

ŁUKASZ MARKOWSKI

KOORDYNACJA POLITYKI FISKALNEJ I MONETARNEJ W STREFIE EURO PRZED KRYZYSEM I PO KRYZYSIE

I. WPROWADZENIE

Wspólne oddziaływanie polityki fiskalnej i monetarnej na gospodarkę jest podstawą do interpretacji zagadnienia koordynacji pomiędzy nimi. Już na poziomie niezależnego państwa długookresowa koordynacja jest poważnym wyzwaniem. Prześwietlając natomiast przypadek europejskiej unii walutowej, problem ten staje się jeszcze bardziej złożony.

Specyfika problematyki wynika z tego, że koordynacja ta jest przedmiotem wzajemnego oddziaływania wielu podmiotów – jednego banku centralnego, który ustala stopę procentową i podejmuje decyzje na szczeblu ponadnarodowym, oraz dziewiętnastu (stan na marzec 2019 r.) rządów, które podejmują decyzję na szczeblu krajowym. Ponadto koordynacja fiskalno-monetarna w świetle analizy strefy euro ma dwa aspekty. Pierwszy dotyczy wspomianej już synchronizacji polityki fiskalnej krajów członkowskich z ponadnarodową polityką pieniężną, drugi nawiązuje do zgodności nastawienia narodowych polityk fiskalnych pomiędzy krajami.

Znaczenie koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej istotnie wzrosło po kryzysie z końca pierwszej dekady XXI w. Recesja uświadomiła władzom europejskim, że dotychczasowe mechanizmy nie gwarantowały osiągnięcia optymalnego wariantu *policy-mix*. Jednym z zamierzeń wprowadzonych reform i regulacji była likwidacja tej niesprawności. Celem niniejszego opracowania jest analiza koordynacji polityk fiskalnych państw członkowskich strefy euro oraz ich zagregowanego nastawienia z polityką monetarną Europejskiego Banku Centralnego (EBC) w dwóch okresach badawczych, rozdzielonych najważniejszymi reformami. Czas, jaki upłynął od wejścia w życie tych zmian, skłania do podjęcia próby zbadania tego zjawiska.

II. RANGA KOORDYNACJI FISKALNO-MONETARNEJ W EUROPEJSKIEJ UNII WALUTOWEJ

Relacje pomiędzy polityką fiskalną i monetarną od utworzenia strefy euro do czasu kryzysu z 2008 r. wynikały z powszechnego uznania, że każda z polityk posiada tylko własne, osobne sfery oddziaływania. Na przykład Levy

zaznaczał, że polityka fiskalna wpływała na podział zasobów, oszczędności, inwestycje i konsumpcję, polityka monetarna zaś – na sterowanie popytem¹. Uznawanie tak nakreślonego podziału mogło doprowadzić do stłumienia celowości koordynacji. Ponadto w debacie ekonomicznej podkreślano, że wspólny obszar walutowy nie intensyfikuje wymogu współdziałania polityki fiskalnej i monetarnej. Alesina, Gali, Giavazzi, Uhlig, a także Blanchard wskazywali, że w rzekomej sytuacji, gdy zadania obu polityk są wykonywane systematycznie, koordynacja staje się zbędna². W tym kontekście należy przypomnieć, że strefa euro powstała w duchu neoliberalnym: monetaryzmu i nowej makroekonomii klasycznej³. Jak wskazuje jednak Barczyk, akceptacja hipotez dotyczących polityki antycyklicznej wynikających z powyższych dwóch szkół, a także z ekonomii podaży oraz szkoły realnego cyklu koniunkturalnego w praktyce wyklucza możliwość wewnętrznej koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej⁴.

Znamienne jest to, że miejsce dla skoordynowanych działań fiskalno-monetarnych znajduje jedynie teoria keynesowska. Istotną rolę odgrywają jej poglądy oraz wynikające z niej takie aspekty, jak struktura celów stabilizacyjnych oraz przyjęte instrumenty i charakter ich oddziaływania⁵. Świącicki oraz Michałek wskazują, że modele uwzględniające interakcje fiskalno-monetarne to w większości modele krótkookresowe, w których zarówno instrumenty fiskalne, jak i monetarne oddziałują na sferę realną. Uwzględniane są między innymi sztywności nominalne, ujemnie nachylona krzywa Phillipsa oraz racjonalne oczekiwania, które argumentują stosowanie tzw. zaskoczeń inflacyjnych. Modele te wpisują się więc w nurt nowej ekonomii keynesowskiej. Jednym z takich modeli jest na przykład model opierający się na teorii gier De Bonisa i Della Posty. Autorzy wykazują, że kraje będące członkami unii walutowej mogą powiększać dobrobyt dzięki koordynacji swoich działań nawet w przypadku, gdy jeden z nich jest znacznie mniejszy od drugiego, a ugrupowanie dotyka szok asymetryczny⁶.

Aspekt koordynacji fiskalno-monetarnej nabrał szczególnie istotnego znaczenia podczas ostatniego kryzysu. Generalizując, można stwierdzić, że recesja zapoczątkowana w 2008 r. w istotnym stopniu była wywołana błędną polityką monetarną (przejawiającą się zarówno w niskich stopach procentowych, jak i w procedurach nadzorczych) oraz niedostateczną restrykcyjnością fiskalną (skutkującą głównie powiększaniem się długów publicznych oraz deficytów budżetowych). Jedną z przyczyn kryzysu była więc między innymi słaba koordynacja polityki fiskalnej z polityką monetarną. Objawem tego mogło być nastawienie polityki fiskalnej opierającej się na braku dyscypliny budżetowej oraz niskich podatkach w sytuacji łagodnej polityki pieniężnej⁷.

¹ Barczyk, Lubiński (2009): 77 i cytowana tam literatura.

² Barczyk, Lubiński (2009): 242 i cytowana tam literatura.

³ Heller, Kotliński (2012): 230.

⁴ Barczyk (2012): 160–161.

⁵ Barczyk (2012): 160–161.

⁶ Świącicki, Michałek (2014): 150 i cytowana tam literatura.

⁷ Owsiak (2012): 57.

Po kryzysie zwraca się uwagę na dwa kanały implikacji fiskalnych polityki EBC. Pierwszy kanał dotyczy wpływu decyzji dotyczących polityki pieniężnej na koszt finansowania długu publicznego. Mechanizm transmisji polityki monetarnej zależy przede wszystkim od wpływu działań politycznych na strukturę terminową stóp procentowych. Przed kryzysem rentowności długu publicznego denominowanego w euro we wszystkich państwach członkowskich były zasadniczo podobne i praktycznie nie stanowiły żadnego ryzyka kredytowego. Na długoterminowe stopy zwrotu wpływ miały bieżące i przyszłe oczekiwane stopy krótkoterminowe. Efekty były takie same dla wszystkich państw członkowskich, a polityka EBC nie miała żadnych skutków fiskalnych w poszczególnych krajach pod względem kosztów finansowania długu. Od czasu kryzysu dramatycznie się to zmieniło. Powodem było pojawienie się ryzyka kredytowego i ryzyka denominacji zadłużenia państw członkowskich uznanych za „słabe” w przypadku rozpadu strefy euro. Dług tych krajów miałby zostać spłacony w nowej walucie zdeprecjonowanej, co sugerowałoby straty kapitałowe dla inwestorów zagranicznych. Kraje te są więc obciążone dodatkowym „obciążeniem” wynikającym z zadłużenia, którego przed kryzysem nie uwzględniano⁸.

