

Jerzy Rymarczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
e-mail: jerzy.rymarczyk@ue.wroc.pl

ANTYKRYZYSOWE REFORMY W EUROPEJSKIEJ UNII GOSPODARCZEJ I WALUTOWEJ

ANTI-CRISIS REFORMS IN THE EUROPEAN ECONOMIC AND MONETARY UNION

DOI: 10.15611/pn.2017.498.27

JEL Classification: F15, F36, G01.

Streszczenie: Autor analizuje i ocenia wprowadzone zmiany systemu instytucjonalnego Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej pod kątem ich skuteczności w przeciwdziałaniu kryzysom. Analizowane są takie zagadnienia, jak: zaostrzenie reguł dotyczących deficytów budżetowych, co znalazło odzwierciedlenie w przyjęciu tzw. sześciopaku i dwupaku oraz paktu fiskalnego, utworzenie funduszy pomocowych w formie Europejskiego Mechanizmu Stabilizacji Finansowej; Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej i Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM), co było wyrazem zrelatywizowania interpretacji zasady *no bailout* (art. 125 TFEU), wprowadzenie instrumentu Bezpośrednie transakcje monetarne, który zakłada skup przez EBC obligacji zadłużonych krajów członkowskich, utworzenie unii bankowej, inicjatywę utworzenia unii rynku kapitałowego i postulat wspólnego gwarantowania kredytów. W końcowej części artykułu autor wskazuje na konieczność kontynuowania przedsięwzięć reformatorskich w strefie euro.

Słowa kluczowe: Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa, kryzys finansowy, dwupak, sześciopak, pakt fiskalny, unia bankowa, ESM, OMT.

Summary: In this article, the author analyses and evaluates the changes already made to the institutional system of the European Economic and Monetary Union in terms of their effectiveness in counteracting crises. Such issues are analysed as tightening the rules on budget deficits, which was reflected in the adoption of the so-called Six-Pack, Two-Pack and Fiscal Pact, the creation of aid funds in the form of the European Financial Stability Mechanism, The European Financial Stability Facility, the European Stability Mechanism (ESM), as an expression of the relativisation of the interpretation of the no bailout principle (Article 125 TFEU), the introduction of the OMT, which envisages the purchase by the ECB of indebted member bonds, the initiative of the creation of the Capital Market Union and the postulate of joint guarantee of loans. In the final part of the article, the author points out the necessity of continuing reform measures in the euro area.

Keywords: European Economic and Monetary Union, financial crisis, Two-pack, Six-pack, Fiscal Pact, Banking Union, ESM, OMT.

1. Wstęp

Od wybuchu kryzysu w EUGiW w 2008 r. trwa proces reformowania systemu instytucjonalnego tego ugrupowania i jest mało prawdopodobne, aby został on zakończony w najbliższych latach. Strefa euro jest nadal mało odporna na kryzysy. Szczególny niepokój budzi słaby ciągle wzrost gospodarczy i niedostateczna koordynacja polityk gospodarczych między państwami członkowskimi strefy. W praktyce w żadnej dziedzinie gospodarki w ostatnim dziesięcioleciu nie dokonano tylu zmian i reform, jak w systemie zarządzania Unią Europejską. W reakcji na kryzys zaostrożono reguły fiskalne dla członków strefy euro, wprowadzono nowe procedury postępowania w przypadku nierównowagi makroekonomicznej, w ramach unii bankowej ujedynolicono nadzór nad bankami i zasady upadłości banków oraz stworzono szereg instrumentów kredytowych dla członków Eurolandu, którzy wpadli w tarapaty finansowe. To jednak nie koniec. „Raport pięciu prezydentów” zakłada kontynuację procesu reform do 2025 roku, w trakcie którego unia walutowa powinna zyskać „solidną i przejrzystą architekturę” [Juncker i in. 2015].

W prezentowanym artykule autor analizuje i ocenia wprowadzone już bądź dyskutowane obecnie zmiany systemu instytucjonalnego EUGiW pod kątem ich skuteczności w przeciwdziałaniu kryzysom. W pierwszej kolejności zreasumowane zostaną przyczyny kryzysu, a następnie ocenione będą poszczególne działania reformatorskie pod kątem ich skuteczności w eliminacji tych przyczyn.

