiać kraje bogatsze.

**Po drugie**, podstawowe ryzyka mogą wynikać z relatywnie długiego cyklu działania procedury, jej złożoności oraz wciąż pewnego zakresu dyskrecjonalności w zakresie nakładania kar (Deutsche Bank, 2011). Może to prowadzić do podobnych trudności jak przy procedurze nadmiernego deficytu. Problemem jest również fakt, że ocena sytuacji makroekonomicznej w ramach procedury stanowi kontrolę *ex post*, a więc kontrolę procesów, które już zaszły w gospodarce, co zmniejsza jej zdolność prewencyjną.

**Po trzecie**, Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny (EKES) zwraca uwagę, że wykrycie zaburzeń równowagi, a nawet zastosowanie odpowiednich środków korygujących nie gwarantuje

---

<sup>10</sup> Uporczywość w propozycji Komisji rozumiana jest jako niezastosowanie się do zaleceń Rady bądź nieprzedstawienie planu działań naprawczych w drugim wyznaczonym terminie.

tuje szybkiego powrotu do stanu równowagi, między innymi z uwagi na brak pełnej kontroli rządu nad uwarunkowaniami makroekonomicznymi (EKES 2011). Ponadto EKES podnosi kwestię możliwej procykliczności polityki nakierowanej na przywracanie równowagi.

**Po czwarte**, Goodhart (2011) zwraca uwagę, że prewencyjne ramie MIP jest relatywnie dobrze zaprojektowane w zakresie możliwości poszukiwania potencjalnych obszarów nierównowag. Więcej zastrzeżeń można zgłaszać do rozciągniętej w czasie części represyjnej, w tym do wysokości potencjalnej kary. Niemniej, Gros (2012) wskazuje na znaczne ograniczenia dotychczasowych wskaźników użytych w tabeli *scorebord*. Odwołuje się do mierników wykorzystywanych do oceny konkurencyjności, takich jak relatywne jednostkowe koszty pracy czy udział kraju w światowym rynku eksportowym. Wykazuje m.in., że bardzo trudno jest dobrać właściwy rok bazowy dla oceny relatywnych kosztów pracy. Indeksy jednostkowych kosztów pracy mierzą bowiem zmiany kosztów, pomijając różnice w ich poziomach<sup>11</sup>. Ponadto często nie ma bezpośredniej zależności pomiędzy zmianą konkurencyjności cenowej a udziałem kraju w światowych rynkach. Dla przykładu Słowacja to kraj, który doświadczył największego wzrostu jednostkowych kosztów pracy w latach 1999–2008, i jednocześnie jedyny kraj strefy euro, któremu udało się zwiększyć udział w światowym rynku eksportowym.

**Po piąte**, Giavazzi i Spaventa (2010) podkreślają znaczenie kredytu w procesie powstawania i akumulacji nierównowag, dlatego też wskazują na istotną rolę Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego i nadzoru europejskiego w procesie wykrywania i ocen ryzyka dla nierównowag. W tym zakresie istotne wydaje się wypracowanie zestawu narzędzi polityki makroostrożnościowej o zdecentralizowanym zakresie jej oddziaływania (Szpunar, 2012). Taki kształt polityki regulacyjnej może w pewnym stopniu rozwiązywać problem scentralizowanej polityki pieniężnej w strefie euro (*one size fits all*).

**Po szóste**, często wskazuje się również fakt braku symetrycznego traktowania krajów nadwyżkowych i deficytowych w świetle niektórych wskaźników branych pod uwagę przy ocenie nierównowag (Essl i Stiglbauer, 2011). Podczas gdy w tabeli wskaźników zdefiniowano próg dla ujemnej pozycji inwestycyjnej na poziomie –35% PKB, brakuje analogicznej wartości po stronie krajów osiągających dodatnią pozycję inwestycyjną. Oznacza to, że ciężar dostosowania będzie spoczywał głównie na krajach deficytowych. Tymczasem, jak wskazują Łaski i Podkaminer (2012), polityka gospodarcza Niemiec, czyli największego kraju nadwyżkowego, w znacznej mierze przyczyniła się do powstania deficytów w krajach południa strefy euro. Wobec tego postulują wymuszenie większego ciężaru dostosowawczego na krajach nadwyżkowych, niż to proponuje nowa procedura

**Po siódme**, instytucje europejskie nie mają wystarczająco dużo doświadczenia w zakresie tak ścisłego koordynowania polityk gospodarczych, jakiego wymagają nowe rozwiązania. O ile

---

<sup>11</sup> Przyjęcie danego roku jako bazowego sugeruje, że w danym momencie kraje znajdują się w równowadze. Najczęściej w porównaniach rokiem bazowym jest 1999, kiedy utworzono euro, jednak już wówczas wiele krajów nie miało zrównoważonych rachunków obrotów bieżących.



w zakresie procedury nadmiernego deficytu istotne może być sięgnięcie do dotychczasowych doświadczeń PSW, o tyle w przypadku MIP wiedza, kwalifikacje i doświadczenie muszą zostać wypracowane.