Drugi kanał implikacji fiskalnych polityki EBC dotyczy „dystrybucji potencjalnych zysków i strat”, wynikających z operacji polityki pieniężnej i bezpośredniego posiadania aktywów. Przed kryzysem normą stosowaną przez EBC był podział zysków i strat z operacji niemalże proporcjonalnie do wielkości państw członkowskich. Po kryzysie zaś nastąpiła zmiana tego stanowiska. Dług publiczny poszczególnych krajów strefy euro nie jest już oceniany jednakowo. Globalny popyt na aktywa denominowane w euro może się znacznie różnić pomiędzy krajami. Wynika to między innymi z przyjętych przez EBC zasad kwalifikowalności obligacji skarbowych poszczególnych państw do operacji otwartego rynku oraz uwzględniania w tej ocenie stanowiska prywatnych agencji ratingowych. Ponadto luzowanie ilościowe oraz skupowanie długu publicznego państw członkowskich nie było prowadzone na szczeblu ponadnarodowym. EBC przekazał odpowiedzialność za ten proces narodowym bankom centralnym⁹. Decyzje wykonawcze oraz wynikające z nich efekty dystrybucyjne mają istotne skutki dla polityki fiskalnej¹⁰. Zostaną one przybliżone w dalszej części artykułu.

Wydarzenia ostatniej dekady przypomnialy również ekonomistom i ludziom praktyki gospodarczej, że jednolita polityka monetarna dla dość silnie zróżnicowanych pod względem rozwoju gospodarczego państw strefy euro może przynosić odwrotne od zamierzonych skutki. Powyższy aspekt budził już kontrowersje przed utworzeniem Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), gdyż – jak wynika z oficjalnego stanowiska EBC – nastawienie jednolitej polityki pieniężnej jest uwarunkowane bieżącą i przyszłą oceną sytuacji ekonomicznej całej strefy (a nie pojedynczych państw wchodzących w ugrupowanie waluto-

⁸ Orphanides (2017): 10–13.

⁹ Ten zabieg również wydaje się zabezpieczeniem na wypadek wyjścia danego kraju ze strefy euro.

¹⁰ Orphanides (2017): 10–13.

we)¹¹. Z tego powodu współcześnie szczególnie podkreślana jest rola polityk budżetowych państw członkowskich. Uznaje się, że od ich efektywności uzależnione jest sprawne funkcjonowanie całego ugrupowania¹². Przewartościowanie opinii na temat roli polityki fiskalnej skłoniło władze Unii Europejskiej do nadania większego znaczenia koordynacji polityk fiskalnych z polityką monetarną EBC oraz zwróceniu się ku teoriom keynesowskim w makroekonomii. Koordynacja działań fiskalno-monetarnych w ostatnich latach uzyskała więc na nowo argumenty teoretyczne i merytoryczne. Jak podkreślają Corsetti, Dedola, Jarociński, Maćkowiak oraz Schmidt, kluczową konkluzją wynikającą z przeglądu literatury przedmiotu jest to, że w przypadku silnego wstrząsu recesyjnego wspólna polityka monetarna i fiskalna może być niezbędna do satysfakcjonującego ustabilizowania gospodarki¹³.

Hein i Truger argumentują, że postkeynesowskie zarządzanie polityką makroekonomiczną musi cechować się ścisłą koordynacją narzędzi fiskalnych i monetarnych. Szczególnie dotyczy to takiej unii walutowej, jak strefa euro, z uwagi na to, że główny instrument banku centralnego, czyli stopa procentowa, nie może być dostosowany do wymagań każdego kraju¹⁴. Podobne stanowisko zajmują Corsetti, Higgins i Pesenti, którzy twierdzą, że polityka pieniężna nie może osiągnąć celów stabilizacji bez silniejszego wsparcia polityki fiskalnych. Chociaż krótkoterminowe rozwiązania są możliwe w istniejących okolicznościach, długoterminowa stabilność będzie wymagać kombinacji polityk, która uwzględni kwestię większego zaangażowania fiskalnego w tym procesie¹⁵.

Mimo że zwrot kierunku w praktyce gospodarczej ku koncepcjom keynesowskim jest dość wyraźny, to teoretyczne fundamenty prowadzenia tej polityki się nie zmieniły. Zdaniem Blancharda i Summersa obecnie stosowane rozwiązania mają charakter tymczasowy i nie spowodują przeorientowania polityki makroekonomicznej¹⁶. W tym kontekście szczególnie interesujące jest, czy zbudowana na fundamentach monetaryzmu i nowej szkoły klasycznej strefa euro jest zdolna do osiągnięcia optymalnego wariantu *policy-mix*. Zgodnie z teorią, jak wskazują Świącicki i Michałek, w celu uzyskania najbardziej optymalnego ze społecznego punktu widzenia rezultatu kraje członkowskie strefy euro powinny skoordynować swoje polityki fiskalne i uzgodnić je z polityką EBC¹⁷. Dlatego w celu osiągnięcia bardziej zaawansowanej koordynacji (zarówno polityk gospodarczych, jak i koordynacji z polityką monetarną) pojawiły się nowe rozwiązania¹⁸. W tabeli 1, jedynie po krótkce, zostały przypomniane wybrane reformy Unii Europejskiej (UE) po kryzysie gospodarczym z 2008 r.

¹¹ Zob. <http://www.ecb.int/press/pr/date/1998/html/pr981201_3.en.html> [dostęp: 10.12.2018].

¹² Pronobis (2013): 2.

¹³ Corsetti et al. (2016): 14.

¹⁴ Hein, Truger (2014): 7.

¹⁵ Corsetti, Higgins, Pesenti (2016): 151.

¹⁶ Blanchard, Summers (2017): 1–5.

¹⁷ Świącicki, Michałek (2014): 148.

¹⁸ Skrzypczyńska (2012): 294–296.

Tabela 1

Wybrane reformy wprowadzone po kryzysie z 2008 r.