2. Przyczyny kryzysu w strefie euro

Chociaż kryzys w strefie euro przejawia się przede wszystkim w nadmiernym zadłużeniu państw członkowskich, to jednak ekonomiści są zgodni, że kryzys ten był o wiele bardziej skomplikowany i problemy ze zrównoważeniem budżetów były tylko jednym z wielu jego elementów. Uwzględniając różne poglądy na ten temat, można zestawić sześć przyczyn omawianego kryzysu [Shambaugh 2012, s. 157; Fratzscher 2013; Dullien 2016, s. 541-542].

1. Błędna i polityka finansowa niektórych państw członkowskich.

Sztandarowym przykładem prowadzenia takiej polityki jest Grecja, ale również w Portugalii przed wybuchem kryzysu prowadzona była problematyczna polityka finansowa. Deficyty budżetowe w tych krajach regularnie przekraczały 3% PKB. Jednak inne kraje, które również objęte zostały kryzysem, tj. Hiszpania i Irlandia, nie miały problemu z polityką budżetową. Z kolei w przypadku Włoch wysoki poziom zadłużenia wynikał przede wszystkim z deficytu powstałego w okresie przed przystąpieniem do unii walutowej.

2. Boom w krajach peryferyjnych.

Wraz z obniżeniem nominalnych stóp procentowych w wielu krajach peryferyjnych wystąpił boom inwestycyjny. Z powodu wyższej inflacji niż przeciętnie w strefie euro realne stopy procentowe w takich krajach, jak Hiszpania, Irlandia i Portugalia,

były wyraźnie niższe niż np. w Niemczech. Stymulowało to inwestycje, szczególnie w budownictwie mieszkaniowym, co ponownie nakręcało wzrost gospodarczy, wzrost płac i w końcu inflację. Cykl ten skończył się wraz z załamaniem się wzrostu cen nieruchomości. Dotknięte tym kraje pozostały ze znacznie obniżoną cenową zdolnością konkurencyjną.

3. Problemy sektora bankowego.

Były one konsekwencją ożywienia, ale także zaangażowania banków niektórych krajów na rynku kredytów hipotecznych *subprime*. Banki te popadły w trudności finansowe i musiały być wspierane przez rządy. To skutkowało z jednej strony osłabieniem wzrostu gospodarczego, ponieważ banki powstrzymywały się przed udzielaniem kredytów, a z drugiej obciążeniem budżetów publicznych.

4. Samospelniająca się panika rynkowa.

Sama obawa przed problemami z wypłacalnością poszczególnych państw Eurolandu zaostrzała problemy finansowe. Obawy inwestorów prowadziły do sprzedaży obligacji i wzrostu ich rentowności, co z kolei utrudniało dostęp do rynków finansowych i obniżało zdolność do obsługi długów w dotkniętych krajach. Niektóre z nich znalazły się na krawędzi zdolności płatniczych.

5. Strukturalne różnice w zakresie zdolności konkurencyjnej.

W okresie przed wybuchem kryzysu w strefie euro doszło do rozbieżności w zakresie cenowej zdolności konkurencyjnej, m.in. wskutek różnic w systemach wynagrodzeń. W niektórych krajach, jak Niemcy, Holandia czy Austria, koszty pracy rosły wyraźnie wolniej niż przeciętnie w strefie euro. W innych krajach, jak Irlandia, Grecja i Hiszpania, znacznie szybciej. Po wybuchu kryzysu w tych ostatnich krajach utrata zdolności konkurencyjnej utrudniała powrót na ścieżkę silniejszego wzrostu gospodarczego, ponieważ eksport przestał być praktycznie czynnikiem wzrostu. Tak więc wspomniane różnice w zdolności konkurencyjnej przyczyniły się do długotrwałego osłabienia lub nawet ujemnego wzrostu gospodarczego w wielu krajach od 2011 r.