## Wnioski

W wymiarze instytucjonalnym instrumenty takie jak sześciopak, Semestr Europejski i Strategia Europa 2020 stanowią najbardziej kompleksowy zestaw reform podjętych od początku funkcjonowania wspólnej waluty mający ustanowić nowy model zarządzania gospodarczego w UE i strefie euro (*economic governance*). Przeprowadzona skrótowa ocena źródeł kryzysu oraz wstępna ocena przyjętych rozwiązań pozwalają na sformułowanie następujących wniosków:

**Po pierwsze**, podjęte działania w obszarze PSW mają na celu zwiększenie wiarygodności reguł fiskalnych w strefie euro oraz zwiększenie stabilizacyjnych możliwości polityki fiskalnej w cyklu koniunkturalnym. Rozwiązania w zreformowanym PSW wraz z proponowanym Paktem Fiskalnym (który zakłada wprowadzenie reguł fiskalnych do ustawodawstwa krajowego i poddanie ich egzekucji Europejskiemu Trybunałowi Sprawiedliwości) pozwolą na wypracowanie dwustopniowego mechanizmu mobilizacji (na poziomie krajowym i unijnym) do gromadzenia oszczędności w kresie dobrej koniunktury i zwiększenie potencjalnej siły tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury poprzez bezpieczne zwiększenie wydatków w tzw. złych czasach.

**Po drugie**, wprowadzone w ramach sześciopaku regulacje dotyczące nierównowag zewnętrznych potencjalnie zmniejszają ryzyko i ewentualną skalę potrzeb stabilizowania rynków finansowych i gospodarki przez politykę fiskalną w takim zakresie, jak miało to miejsce w okresie obecnego kryzysu. Mimo słabej oceny funkcjonowania PSW, przed kryzysem polityka fiskalna krajów zarówno strefy euro, jak i UE, poza Grecją, nie była nadzwyczaj rozrzutna. Znaczny wzrost deficytów i długu wynikał z konieczności podjęcia działań ratunkowych w sektorze finansowym i prywatnym na skutek nadmiernego ryzyka w nim zakumulowanego. Nowe regulacje w zakresie zarządzania gospodarczego przenoszą jednocześnie ciężar polityki makroekonomicznej na politykę strukturalną i politykę konkurencyjności. Mechanizm wykrywania i represjonowania nadmiernych nierównowag makroekonomicznych oraz zapobiegania im ma bowiem za zadanie ograniczyć skalę utraty konkurencyjności, nadmiernego zadłużenia, pojawiania się tzw. baniek spekulacyjnych itd.

**Po trzecie**, skuteczność rozwiązań obwarowana jest wieloma czynnikami związanymi z implementacją i egzekucją przyjętych regulacji. W obszarze reform PSW m.in. zwiększono automatyzm nakładania kar, potencjalnym sankcjom poddano większy katalog zdarzeń i na wcześniejszym etapie EDP, wprowadzono nowe reguły fiskalne. Niemniej na skutek coraz bardziej skomplikowanych zasad nowe rozwiązania tracą przejrzystość i odbiegają od zaleceń tworzenia skutecznych reguł fiskalnych. W przypadku procedury nadmiernych nierównowag ryzyka wynikają głównie ze złożoności procesu akumulacji nierównowag makroekonomicznych oraz braku doświadczeń

instytucji europejskich w zakresie tak głębokiej koordynacji gospodarczej. W obydwu przypadkach, procedury EDP i MIP, wysokość potencjalnych kar nie wydaje się czynnikiem dostatecznie odstraszającym i mobilizującym do przestrzegania reguł zarządzania gospodarczego. Ryzyka dla nowego instrumentu, jakim jest Semestr Europejski, którego zadanie polega na kontroli i koordynacji obydwu polityk, wynikają ze złożoności procesu przeglądu i analiz dokumentów krajowych oraz braku doświadczenia w zakresie tak wysoce zaawansowanego procesu koordynacji.

**Po czwarte**, mimo że ogólna ocena nowych rozwiązań jest pozytywna, to jednak w większym stopniu stanowią one zestaw reguł zapobiegający ryzyku powstawania kryzysów w przyszłości niż służących rozwiązaniu problemów krajów pogrążonych w obecnych problemach finansowych i gospodarczych. Innymi słowy, diskutowane rozwiązania są bardziej adekwatne do fazy cyklu gospodarczego w okresie rozwoju i ekspansji gospodarki niż stagnacji i recesji. W warunkach tzw. recesji bilansowej (*balance sheet recesion*), kiedy następuje proces delewarowania gospodarki, spada konsumpcja i rośnie bezrobocie, a przedsiębiorstwa nie inwestują, dodatkowe cięcia budżetowe czy podwyżki podatków mogą pogłębiać spadek PKB (*self defeating austerity*). Wyzwaniem stojącym przed UE i krajami członkowskimi jest takie zaprojektowanie i przeprowadzenie reform, które pozwoli na stymulowanie wzrostu gospodarczego.