Reforma	Główne cele	Rok wprowadzenia
Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej (pakt fiskalny)	Wzmocnienie dyscypliny budżetowej; systematyczne ograniczanie długu publicznego przekraczającego 60% PKB, dbanie o to, aby budżety instytucji rządowych były zrównoważone bądź wykazywały się nadwyżką, zwiększenie koordynacji polityk gospodarczych przez wdrażanie programu partnerstwa budżetowego	2012
„Sześciopak” (5 rozporządzeń i 1 dyrektywa)	Koordynacja polityk gospodarczych; kontrola długu publicznego; wprowadzenie kar finansowych za nieprzestrzeganie przyjętych reguł budżetowych; przyspieszenie procedury nadmiernego deficytu	2011
„Dwupak” (2 rozporządzenia)	Ścisłejszy mechanizm nadzoru budżetowego; wzmacnianie procedury monitorowania polityk budżetowych i ich spójności z przyjętymi wytycznymi	2013
Semestr Europejski	Cykl działań skupiający się na reformach strukturalnych i polityce budżetowej; monitorowanie sytuacji gospodarczej i dokonywanie bieżącej analizy <i>ex ante</i>	2011
Europejski Mechanizm Stabilności	Możliwość udzielenia pomocy finansowej krajom, które zmagają się z problemami gospodarczymi	2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej, Bruksela 2012; <<https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/european-semester>> [dostęp: 15.11.2018]; <<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html?locale=pl>> [dostęp: 15.11.2018].

Przeglądając postanowienia powyższych reform, trudno wskazać aspekty bezpośrednio odnoszące się do zwiększenia koordynacji fiskalno-monetarnej. W działaniach UE znacznie więcej uwagi poświęcono drugiemu aspektowi tego zjawiska, a mianowicie koordynacji narodowych polityk fiskalnych. Obrany kurs prowadzenia polityki gospodarczej w krajach UE nie zmienił się diametralnie, a podjęto głównie kroki przyspieszające, usprawniające i uzupełniające proces integracji ekonomicznej. Można stwierdzić, że podjęte działania zostały oparte na przeświadczeniu, że osiągnięcie koordynacji fiskalno-

-monetarnej nastąpi przez skuteczniejszą realizację tych samych wytycznych, na których od początku istnienia strefy euro miała opierać się jej równowaga makroekonomiczna.

W kontekście powyższych rozważań oraz przybliżenia uwarunkowań koordynacji polityk fiskalnych państw europejskiej unii walutowej i polityki pieniężnej EBC można stwierdzić, że obecnie koordynacja ta jest nadal procesem niezwykle problemowym. Taka konstatacja implikuje problem badawczy. Zasadniczym pytaniem jest to, czy strefa euro w obecnym kształcie (tj. po wprowadzeniu szeregu reform i regulacji) wykazuje tendencję do osiągnięcia koordynacji fiskalno-monetarnej na poziomie zagregowanym.

III. WYBRANE METODY POMIARU KOORDYNACJI

Przedmiotem badań są państwa członkowskie strefy euro oraz strefa euro jako całość. Zakres analizy obejmuje lata 1999–2018. Jako rok początkowy wybrano 1999, ponieważ jest to pierwszy rok funkcjonowania unii walutowej. Przedział czasowy został podzielony na dwa podokresy: pierwszy obejmuje lata 1999–2010, drugi – 2011–2018. W ten sposób możliwe było dokonanie analizy porównawczej koordynacji polityki monetarnej i fiskalnej pomiędzy dwoma etapami funkcjonowania UGW, rozdzielonymi najważniejszymi reformami¹⁹.

Podczas wyboru miernika nastawienia fiskalnego należy przyjąć założenie, że zastosowanie określonych narzędzi polityki fiskalnej znajduje wyraz w saldzie budżetu²⁰. Dużą popularnością charakteryzuje się koncepcja deficytu strukturalnego – *cyclically adjusted budget deficit* (CAB). Relatywizuje ona deficyt budżetowy względem stanu koniunktury²¹. W analizie nastawienia polityki fiskalnej uwzględniane jest również cyklicznie skorygowane saldo pierwotne – *cyclically adjusted primary balance* (CAPB)²². Jest to CAB po wyłączeniu kosztów obsługi długu publicznego. Wskaźnik ten, publikowany przez Komisję Europejską, został wykorzystany w niniejszym artykule²³.

¹⁹ Dokonanie jednoznacznego podziału w praktyce jest trudne, ponieważ reformy i regulacje były wprowadzane w różnych latach, a ich skutki mogą być widoczne dopiero w kolejnych okresach (np. Semestr Europejski wprowadzono w 2011 r., a „Dwupak” – w 2013). Zdecydowano, że początek drugiego okresu badawczego będzie stanowił rok, od którego zaczęła obowiązywać pierwsza reforma. Z tego względu, a także w związku z faktem, że drugi okres badawczy jest krótszy, autor ma świadomość, iż wyniki należy rozpatrywać z pewną dozą ostrożności.

²⁰ Marszałek (2009): 38–39.

²¹ Kot (2003): 25.

²² Hnatyszyn-Dzikowska (2009): 138–145; Świącicki, Michałek (2014): 154.

²³ Saldo to jest oszacowane przez Komisję Europejską na podstawie estymacji funkcji produkcji.

W celu analizy koordynacji polityk fiskalnych krajów członkowskich strefy euro oszacowano indeks restrykcyjności fiskalnej FCI (Fiscal Condition Index), który w najprostszym ujęciu stanowi różnicę wartości CAPB w okresie bieżącym oraz wartości CAPB w okresie bazowym. Wzrost indeksu w stosunku do roku poprzedniego oznacza restrykcyjną politykę fiskalną w danym okresie, a jego spadek – politykę ekspansywną. Interpretacja FCI nie powinna odnosić się do jego poziomów, lecz do kierunku zmian²⁴.

Restrykcyjność polityki monetarnej EBC można mierzyć rozmaicie. Może to być analiza zmian realnej stopy procentowej, realnego kursu walutowego lub podaży pieniądza. Obserwacja tych wartości osobno może jednak być niewystarczająca w ocenie nastawienia polityki monetarnej. Bardziej precyzyjnym narzędziem stosowanym w literaturze przedmiotu jest reguła Taylora lub wskaźnik warunków pieniężnych MCI (Monetary Condition Index). Pierwsza miara może dać odpowiedź, jak powinno się prowadzić średniookresową politykę pieniężną, aby nie hamować rozwoju gospodarczego²⁵. Reguła Taylora całkiem dobrze odzwierciedla politykę monetarną Rezerwy Federalnej w okresie 1988–1992, co też spowodowało, że znalazła duże uznanie²⁶.

Drugie narzędzie – MCI to wskaźnik, który jest średnią ważoną realnej krótkookresowej stopy procentowej i kursu walutowego. Narzędzie te znalazło zastosowanie w szczególności wśród banków prowadzących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego²⁷. Banki centralne Kanady, Nowej Zelandii, Norwegii i Szwecji w różnym stopniu wykorzystywały ten wskaźnik w prowadzeniu polityki pieniężnej. Ponadto Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) i Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) obliczają MCI na potrzeby oceny polityki monetarnej wielu krajów²⁸. Wskaźnik ten wyznaczany jest również przez Komisję Europejską dla strefy euro.