6. Utrata zaufania ludności do władzy wskutek kryzysu wzrostu gospodarczego.

Ten wymiar kryzysu ma charakter polityczny. W wyniku masowego wzrostu bezrobocia i utrzymującej się recesji ludność w wielu krajach Eurolandu coraz bardziej traciła zaufanie do instytucji europejskich. Rezultatem jest wzmocnienie wrogich Europie i ekstremistycznych sił w szeregu krajów członkowskich UE. Te polityczne skutki kryzysu zagrażają w dłuższym okresie trwałości strefy euro, czego pierwszym przejawem jest brexit.

3. Wdrożone reformy instytucjonalne

W celu opanowania kryzysu podjęto szereg reform w ramach systemu instytucjonalnego EUGiW. Kilkakrotnie dokonano zmiany reguł dotyczących deficytów budżetowych. Uelastyczniony wcześniej (2005 r.) Pakt stabilności i wzrostu został zastrzyżony poprzez wprowadzenie nowych reguł, czyli tzw. sześciopaku i dwupaku

[Parlament Europejski 2014]. Najważniejsze zmiany mają na celu konsolidację budżetów oraz zapobieganie nadmiernym deficytom budżetowym bądź ich korygowanie. Reguły dwupaku zobowiązują państwa strefy euro do wprowadzenia jednolitego cyklu budżetowego, w ramach którego projekty budżetowe muszą być przedkładane już w jesieni poprzedniego roku. Sześciopak definiuje średnioterminowe cele budżetowe, jak również szybkość, z którą państwa Eurolandu muszą likwidować swoje deficyty. Krajom z długiem przekraczającym 60% PKB nakazuje w każdym roku zmniejszyć o 1/20 nadwyżkę długu przekraczającą próg 60%. Poza tym sześciopak zezwala na wdrożenie postępowania przeciw nadmiernemu deficytowi wobec krajów, które wprawdzie wykazują deficyt mniejszy niż 3% PKB, ale całkowitego długu nie zmniejszają dostatecznie szybko. W trakcie postępowania deficytowego do podjęcia decyzji o jego przedłużeniu nie jest już wymagana kwalifikowana większość głosów. Taka większość jest natomiast wymagana do zakończenia postępowania.

Sześciopak zawiera także nowe reguły odnoszące się do koordynacji makroekonomicznej między krajami członkowskimi strefy euro [Słojewska b.d.]. Przyjęte zostały zasady sprawozdawczości i mechanizm decyzyjny mający w przyszłości zapobiec nierównowagom makroekonomicznym. Według nowych reguł Komisja UE bada raz w roku w oparciu o „tablice wyników” (*Scoreboards*), czy mają miejsce szkodliwe nierównowagi makroekonomiczne. Badane są takie zmienne, jak wzrost zadłużenia, wzrost kosztów płac i nierównowaga bilansu płatniczego. Jeśli ta pogłębiona analiza wykaże, że faktycznie występują nierównowagi, Komisja UE może wydać określone zalecenia. Gdyby takie zalecenia zostały zignorowane przez kraj członkowski, to Komisja, podobnie jak w postępowaniu o redukcję nadmiernego deficytu, może nałożyć karne opłaty.

Z kolei w Pakcie fiskalnym (2012 r.), wielostronnym traktacie niezależnym od traktatów o UE, kraje Eurolandu zobowiązały się do wdrożenia reguł dotyczących ograniczenia deficytów i redukcji długu oraz inkorporowania ich także do prawa krajowego, w szczególności prawa konstytucyjnego [Błaszkiwicz 2012].

Poza zaostrzonymi regułami dotyczącymi kontroli budżetów zrelatywizowana została, zawarta w Traktacie z Maastricht, klauzula *no bailout* (nie ma ratunku). Reguła ta znaczyła pierwotnie, że ani UE jako całość, ani jej członkowie nie mogą przejmować zobowiązań innych krajów członkowskich. Jednak po wybuchu kryzysu w strefie euro szefowie państw i rządów uświadomili sobie, że do zwalczania kryzysu konieczne będą kredyty pomocowe dla poszczególnych państw. Już w 2010 r. utworzono dwa tymczasowe fundusze ratunkowe – Europejski Instrument Stabilności Finansowej (EFSF) i Europejski Mechanizm Stabilizacji Finansowej (EFSM). Gdy stało się oczywiste, że strefa euro potrzebować będzie długotrwałego mechanizmu pomocowego, wymienione fundusze zastąpione zostały w 2012 r. Europejskim Mechanizmem Stabilności (*European Stability Mechanism* – ESM) z kapitałem 500 mld euro. Fundusz ten został odpowiednio zintegrowany z traktatami europejskimi [Od dzisiaj strefę euro ratuje ESM... 2012].