**Po piąte**, obok słabości zarządzania gospodarczego strefy euro przed kryzysem, sam jego przebieg na rynkach finansowych ujawnił dodatkowe problemy instytucjonalne związane z brakiem spójnego mechanizmu zarządzania kryzysowego, w tym dostatecznych działań pożyczkodawcy ostatniej instancji wobec krajów, które potrzebowały pomocy finansowej (płynności). Brak scentralizowanej reakcji utrudnił przeciwdziałanie skutkom kryzysu, jak również mógł prowadzić do jego pogłębienia na skutek utraty przekonania rynków finansowych co do trwałości unii walutowej. Brak wspólnego scentralizowanego nadzoru finansowego, systemu gwarantowania depozytów i tzw. uporządkowanej upadłości, podobnie jak brak wyżej wymienionego mechanizmu wspólnego reagowania w warunkach kryzysowych, przyczynił się do niepewności na rynkach finansowych, wzrostu rentowności obligacji rządowych, efektu zarażania i fragmentacji finansowej. Działania naprawcze w UE powinny więc również obejmować ustanowienie trwałego mechanizmu pomocowego oraz stworzenie sieci stabilności finansowej, w tym unii bankowej.

#### B i l b i o g r a f i a

Alesina, A., Ardagan, S. i Galasso, V. (2008). *The Euro and Structural Reforms*. Harvard University, Discussion Paper, 2169.

Blanchard, O. i Giavazzi, F. (2002). *Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?*, NBER Working Papers 8120, National Bureau of Economic Research.

Delors, J., Fernandes, S. i Mermet, E. (2011). *The European Semester: only a first step*, Notre Europe Jacques Delors Institute Policy Brief, 22, Paris.

Deutsche Bank (2011). *Macroeconomic coordination. What can a scoreboard approach achieve?* UE Research Monitor, 78.

Di Mauro, F. i Forster, K. (2010). *Globalization and the competitiveness of the euro area*, Ministry of Economy and Finance, Rome, Working Paper, 5.

Duval, R. i Elmeskov, J. (2006). *The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets*, ECB Working Paper, No. 596.

Essl, S. i Stiglitz, A. (2011). *Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances: the Excessive Imbalances Procedure*. *Monetary Policy & the Economy*, 4, Bank of Austria, 99–113.

Emmanouilidis, J.A. (2011). *A quantum leap in economic governance – but questions remain*, European Policy Centre Paper.

Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny (2011). *Opinia EKES w sprawie Środki egzekwowania korekty nadmiernych zaburzeń równowagi makroekonomicznej w strefie euro. Zapobieganie zaburzeniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowanie*. Bruksela.

- Frankel, J.A. i Rose, A.K. (1996) *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, NBER Working Papers, 5700, National Bureau of Economic Research.
- Gianviti, F., Krueger, A.O., Pisani-Fery, J., Sapir, A. i von Hagen, J. (2010). *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*. Bruegel Blueprint Series, 10.
- Giavazzi, F. i Spaventa, L. (2010) *The European Commission's proposals: empty and useless*, [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Goodhart, Ch. (2011). *Europe: After Crisis*, DSF Policy Paper, 18, Amsterdam.
- Gross, D. (2012) *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis?*, CEPS Policy Brief, 266, Centre for European Policy Studies.
- Hallerberg, M., Marzinotto, B. i Wolff, G.B. (2012). *On the effectiveness and legitimacy of EU Economic Policies*, Bruegel Policy Paper, 4.
- Hannoun, H. (2011). *Sovereign risk in bank regulation and supervision: Where do we stand?*, Bank for International Settlement, <http://www.bis.org/speeches/sp111026.pdf>.
- Laski, K. i Podkaminer, L. (2012). The basic paradigms of EU economic policy-making need to be managed. *Cambridge Journal of Economics*, 36(1): 253–270.
- Marchewka-Bartkowiak, K. (2012). Nowe ponadnarodowe reguły budżetowe odpowiedzią na kryzys zadłużenia publicznego w strefie euro. *Studia Ekonomiczne PAN*, 1: 51–71.
- Merler, S. i Pisani-Ferry, J. (2012). *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, 12, <http://dx.doi.org/10.5202/rei.v3i3.97>.
- Schuknecht, L., Moutot, P., Rother, P. i Stark, J. (2011). *The Stability and Growth Pact, Crisis and Reform*, ECB Occasional Paper, 129.
- Sobczyński, D. (2012). Ramy prawne tzw. mechanizmu greckiego oraz Europejskiego Mechanizmu Stabilności. *Europejski Przegląd Sądowy*, 2: 25–32.
- Szpunar, P. (2012). Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym. *Materiały i Studia NBP*, 278.
- Tchorek, G. (2010). Teoretyczne podstawy integracji walutowej. W: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*. Warszawa: NBP: 41–66.