Zgodnie z powyższym można w uproszczeniu przyjąć, że bardziej odpowiednim narzędziem do oceny stanowiska polityki monetarnej byłaby reguła Taylora, a do oceny ogólnego nastawienia restrykcyjności – wskaźnik MCI. Zdaniem Lubińskiego wiarygodność EBC ma cechy dobra publicznego. Żaden kraj strefy euro nie może być wyłączony z czerpania korzyści z tego dobra w postaci stabilności cen²⁹. Z uwagi na to, że w niniejszym artykule przedmiotem rozważań jest analiza koordynacji zagregowanej polityki fiskalnej krajów członkowskich strefy euro z niezależną ponadnarodową polityką monetarną (nie analiza prowadzenia tej polityki przez EBC) zdecydowano, że użyty zostanie wskaźnik MCI³⁰. Komisja Europejska publikuje go w częstotliwości mie-

²⁴ Kot (2003): 25.

²⁵ Próchnicki (2011): 110–111.

²⁶ Święcicki, Michałek (2014): 159.

²⁷ Kucharski (2012): 221.

²⁸ Ericsson et al. (1998): 237–238.

²⁹ Barczyk, Lubiński (2009): 242.

³⁰ Oczywiście autor jest świadomy pewnych wad tego miernika. Na przykład wagi są wyprowadzane przy założeniu *ceteris paribus*. Co więcej, mogą się one zmieniać w czasie, podczas gdy parametry stosowane w obliczeniach MCI są utrzymywane na stałym poziomie.

sięcej. Wagi stopy procentowej i kursu walutowego wynoszą 6:1 wobec tego indeks jest określony wzorem³¹:

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

gdzie: R_t to realna stopa procentowa w okresie t , R_0 to realna stopa procentowa okresu bazowego, e_t to realny efektywny kurs walutowy w okresie t , a e_0 to realny efektywny kurs walutowy w okresie bazowym. W celu analizy koordynacji w ujęciu rocznym zastosowano wartości średnie. Podobnie jak wskaźnik FCI analiza restrykcyjności warunków pieniężnych powinna dotyczyć nie wartości, lecz kierunku i skali zmian. Wzrost indeksu w stosunku do roku poprzedniego oznacza zacieśnienie monetarne, natomiast spadek – poluzowanie.

Do analizy koordynacji nastawienia fiskalnego krajów strefy euro posłużono się wskaźnikiem korelacji. Jest to najczęściej używana i najprostszą miarą³². Łączne nastawienie polityk fiskalnych oraz polityki monetarnej przedstawiono natomiast na mapie restrykcyjności (*policy-mix*). Do analizy koordynacji przyjęto niezmienną liczbę 12 krajów członkowskich strefy euro w całym badanym okresie (łącznie z Grecją). W celu zagregowania danych użyto wag odpowiadających udziałom poszczególnych państw członkowskich w PKB całej unii walutowej³³.

IV. KOORDYNACJA NARODOWYCH POLITYK FISKALNYCH ORAZ *POLICY-MIX* W STREFIE EURO – WYNIKI BADAŃ

W tabeli 2 zaprezentowano wyniki pomiaru korelacji FCI dla dwóch okresów: pierwsza wartość dla lat 1999–2010 (górną) oraz druga wartość dla okresu 2011–2018 (dolną)³⁴. Zacieniowany obszar oznacza wzrost koordynacji w drugim okresie w stosunku do pierwszego³⁵.

³¹ Zob. <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index_en> [dostęp: 27.02.2019].

³² Świącicki, Michałek (2014): 166.

³³ Metodę tę wykorzystali m.in. Świącicki, Michałek (2014). W niniejszym opracowaniu badanie przeprowadzono w odniesieniu do zmiennego składu strefy euro, czyli uwzględniając akcesję nowych członków. Wydaje się, że takie podejście jest słuszne, ponieważ EBC prowadzi swoją politykę w odniesieniu do całego ugrupowania, a zatem uwzględnia też kraje, które sukcesywnie przystępowały do unii walutowej w kolejnych latach. Ma to co prawda niewielkie odzwierciedlenie w udziale poszczególnych krajów w PKB całej strefy, lecz oddziałuje to jednak na kształt polityki monetarnej.

³⁴ Wartości dla roku 2018 są prognozami Komisji Europejskiej ujętymi w źródłowym opracowaniu.

³⁵ Wzrost koordynacji rozumiany jest jako bezwzględny wzrost wartości korelacji.

Tabela 2

Korelacja nastawienia polityk fiskalnych krajów strefy euro

BE	DE	IRL	GR	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	FI	Strefa euro	
1	-0,30 -0,45	-0,07 -0,38	-0,01 -0,63	0,33 0,63	0,32 0,29	-0,14 0,11	-0,03 -0,07	0 0,34	-0,26 0,27	0,26 -0,40	0,12 0,16	0,01 0,03	BE
	1	0,61 0,83	-0,15 0,19	-0,12 0,13	-0,07 0,61	0,27 0,62	0,10 0,60	0,41 -0,08	-0,44 0,30	0,29 0,61	0,54 -0,21	0,75 0,83	DE
		1	-0,51 0,25	-0,06 0,09	0,07 0,70	-0,08 0,31	0,23 0,74	0,38 0,15	-0,14 0,26	0,45 0,65	0,47 0,23	0,50 0,77	IRL
			1	0,62 0,37	0,24 -0,13	-0,14 -0,12	0,07 0,30	0,33 0,25	0,32 -0,65	0,03 -0,12	0,23 -0,09	0,25 0,03	GR
				1	0,28 0,72	0,10 0,42	-0,16 0,18	0,38 0,44	0,13 0,10	0,38 -0,11	0,11 -0,12	0,50 0,58	ES
					1	-0,26 0,54	0,60 0,58	0,52 0,44	0,23 0,42	0,33 0,32	0,08 0,24	0,35 0,91	FR
						1	-0,53 0,53	-0,12 0,33	-0,27 0,31	0,31 0,47	-0,34 -0,41	0,31 0,75	IT
							1	0,10 0,52	0,44 -0,05	0,07 0,49	0,42 -0,07	0,11 0,73	LU
								1	-0,15 -0,26	0,41 0,08	0,43 0,21	0,68 0,39	NL
									1	0,20 0,38	0,01 0,42	-0,20 0,31	AT
										1	0,40 0,08	0,64 0,50	PT
											1	0,52 -0,06	FI
												1	Strefa euro

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Komisji Europejskiej: Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2018. European Commission, DG ECFIN Economic Forecasts, 2018.