W kolejnym niezależnym kroku EBC podwyższył efektywny wolumen pożyczkowy ESM, wprowadzając nowy instrument o nazwie „bezpośrednie transakcje monetarne” (*Outright Monetary Transactions – OMT*) [Neumann 2013]. Instrument ten stwarza możliwość skupowania przez EBC na rynku wtórnym obligacji rządowych z terminem zapadalności od roku do 3 lat, jeśli w konkretnym kraju pojawi się zagrożenie utraty dostępu do rynku finansowego. Warunkiem skorzystania z takiej pomocy jest przyjęcie przez dany kraj programu ESM. Może on wtedy liczyć na korzystniejsze warunki refinansowania, ponieważ inwestorzy będą pewni, że ich kredyty w sytuacji kryzysowej zostaną odsprzedane EBC. W tej sytuacji inwestorzy nie będą domagać się ekstremalnych premii za ryzyko. Program OMT wzmacnia więc potencjał pożyczkowy ESM.

Kolejnym ważnym elementem reformy jest unia bankowa [Rymarczyk 2015, s. 9-23]. Pod tym pojęciem kryje się przeniesienie odpowiedzialności za nadzór nad wszystkimi bankami w strefie euro na EBC, który nad dużymi bankami sprawuje go bezpośrednio, a nad mniejszymi poprzez narodowe organy nadzorcze. W ramach unii bankowej stworzone zostały nowe reguły upadłości banków z niedostatecznym wyposażeniem w kapitał. O upadłości lub wsparciu banku nie będą już w przyszłości decydowały same rządy krajów, lecz pomoc musi wynikać z wymaganych reguł. Określają one m.in., że zanim dołączy państwo, to najpierw w ratowaniu banków będą zaangażowani prywatni wierzyciele. Dla ratowania instytucji bankowych w strefie euro sukcesywnie będzie tworzony fundusz upadłościowy.

4. Reformy aktualnie dyskutowane

Poza reformami już wdrożonymi w UE dyskutuje się cztery dalsze jej elementy: utworzenie unii rynków kapitałowych, dopełnienie unii bankowej poprzez wprowadzenie postanowienia o wspólnym gwarantowaniu depozytów, unię fiskalną i wypracowanie reguł upadłości krajów strefy euro. Trzy pierwsze elementy znajdują się w Raporcie pięciu prezydentów, czwarty jest dyskutowany głównie przez ekonomistów niemieckich.

Przez pojęcie unii rynków kapitałowych rozumie się szereg inicjatyw legislacyjnych Komisji Europejskiej, których celem jest stworzenie wspólnego rynku dla finansowania przedsiębiorstw, poza tradycyjnym finansowaniem poprzez kredyty bankowe [*Unia rynków kapitałowych*]. Zakłada się, że w tym celu pewne reguły powinny zostać ujednoczone, aby ułatwić finansowanie „przekraczające granice”. Drugim celem reformy jest zmniejszenie „bagażu” reguł obowiązujących przy wchodzeniu na giełdę małych przedsiębiorstw. URK stwarza możliwość zaoferowania przedsiębiorstwom w krajach ze słabym systemem bankowym alternatywy finansowej. Poszczególne elementy URK znajdują się w różnych stadiach procedury ustawodawczej UE.

Jeśli chodzi o rozszerzenie unii bankowej o wspólne gwarantowanie depozytów, to taki postulat był już zawarty w pierwszym projekcie unii bankowej z 2012 r.

i powtórzony został w „Raporcie pięciu prezydentów”. Dotychczas gwarantowanie depozytów pozostawało w gestii poszczególnych krajów i było finansowane z wkładów krajowych instytucji finansowych. Jeśli dochodzi do upadku banku, którego środki przewyższają krajowe zabezpieczenie depozytów, to pozostałe instytucje muszą w tym partycypować, a to obciąża rentowność sektora bankowego danego kraju. Ideą jednolitego gwarantowania depozytów jest rozłożenie kosztów upadłości banków na całą strefę euro. Projekt taki, mimo jego poparcia przez Komisję UE i wspomniany raport, ma jednak małe szanse na wdrożenie. Sceptyczny wobec projektu jest bowiem rząd niemiecki, a decyzje w tej sprawie wymagają konsensusu [Mussler 2016].