Jak wynika z powyższych danych, w drugim badanym okresie w większości przypadków korelacje pomiędzy poszczególnymi członkami strefy euro umocniły się. Doszło do tego w blisko 58% analizowanych związków. Siła korelacji jest jednak dość zróżnicowana wśród badanych krajów. Należy również zaznaczyć, że w niektórych sytuacjach, gdzie nie odnotowano bezwzględniego wzrostu korelacji, niektóre wartości pomiędzy dwoma badanymi okresami były dość zbliżone (np. korelacje Francji z Belgią lub Luksemburgiem³⁶). Roz-

³⁶ Porównując Luksemburg z innymi krajami, należy pamiętać o tym, że charakteryzuje się on niespotykanymi w Europie zrównoważonymi i stabilnymi w średnim okresie finansami publicznymi (do 2007 r. kraj posiadał jednocyfrowy dług publiczny – 7,7%). Luksemburg ma też najmniejszy udział w PKB całego obszaru walutowego (0,3%).

dzielając strefę euro na tzw. państwa rdzenia (Belgia, Niemcy, Francja, Luksemburg, Holandia) oraz kraje PIIGS (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania), można zauważyć, że w drugiej grupie na 10 możliwych związków korelacja umocniła się w 8 przypadkach, natomiast w pierwszej – 4. Nie można jednak jednoznacznie stwierdzić, że kraje w ramach tych grup charakteryzują się względnie ściślejszą koordynacją w stosunku do pozostałych państw, natomiast pozytywnym aspektem jest wzrost siły korelacji pomiędzy poszczególnymi krajami rdzenia i PIIGS. Na 25 możliwych wzajemnych powiązań bezwzględny wzrost koordynacji nastąpił w 17 przypadkach.

Okres 2011–2018 charakteryzował się silniejszą koordynacją polityk fiskalnych poszczególnych krajów z całą strefą euro. Wzrost wartości korelacji nastąpił w 8 krajach. Siła korelacji znacznie wzrosła w przypadku Irlandii, Francji, Włoch, Luksemburga i Austrii. Niewiele umocniła się koordynacja Niemiec i Hiszpanii. Z kolei spadek korelacji wystąpił w Grecji, Holandii, Portugalii i Finlandii. Poniżej w dużym skrócie zostaną przedstawione potencjalne przyczyny takiego stanu rzeczy.

Słabsza koordynacja nastawienia fiskalnego może wynikać ze słabszej korelacji cykli koniunkturalnych tych krajów ze strefą euro. W literaturze przedmiotu istnieje wiele opracowań dotyczących stopnia zbieżności aktywności gospodarczej w Unii Europejskiej. Na przykład badanie empiryczne dokonane przez Adamowicz, Dudka, Pachuckiego i Walczyka wskazuje, że zbieżność wahań koniunkturalnych w UGW postępuje, lecz jest różna dla poszczególnych krajów. Największą synchronizacją cechują się Niemcy, Francja i Włochy, natomiast najmniejszą – między innymi Grecja³⁷. W tym aspekcie niepełna synchronizacja cykli może być przyczyną słabszej koordynacji nastawienia fiskalnego w niektórych krajach³⁸. Weryfikacja tego przypuszczenia wymagałaby zbadania, czy polityka w tych krajach jest nastawiona antycyklicznie.

Alternatywną hipotezą dotyczącą spadku koordynacji polityki fiskalnej jest pojawienie się pokusy nadużycia (*moral hazard*). Wśród rządzących niektórych krajów mogło pojawić się przekonanie, że pomoc udzielona Grecji stanowi gwarancję wsparcia również dla innych członków ugrupowania w przypadku wystąpienia problemów. Osłabia to motywację do prowadzenia rozważnej polityki. Równocześnie może to też być wynikiem tzw. efektu pasażera na gapę (*free rider problem*). Lubiński zaznacza, że gdy polityka fiskalna oddziałuje na monetarną, każdy rząd postrzega siebie jako ułamek większej wspólnoty. W tej sytuacji może oceniać wpływ swojego nastawienia fiskalnego jako niewielki dla ponadnarodowej polityki monetarnej i podejmować decyzje z pominięciem skutków dla niej³⁹. Za tym argumentem przemawia fakt, iż średni udział PKB tych krajów w całej strefie euro dla całego badanego okresu wynosi jedynie 2,2%, 6,7%, 1,8% oraz 2%, kolejno, dla Grecji, Holandii, Portugalii i Finlandii. W dwóch analizowanych okresach krajem, który

³⁷ Adamowicz et al. (2012): 163.

³⁸ Synchronizacja wahań cyklicznych krajów strefy euro jest wciąż sporym wyzwaniem. Potwierdzeniem tego jest chociażby to, że niektóre z krajów UGW charakteryzują się mniejszą synchronizacją cykli ze strefą euro niż kraje spoza ugrupowania. Jak wynika z badań Kotlińskiego i Warzały takim przykładem są np. Słowacja i Polska. Szerzej w: Kotliński, Warzała (2013): 49–64.

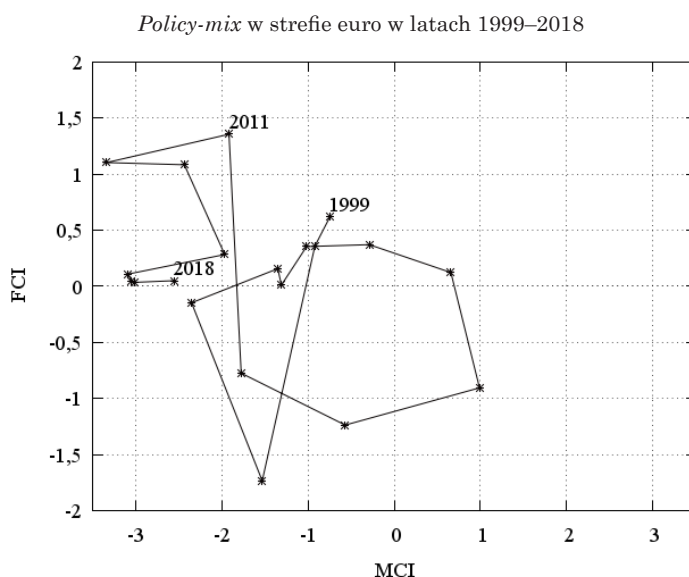
³⁹ Barczyk, Lubiński (2009): 242.

charakteryzował się znikomą synchronizacją fiskalną ze strefą euro, była Belgia. W tym przypadku przyczyny takiego stanu rzeczy mogą również wynikać ze wspomnianych powyżej dwóch efektów. Spadek koordynacji w przypadku Grecji może być też skutkiem przyjętych zobowiązań w postaci wdrożenia reform i oszczędności w odpowiedzi na pakiety pomocowe, udzielone przez instytucje ponadnarodowe.

Inną przyczyną spadku koordynacji może być ryzyko występowania szoków asymetrycznych, różna struktura gospodarek oraz problemy dyskrecjonalnej polityki fiskalnej, które zostaną przybliżone w dalszej części pracy. Oczywiście wymienione potencjalne przyczyny nie wyczerpują wachlarza wszystkich możliwości. Ich szersze omówienie wykracza jednak poza ramy opracowania.

Kolejnym aspektem przeprowadzonego badania jest koordynacja fiskalno-monetarna w strefie euro. Można ją przedstawić za pomocą mapy restrykcyjności (wykres 1). Na osi poziomej zamieszczono wskaźnik warunków pieniężnych (MCI), natomiast na pionowej – restrykcyjność fiskalną (FCI). Wypadkową obu polityk jest indeks *policy-mix* (PMI) obrazujący zagregowane nastawienie polityki makroekonomicznej w europejskiej unii walutowej. Interpretacja, analogicznie do wskaźnika MCI i FCI, powinna dotyczyć jedynie skali i kierunku zmian⁴⁰.

Wykres 1



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Komisji Europejskiej (<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index_en>; Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2018. European Commission, DG ECFIN Economic Forecasts, 2018).

⁴⁰ Na wykresie etykiety danych zostały dodane jedynie dla trzech lat, które umożliwiają przeprowadzenie analizy. Jest to rok początkowy (1999), rok rozpoczynający drugi podokres badawczy (2011) oraz ostatni rok objęty badaniem (2018). Oznaczenie wszystkich lat skutkowało tym, że rysunek był nieczytelny.

Pierwsze dwa lata funkcjonowania strefy euro charakteryzowały się stopniowym luzowaniem obu polityk, co było zapewne podyktowane chęcią pobudzenia wzrostu gospodarczego. Rok 2002 przyniósł zacieśnienie fiskalne, któremu towarzyszyło poluzowanie polityki monetarnej. Do roku 2008 polityka pieniężna była coraz bardziej restrykcyjna, czemu raz towarzyszyło zacieśnienie (2003, 2005, 2006), a raz poluzowanie (2004, 2007, 2008) fiskalne. Należy podkreślić, że ekspansywna polityka fiskalna była prowadzona w czasie pogarszania się sytuacji finansów publicznych krajów członkowskich. Od 2009 r. warunki pieniężne były coraz bardziej ekspansywne, natomiast nastawienie fiskalne (po poluzowaniu w roku 2009) od 2010 było coraz bardziej restrykcyjne, co mogło wynikać z wprowadzenia programów oszczędnościowych.

Okres 2011–2018 zdecydowanie charakteryzował się luźną polityką monetarną, z wyjątkiem lat 2013–2014 (oraz lat 2016–2018, aczkolwiek skala zmian w tym okresie jest bardzo mała). Stosunkowo bardziej restrykcyjna polityka pieniężna prowadzona przez EBC w tym czasie w połączeniu z ograniczoną polityką fiskalną spowodowała deflacyjną presję na gospodarkę strefy euro i utrudniła wzrost gospodarczy. Następnie EBC zmienił kierunek i zaczął ponownie łagodzić politykę. Od 2012 r. polityka fiskalna zaczęła dążyć do poluzowania. Biorąc pod uwagę, że w strefie euro w tym okresie można było zaobserwować tendencje deflacyjne oraz ryzyko wystąpienia pułapki płynności, stymulacyjnego i ekspansywnego oddziaływania należałoby oczekiwać właśnie od polityki fiskalnej. Uwzględniając powyższe rozważania dotyczące wariantu *policy-mix* w okresie recesji lub problemu *zero bound*, takie nastawienie należałoby uznać za korzystne.

Powyższa analiza, dotycząca jedynie zmiany charakteru prowadzonych polityk, jest jednak niewystarczająca. Odpowiedź na pytanie, czy takie kształtowanie się *policy-mix* w pierwszym i drugim okresie badawczym można uznać za działania skoordynowane, nie jest wolna od trudności i wymyka się jednoznaczności. Jak wskazuje Kot, najbardziej pożądaną sytuacją jest, gdy ruch *policy-mix* odbywa się wzdłuż linii o nachyleniu -45 stopni. W takim przypadku zacieśnianiu polityki fiskalnej towarzyszy poluzowanie monetarne i odwrotnie⁴¹. Jednakże jak zauważa Marszałek, mimo że za optymalny wariant koordynacji fiskalno-monetarnej uznaje się zwykle restrykcyjną politykę fiskalną i ekspansywną monetarną, z uwagi na brak zagrożenia dla budżetu oraz nieosłabianie popytu inwestycyjnego sektora prywatnego, to polityka skoordynowana wcale nie musi oznaczać tylko jednego wariantu. Przy wychodzeniu z recesji pożądane może być połączenie dwóch ekspansywnych polityk (szczególnie w przypadku problemu *zero bound* lub pułapki płynności)⁴². Wynika z tego, że analiza koordynacji nastawienia fiskalnego i monetarnego powinna również uwzględniać sytuację gospodarczą, a raz optymalne warianty *policy-mix* mogą się zmieniać. Wobec tego wskazane jest pogłębienie ana-

⁴¹ Kot (2003): 26.

⁴² Marszałek (2009): 103–104.

lizej empirycznej przez uwzględnienie luki produktowej⁴³. Dzięki temu możliwe jest określenie, czy kombinacja obu polityk miała charakter procykliczny czy antycykliczny. W tym celu za pomocą współczynnika korelacji zmierzono związek pomiędzy PMI a luką produktową. Przyjęto założenie, że zagregowana polityka fiskalna i polityka monetarna jest tym lepiej skoordynowana, im związek indeksu *policy-mix* z luką produktową jest silniejszy i ma charakter antycykliczny. Ma to uzasadnienie we współczesnym stanowisku prezentowanym w literaturze przedmiotu⁴⁴, gdzie wskazuje się, że współdziałanie polityki fiskalnej i monetarnej jest konieczne w celu stabilizacji makroekonomicznej. Wyniki pomiaru zamieszczono w tabeli 3.

Tabela 3

Korelacja pomiędzy PMI a luką produktową

Okres	1999–2010	2011–2018
Wartość współczynnika korelacji	0,40	-0,41

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Komisji Europejskiej (<https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/monetary-conditions-index_en>; Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2018. European Commission, DG ECFIN Economic Forecasts, 2018; <http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm>).

Z analizy współczynnika korelacji wynika, że łączne nastawienie fiskalno-monetarne w strefie euro miało charakter antycykliczny w pierwszym okresie badawczym, natomiast w drugim – procykliczny. W obu przypadkach siłę związku należy uznać za słabą lub umiarkowaną. Jest to sytuacja dość zaskakująca z uwagi na szereg reform wprowadzonych od 2011 r., mających na celu poprawę zarządzania gospodarczego w strefie euro. Bardziej dogłębna analiza powinna skupiać się na oddzielnym nastawieniu polityki fiskalnej i monetarnej w odniesieniu do fazy cyklu koniunkturalnego oraz przeniesieniu rozważań na poziom poszczególnych członków strefy euro. Z uwagi na zakres objętościowy artykułu poniżej zostaną zasygnalizowane, jedynie w ogólnym ujęciu, możliwe przyczyny zaobserwowanej sytuacji.