W porównaniu z relatywnie precyzyjnymi pomysłami dotyczącymi wspomnianych inicjatyw propozycje dotyczące utworzenia unii fiskalnej są mało przejrzyste [Dullien 2016, s. 544]. Podstawową ideą jest utrzymanie przez strefę euro własnych środków, które mogą być użyte do łagodzenia skutków szoków asymetrycznych, dotyczących poszczególne państwa tej strefy. Niejasne jest jednak, czy środki te powinny wpływać automatycznie, czy w sposób dyskrejonalny i jakim regułem mają podlegać przepływy pieniężne. W kwestii tej istnieją zróżnicowane propozycje, które np. zakładają prawie automatyczny transfer środków budżetowych na zwalczanie bezrobocia lub relatywnych luk po stronie nakładów w krajach członkowskich. Inne koncepcje przewidują wprowadzenie europejskiego ubezpieczenia od bezrobocia.

Ostatnim mniej lub bardziej intensywnie dyskutowanym elementem doskonalenia funkcjonowania strefy euro jest wypracowanie mechanizmu upadłości krajów strefy euro [*Sachverständigenrat zur Begutachtung...* 2015]. Propozycja taka jest podnoszona głównie przez ekonomistów niemieckich. Koncepcja polega na wprowadzeniu regulowanego, „quasi-automatycznego” postępowania upadłościowego nadmiernie zadłużonych krajów strefy euro. Miałoby to prowadzić do wywołania dyscyplinujących impulsów płynących z rynków finansowych do państw, których finanse znajdują się w stanie krytycznym. Jednak, poza Niemcami, poparcie dla takich koncepcji jest relatywnie niewielkie i brak jest odzwierciedlenia dyskusji na ten temat w oficjalnych dokumentach instytucji UE.

5. Ocena reform

Analizując podjęte reformy pod kątem ich przydatności w eliminacji przyczyn i przejawów kryzysu, można ocenić, że niektóre przyczyny odegrały dużą rolę w projektowaniu nowych reguł, a inne nie zostały uwzględnione. Tak więc w celu naprawy finansów państw wprowadzono cały szereg rozwiązań. Takie narzędzia, jak sześciopak, dwupak i pakt fiskalny, mogą skutecznie ograniczyć deficyty budżetowe i poprzez to zapobiec nadmiernemu zadłużeniu rządów. Z kolei kombinacja instrumentów ESM i OMT wychodzi naprzeciw problemowi samospełniającej się prognozy kryzysu fiskalnego. Inwestorzy nie muszą już obawiać się niewypłacalności państw strefy euro, gdyż w przypadku kryzysu dany kraj może zostać w spo-

sób nieograniczony, zasilony w płynność. Znika więc obawa przed oczekiwanymi problemami płatniczymi, która była sama z siebie przyczyną wzrostu rentowności obligacji.

Problemom systemu bankowego w przyszłości powinien również zapobiegać scentralizowany nadzór. Bardziej surowe, jednolite reguły nadzoru sprawowanego przez EBC pozwalają oczekiwać, że ryzykowne kredyty zostaną w przyszłości wyeliminowane. Unia bankowa powinna także rozwiązać problem toksycznego związku między bankami i finansami państwa. Jeśli w przyszłości w ratowaniu banków w pierwszej kolejności będą uczestniczyć prywatni wierzyciele, to rola finansów publicznych w tym zakresie istotnie zmniejszy się, a być może zostanie całkowicie wyeliminowana.