We współczesnej debacie ekonomicznej często zwraca się uwagę na ograniczenia władz fiskalnych w skutecznym pobudzaniu koniunktury. Jednymi z nich są zbyt sztywne regulacje fiskalne ograniczające możliwość adekwatnych reakcji podatkowych w odpowiedzi na fluktuacje koniunktury bądź w czasie zastoju gospodarczego, co może uniemożliwić unii walutowej optymalne nastawienie fiskalne na poziomie zagregowanym⁴⁵. Biorąc pod uwagę tempo wzrostu PKB w strefie euro oraz utrzymującą się skalę napięcia, można

⁴³ Wartości luki produktowej w % potencjalnego PKB zostały pobrane z bazy danych AMECO.

⁴⁴ Corsetti et al. (2016): 14; Hein, Truger (2014): 7; Corsetti, Higgins, Pesenti (2016): 151.

⁴⁵ Hein, Truger (2014): 22; Bénassy-Quéré, Ragot, Wolff (2016): 11.

przypuszczać, że ogólne stanowisko polityki fiskalnej w strefie euro było niewystarczająco ekspansywne.

Analizując jednak drugi okres badawczy, należy zaznaczyć, że pewne podłoże dla koordynacji obu polityk pojawiło się na skutek złagodzenia stanowiska EBC odnośnie do problemów finansów publicznych krajów członkowskich strefy euro. Bank zadeklarował, że będzie skupował (na rynku wtórnym) obligacje rządów mających trudności z obsługą zadłużenia, co miało poprawić ich rentowność⁴⁶. Jak zaznacza Polański, tym sposobem w 2013 r. EBC udało się oddalić wizję ewentualnego rozpadu strefy euro⁴⁷. W długim okresie zabiegi te okazały się niewystarczające. W marcu 2015 r. EBC rozpoczął ilościowe luzowanie polityki pieniężnej.

Trudno jednak zaakceptować powyższe działania jako czynnik mający trwale wzmocnić wspólne, skuteczne oddziaływanie polityki fiskalnej i monetarnej na gospodarkę strefy euro. Niekonwencjonalna polityka monetarna może być pomocna, gdyż łagodzi warunki pieniężne w sektorze prywatnym, ale także, co istotne, zmniejsza koszty refinansowania długu publicznego, zmniejszając w ten sposób obciążenie budżetowe rządu. Niemniej jednak przy ujemnych stopach procentowych w długim okresie może tracić na skuteczności. Jej zakończenie natomiast zawsze stwarza ryzyko kolejnej recesji.

Co więcej, decyzje wykonawcze EBC niosą ze sobą efekty dystrybucyjne, o których wspomniano już we wcześniejszej części artykułu. Jak twierdzi Orphanides, przyniosły one korzyści wybranym państwom członkowskim postrzeganym jako stosunkowo silne, przez skierowanie globalnego popytu na bezpieczne aktywa denominowane w euro do tych państw. Asymetryczne efekty dystrybucji są więc „nałożonym podatkiem” od polityki EBC w odniesieniu do kosztu finansowania długu państwowego dla niektórych krajów. Konsekwencją tego były bardziej rygorystyczne warunki fiskalne, co skutkowało nadmiernie restrykcyjną polityką fiskalną dla strefy euro jako całości. Główną przyczyną skutków dystrybucyjnych polityki EBC może być niechęć władz monetarnych do wspierania wszystkich państw członkowskich⁴⁸.

Powyższe dylematy rodzą wiele alternatywnych rozwiązań, które miałyby przyczynić się do lepszego funkcjonowania strefy euro. Bofinger stwierdza, że odpowiedni wariant *policy-mix* powinien być możliwy do osiągnięcia przez większą elastyczność polityk fiskalnych krajów członkowskich. Mogłaby ona zostać osiągnięta poprzez akceptację okresowo zwiększonych deficytów budżetowych⁴⁹. Innymi sposobami na poprawę stabilizacyjnego oddziaływania polityki fiskalnej są transfery pieniężne⁵⁰, utworzenie budżetu strefy euro⁵¹ lub różne formy funduszy⁵². Nie od dzisiaj również postulowany jest pomysł utworzenia unii fiskalnej. Jak zaznacza jednak Orphanides, większość pomysłów wiąże się

⁴⁶ Owsiak (2012): 59.

⁴⁷ Polański (2014): 143.

⁴⁸ Orphanides (2017): 13–16.

⁴⁹ Bofinger (2003): 7.

⁵⁰ Pissarides (2016): 135.

⁵¹ De Grauwe, Yuemei (2016): 146.

⁵² Allard et al. (2013): 19.

ze zmianami w traktatach, co zakłada jednogłośną zgodę rządów wszystkich państw członkowskich strefy euro. W celu wzmocnienia koordynacji fiskalno-monetarnej bardziej obiecującym podejściem byłoby skoncentrowanie się na zmianach, które mogą zostać wdrożone przez niezależne instytucje Unii Europejskiej zgodnie z obowiązującym traktatem. Ponadto autor podkreśla, że naczelną zasadą powinno być sprawiedliwe traktowanie przez EBC wszystkich państw należących do strefy euro. Władze monetarne mogłyby zrezygnować z polegania na prywatnych agencjach ratingowych⁵³ w celu ustalenia, czy obligacje skarbowe kwalifikują się do operacji otwartego rynku, oraz przywrócić pełny podział zysków i strat z tytułu tych transakcji na kraje członkowskie strefy euro przez łączenie ryzyka⁵⁴.

V. PODSUMOWANIE

Koordynacja narodowych polityk fiskalnych, mierzona współczynnikiem korelacji, okazała się silniejsza w drugim analizowanym okresie, tj. w latach 2011–2018. Wydaje się zatem, że w tym aspekcie przyjęcie szeregu wspomnianych reform wspomogło proces koordynacji. Niemniej jednak analiza koordynacji fiskalno-monetarnej nie pozwala na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków. *Policy-mix* w drugim badanym okresie miało charakter procykliczny. Domniemane przyczyny tego stanu rzeczy to zbyt sztywne reguły fiskalne, efekty dystrybucyjne polityki EBC, efekt nadużycia lub pasażera na gapę. Wynika z tego, że istnieje pilna potrzeba dalszej poprawy zarządzania gospodarczego w strefie euro, gdyż w długim okresie obecne podłoże dla koordynacji fiskalno-monetarnej może być niewystarczające. W tym zakresie wskazane są dalsze badania oraz przeniesienie analizy na szczebel krajowy.

Lukasz Markowski

Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

lukasz.markowski@uwm.edu.pl

<https://orcid.org/0000-0001-8791-1285>

- Adamowicz, E., Dudek, S., Pachucki, D., Walczyk, K. (2012). Synchronizacja wahań cyklicznych w strefie euro. Stan po kryzysie finansowym, [w:] K. Opolski, J. Górski (red.), *Perspektywy integracji ekonomicznej i walutowej w gospodarce światowej. Dokąd zmierza strefa euro*. Warszawa: Wydawnictwo Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego: 157–170.
- Alesina, A., Blanchard, O., Gali, J., Giavazzi, F., Uhlig, H. (2001). *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area*. London: CEPR.
- Allard, C., Koeva Brooks, P., Bluedorn, J.C., Bornhorst, F., Christopherson, K., Ohnsorge, F., Poghosyan, T. (2013). *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*. IMF.
- Barczyk, R. (2012). Determinanty wewnętrznej koordynacji narzędzi fiskalnych i pieniężnych w polityce antycyklicznej. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 74(4): 149–161.

⁵³ Jako alternatywę autor wskazuje kryterium solidności fiskalnej ocenianej niezależnie przez EBC.

⁵⁴ Orphanides (2017): 20–21; Corsetti, Higgins, Pesenti (2016): 151.

- Barczyk, R., Lubiński, M. (2009). *Dylematy stabilizowania koniunktury*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Bénassy-Quéré, A., Ragot, X., Wolff, G.B. (2016). Which fiscal union for the euro area? *Bruegel Policy Contribution* 5: 2–17.
- Blanchard, O., Summers, L. (2017). Rethinking stabilization policy. Back to the future. Conference paper: *Rethinking Macroeconomic Policy*. Peterson Institute for International Economics: 1–25.
- Bofinger, P. (2003). The Stability and Growth Pact neglects the policy-mix between fiscal and monetary policy. *Intereconomics* 38: 4–7.
- Corsetti, G., Dedola, L., Jarociński, M., Maćkowiak, B., Schmidt, S. (2016). Macroeconomic stabilization, monetary-fiscal interactions, and Europe's monetary union. *ECB Working Paper* 1988: 1–29.
- Corsetti, G., Higgins, M., Pesenti, P. (2016). Policies and institutions for managing the aggregate macroeconomic stance of the eurozone, [w:] R. Baldwin, F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union. Views of Leading Economists*. London: CEPR Press: 151–160.
- Cyclical Adjustment of Budget Balances. Autumn 2018. European Commission, DG ECFIN *Economic Forecasts*, 2018.
- De Bonis, V., Della Posta, P. (2009). Strategic interactions among Central Bank and national fiscal authorities in a monetary union subject to asymmetric country shocks. *Open Economies Review* 20(2): 241–263.
- De Grauwe, P., Yuemei, J. (2016). How to reboot the eurozone and ensure its long-term survival, [w:] R. Baldwin, F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union. Views of Leading Economists*. London: CEPR Press: 137–150.
- Ericsson, N., Jansen, E., Kerbeshian, N., Nymoen, R. (1998). Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy. *Conference Papers: Bank for International Settlements* 6: 237–254.
- Hein, E., Truger, A. (2014). Fiscal policy and rebalancing in the euro area: a critique of the German debt brake from a Post-Keynesian perspective. *Panoeconomicus* 61(1): 21–38.
- Heller, J., Kotliński, K. (2012). *Finanse publiczne w krajach UE-15 a uczestnictwo w strefie euro*. *Studia Europejskie* 2: 227–241.
- Hnatyszyn-Dzikowska, A. (2009). *Realizacja stabilizacyjnej funkcji państwa w warunkach europejskiej integracji gospodarczej*. Piła: Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa im. Stanisława Staszica w Pile.
- Kot, A. (2003). Metody kwantyfikacji restrykcyjności monetarnej, fiskalnej oraz policy mix w krajach akcesyjnych. *Bank i Kredyt* 34(6): 20–28.
- Kotliński, K., Warząda, R. (2013). Synchronizacja cykli koniunkturalnych jako kryterium członkostwa w strefie euro. *Ekonomia* 34: 49–64.
- Kucharski, L. (2012). Polityka pieniężna a bezrobocie równowagi w Polsce. *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica* 268: 217–230.
- Levy, M.D. (2001). Don't mix monetary and fiscal policy: why we returned to an old, flawed framework. *Cato Journal* 21(2): 277–283.
- Marszałek, P. (2009). *Koordinacja polityki pieniężnej i polityki fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen*. Warszawa: PWN.
- Orphanides, A. (2017). The fiscal-monetary policy mix in the euro area: challenges at the zero lower bound. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Discussion Paper 060.
- Owsiak, S. (2012). O instytucjonalnych przesłankach trudności w koordynacji polityki monetarnej z polityką fiskalną. *Zeszyty Naukowe, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie* 12: 47–62.
- Pissarides, Ch. (2016). Rebooting Europe: closer fiscal cooperation needed, [w:] R. Baldwin, F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*. London: CEPR Press: 133–136.
- Polański, Z. (2014). Polityka pieniężna i rynki finansowe, [w:] P. Albiński (red.), *Kryzys a polityka stabilizacyjna w Unii Europejskiej*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie: 113–153.
- Pronobis, M. (2013). Czy Europejski Bank Centralny uratuje strefę euro? *Analiza Natolin* 9(68).

- Próchnicki, L. (2011). Polityka monetarna Polski w świetle bezpośredniego celu inflacyjnego. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania* 22: 91–115.
- Skrzypczyńska, J. (2012). Koordinacja polityki fiskalnej i pieniężnej strefy euro w obliczu kryzysu finansowego. *Rocznik Integracji Europejskiej* 6: 289–299.
- Świącicki, I., Michałek, J.J. (2014). Przyczyny trudności koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej w Unii Gospodarczej i Walutowej. *Ekonomia* 39: 147–182.

COORDINATION OF FISCAL AND MONETARY POLICY IN THE EURO AREA BEFORE AND AFTER THE CRISIS

Summary

The importance of the coordination of fiscal and monetary policy significantly increased after the financial crisis of 2007–2008. The achievement of coordinated actions, both in terms of national fiscal policies as well as in the fiscal and monetary area, was intended to support a number of reforms introduced from 2011. The aim of this study is to analyse the coordination of fiscal policies of the euro area Member States and their aggregate attitude with the European Central Bank monetary policy, in two research periods separated by the most important reforms. The scope of the analysis covers the years 1999–2018. The time interval is divided into two sub-periods: the first concerns the years 1999–2010 and the second 2011–2018. The Fiscal Condition Index (FCI) and the correlation coefficient are used to analyse the coordination of the fiscal stance of the euro area countries. The aggregated bias of fiscal policies and monetary policy, estimated using the Monetary Conditions Index (MCI), is presented in the policy mix map. In addition, the relationship between the Policy Mix Index (PMI) and the output gap is estimated. The coordination of national fiscal policies proved to be stronger in the second analysed period. Nevertheless, the analysis of fiscal and monetary coordination does not allow unequivocal conclusions to be drawn. The policy mix in the first analysed period was of a counter-cyclical nature, while in the second – procyclical. There is still an urgent need to further improve economic management in the euro area.

Keywords: coordination; policy mix; monetary policy; fiscal policy; euro area