Problem wahań w cyklu koniunkturalnym został dotknięty tylko pośrednio: po pierwsze, istnieje powszechne oczekiwanie, że jednolity nadzór bankowy sprawowany przez EBC skłoni nadzorców do odpowiednio wczesnego zahamowania nadmiernej ekspansji kredytowej w poszczególnych krajach członkowskich. Po drugie, procedura dotycząca ograniczenia makroekonomicznych nierównowag pozwoli je wcześniej niż w przeszłości wykryć i skorygować. W ramach tej procedury podjęty został także problem rozbieżności w zakresie zdolności konkurencyjnej, ponieważ jednym z kryterium wczesnego ostrzegania w ramach „tablicy wyników” (*Scoreboards*) jest nadmierny wzrost płac.

Praktycznie w ogóle nie został dotąd rozwiązany problem kryzysu wzrostu i kryzysu zaufania w strefie euro. Faktycznie, szereg czynników wzrostu gospodarczego z poprzednich lat uległo jeszcze osłabieniu. Współodpowiedzialność za słaby wzrost gospodarczy w strefie euro po roku 2011 przypisywano zazwyczaj szybkiej redukcji strukturalnych deficytów budżetowych. Wymogi dotyczące podwyższenia kapitału własnego w sektorze bankowym hamowały właśnie i dalej hamują wzrost gospodarczy.

Poza pytaniem, czy na poszczególne elementy kryzysu zastosowano odpowiednie środki, należy ocenić, czy środki te są skuteczne. Dyskusyjny jest po pierwsze ten instrument, który dotyczy kontroli deficytu. Okazuje się, że Hiszpania i Włochy znów otrzymały więcej czasu na redukcję deficytu. Francja wielokrotnie korzystała z takiego odroczenia. Niezależnie od tego, jak zasadne są tego rodzaju decyzje w konkretnych sytuacjach, wydaje się, że duże kraje strefy euro są traktowane w tej kwestii inaczej niż małe [Dullien 2016, s. 545].

Kolejnym punktem spornym jest zagadnienie, w jakim stopniu skuteczna jest makroekonomiczna koordynacja między krajami członkowskimi [Graj 2014, s. 5-8]. Częstym punktem krytyki w tym zakresie jest asymetria w ocenie nierównowagi bilansu płatniczego. Przyjmuje się bowiem, że problemy pojawiają się wtedy, gdy deficyt bilansu płatniczego przekracza 4% PKB, podczas gdy nadwyżka wynosi 6% PKB. Również stosowanie tej zasady jest krytykowane. Np. Niemcy w ubiegłych latach regularnie naruszały kryterium nadmiernej nadwyżki bilansu płatniczego.

Komisja Europejska wspomina o tym w swoich raportach, ale nie odnosi się do tego krytycznie.

Tak jak w postępowaniu dotyczącym nadmiernego deficytu, można przypuszczać, że polityczne uwarunkowanie decyzji dotyczących wprowadzania i zawieszania różnych sankcji prowadzi do tego, że nierównowagi, przynajmniej w dużych i znaczących państwach członkowskich, nigdy nie będą skutecznie eliminowane. Przy tym duża liczba wskaźników w *Scoreboard* i dyskrecjonalna ocena przez Komisję Europejską zawsze mogą prowadzić do tego, że odchylenia poszczególnych wskaźników kwalifikowane będą jako bezproblemowe.

6. Zakończenie

Podsumowując, można stwierdzić, że w ramach reformy zarządzania strefą euro w ciągu ostatnich siedmiu lat wprowadzono liczne instrumenty antykryzysowe. Jednakże wiele czynników kryzysowych nie zostało całkowicie lub w ogóle wyeliminowanych. Chodzi w szczególności o rozbieżności w przebiegu cykli koniunkturalnych w poszczególnych krajach, ciągle różnice w zakresie zdolności konkurencyjnych i utrzymujący się kryzys wzrostu gospodarczego. Zjawiska te z kolei są czynnikami prowadzącymi do kryzysu politycznego.

Niezbędne są więc kolejne przedsięwzięcia reformujące gospodarkę strefy euro. W tym względzie celowe wydaje się przyspieszenie działań prowadzących do utworzenia unii fiskalnej. Z kolei w celu przezwyciężenia kryzysu wzrostu należy zastosować instrumenty, które w krótkim okresie mogą zdynamizować wzrost gospodarczy. Pomocne byłyby wszystkie środki, które mogą zwiększyć inwestycje, zarówno publiczne, jak i prywatne.

W średnim okresie pożądanym byłoby zahamowanie poprzez pakt fiskalny rozbieżności w zakresie zdolności konkurencyjnej poszczególnych krajów i przynajmniej złagodzenie cykli koniunkturalnych. Różne udoskonalenia europejskiego systemu ubezpieczeń od bezrobocia, zarówno ubezpieczenia bezpośredniego, jak i reasekuracji, powinny ułatwić spełnienie tego postulatu [Andor i in. 2014, s. 184-203].

W związku z kryzysem wzrostu pożądanym byłoby także utworzenie unii rynków kapitałowych, chociaż trudno oszacować, czy przyniosłoby to znaczący efekt wzrostu. Żądanie reżimu w kwestii niewypłacalności wobec państw wydaje się w kontekście tej analizy mało pomocne: masowy wzrost długów państwowych powinny właściwie ograniczyć reguły sześciopaku, dwupaku i Paktu fiskalnego. Nie ma żadnego wskazania, że rynki kapitałowe takich krajów, jak Hiszpania czy Irlandia, także przy innych regułach odpowiedzialności byłyby skuteczniejsze dla makroekonomicznego rozwoju. Przeciwnie, istnieje niebezpieczeństwo, że problemy, w niektórych nadmiernie zadłużonych krajach bardziej się zaostczą, jeśli mechanizm ten zostałby wdrożony zbyt szybko. Dlatego wprowadzenie systemu upadłości dla strefy euro powinno być brane pod uwagę, ale nie natychmiast, lecz w dającej się przewidzieć przyszłości.

Literatura

- Andor L., Dullien S., Jara H.X., Sutherland H., Gros D., 2014, *Designing a European unemployment insurance scheme*, Intereconomics, vol. 49, no. 4.
- Błaszkiwicz K., 2012, *Pakt fiskalny*, <http://uniaeuropejska.org/pakt-fiskalny> (15.06.2017).
- Dullien M.S., 2016, *Die Europäische Währungsunion: Viel reformiert, aber noch nicht am Ziel*, Wirtschaftsdienst, Nr. 8.
- Fratzscher M., 2013, *Es gibt keine Euro-Krise*, DIW Wochenbericht, Nr. 15.
- Graj D., 2014, *Zakłócenia równowagi makroekonomicznej w UE a intensywność zjawisk kryzysowych*, Kwartalnik Naukowy Uczelni Vistula, nr 3(41).
- Juncker J.C., Tusk D., Dijsselbloem J., Draghi M., Schulz M., 2015, *Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden*, Brüssel.
- Mussler W., 2016, *Schäuble bremst EU-Einlagensicherung*, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 17.06, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/bankenunion-schaeuble-bremst-eu-einlagensicherung-14293604.html> (15.06.2017).
- Neumann M., 2013, *Die Europäische Zentralbank auf Abwegen*, Stiftung Marktwirtschaft, Nr. 116.
- Od dzisiaj strefę euro ratuje EMS, 2012, <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/Wydarzenia/od-dzisiaj-strefe-euro-ratuje-ems,30602,1> (15.06.2017).
- Parlament Europejski, posiedzenie plenarne 5/12/2014, *Przegląd sześciopaku i dwupaku*, <http://www.europarl.europa.eu/EPRS/EPRS-AaG-542182-Review-six-pack-two-pack-PL> (15.06.2017).
- Rymarczyk J., 2015, *Unia bankowa – zabezpieczenie przed kryzysami?*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 407.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum*, 2015, Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.
- Shambaugh J.C., 2012, *The Euro's Three Crises*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 44, iss. 1.
- Słojewska A., „Sześciopak” przyjęty w Parlamencie Europejskim, <http://uniaeuropejska.org/szeciopak-przyjty-w-parlamencie-europejskim/> (15.06.2017).
- Unia rynków kapitałowych, <http://www.consilium.europa.eu/pl/policies/capital-markets-union/> (15.06.2017).
- W życie wchodzi „dwupak” – uzupełnienie cyklu nadzoru budżetowego i usprawnienie zarządzania gospodarką w strefie euro, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_pl.htm (15.06.2017).