Geneza i ewolucja europejskiej wspólnoty stabilności

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł stanowi kompleksową analizę ewolucji europejskiej integracji walutowej, postrzeganej jako wielowarstwowy projekt cywilizacyjny. Autorzy szczegółowo omawiają drogę od systemu z Bretton Woods, przez mechanizm kursowy ERM i jednostkę ECU, aż po przełomowy Traktat z Maastricht i powołanie Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Tekst łączy ujęcie historyczne z fundamentami teoretycznymi, takimi jak model Barro-Gordona, wyjaśniając znaczenie niezależności banku centralnego oraz walkę z niespójnością czasową polityki pieniężnej. Czytelnik pozna techniczne mechanizmy stabilizacji, w tym wskaźniki dywergencji i kryteria konwergencji, a także dowie się o współczesnych wyzwaniach strefy euro, takich jak asymetria fiskalna czy klauzula no bailout. To niezbędna lektura dla osób pragnących zrozumieć, jak Europa balansuje między suwerennością polityczną a wymogami globalnej stabilności gospodarczej w obliczu zmieniającego się mandatu EBC.

This article provides a comprehensive analysis of the evolution of European monetary integration, viewed as a multi-layered civilizational project. The authors detail the path from the Bretton Woods system, through the ERM and the ECU, to the groundbreaking Maastricht Treaty and the establishment of the European System of Central Banks. The text combines a historical perspective with theoretical foundations, such as the Barro-Gordon model, explaining the importance of central bank independence and combating time-inconsistency in monetary policy. The reader will learn about technical stabilization mechanisms, including divergence indicators and convergence criteria, and will also learn about contemporary challenges facing the eurozone, such as fiscal asymmetry and the no-bailout clause. This is essential reading for those seeking to understand how Europe balances political sovereignty with the demands of global economic stability in the face of the ECB's evolving mandate.

Artykuł analizuje Europejski System Walutowy (ESW) i Unię Gospodarczą i Walutową (UGW) nie tylko jako zbiór instytucji i dat, ale jako złożony projekt cywilizacyjny, który ma na celu pogodzenie suwerenności państw narodowych ze stabilnością w globalnej gospodarce. Kluczowa teza głosi, że ewolucja od ESW przez ECU do euro stanowiła próbę zbudowania ponadnarodowej przestrzeni wspólnego działania, w której decyzje makroekonomiczne są uzasadniane w sposób proceduralny, ograniczając pokusę arbitralności i nacjonalistycznych odwetów. Analiza uwzględnia aspekty ekonomiczne, prawne i antropologiczne, aby ukazać, jak kolejne etapy integracji (kryteria konwergencji, Europejski System Banków Centralnych) dążyły do stworzenia wiarygodnego systemu, zdolnego do absorbowania zewnętrznych wstrząsów. Artykuł bada napięcia i aporie tego projektu, zwłaszcza w kontekście kryzysów finansowych i zadłużeniowych, i analizuje różnice w podejściu do stabilności między Niemcami a Skandynawią, by zarysować możliwe scenariusze przyszłej ewolucji UGW.

SŁOWA KLUCZOWE

Europejski System Walutowy | Jednostka rozrachunkowa ECU | Traktat z Maastricht | Europejski System Banków Centralnych | Kryteria konwergencji | Niezależność banku centralnego | Model Barro-Gordona | Wskaźnik dywergencji | Unia Gospodarcza i Walutowa | Stabilność cen | Mechanizm kursowy ERM | Niespójność czasowa polityki | Klauzula no bailout | Asymetria fiskalna | Transmisja polityki pieniężnej

Antropologia i filozofia: fundamenty ładu europejskiego

Z perspektywy ekonomii, prawa i antropologii zarazem Europejski System Walutowy, jednostka rozrachunkowa ECU, Unia Gospodarcza i Walutowa, Traktat z Maastricht czy Europejski System Banków Centralnych nie są jedynie luźnym zbiorem dat i instytucji. Tworzą one jeden, wielowarstwowy projekt cywilizacyjny, w którego ramach Europa próbuje rozstrzygnąć starą aporię nowoczesności: fundamentalną sprzeczność między politycznym żądaniem suwerenności a systemowym wymogiem stabilności w globalnej gospodarce finansowej. Dopiero gdy odczytamy ten wysiłek nie jako serię technicznych korekt, lecz jako próbę rekonstrukcji warunków możliwości wspólnego działania w przestrzeni ponadnarodowej, odsłania się jego prawdziwy sens. Wówczas

staje się jasne, że EMS, ECU, kryteria konwergencji i ESCB to kolejne etapy budowy proceduralnej jedności w uzasadnianiu decyzji makroekonomicznych – odpowiedzi na świat, który z natury sprzyja pokusie arbitralności, nacjonalistycznego odwetu i cynicznej gry wyborczej.

EMS: stabilizacja kursów kosztem suwerenności walutowej

Europejski System Walutowy narodził się z chaosu, jaki pozostawił po sobie upadek porządku z Bretton Woods, z jego sztywnymi kursami i hegemonią dolara. Europa znalazła się wówczas w potrzasku między dwiema skrajnościami. Z jednej strony istniała pokusa iluzorycznej suwerenności państwa narodowego, które wciąż wierzyło, że za pomocą kursu walutowego i autonomicznej polityki pieniężnej jest w stanie samodzielnie kształtować swój los. Z drugiej zaś strony napierała twarda rzeczywistość rosnącego rynku wewnętrznego, który w sferze codziennej wymiany handlowej, kredytu i inwestycji zaczynał funkcjonować niczym jeden organizm. Inicjatywa Helmuta Schmidta i Valéry'ego Giscarda d'Estaing nie była zatem aktem romantycznej wizji, lecz pragmatyczną próbą ujęcia w karby procesów, które i tak nabierały mocy, oraz wbudowania w nie mechanizmu dyscypliny, zdolnego przekształcić groźbę walutowej wojny wszystkich ze wszystkimi w rutynę skoordynowanego działania.

Sercem tego mechanizmu było coś, co w języku ekonomii można określić jako strefę docelową kursów, lecz w perspektywie antropologii instytucji jawi się raczej jako korytarz dopuszczalnej kontyngencji. Wewnątrz tego korytarza państwa godziły się uznać, że ich waluty przestały być wyłącznie narodowymi symbolami suwerenności, a stały się znakami przynależności do szerszej wspólnoty. Techniczne filary tego systemu – obowiązek nieograniczonej interwencji na granicach wahań, użycie ECU jako punktu odniesienia oraz mechanizm kredytów krótkoterminowych – tworzyły razem pierwszy, jeszcze nie w pełni uświadomiony, prototyp Unii Gospodarczej i Walutowej, zdolny do absorbowania zewnętrznych wstrząsów w ramach wspólnego pola decyzyjnego. Asymetryczna pozycja Bundesbanku, który w przeciwieństwie do partnerów nie musiał gromadzić ich walut, podczas gdy oni byli zmuszeni akumulować markę niemiecką, nie jest w tym kontekście prostym dowodem niemieckiej hegemonii. Stanowi raczej świadectwo, że idea wspólnego działania, które opiera się na wzajemnym zrozumieniu, wciąż ustępowała logice jednostronnego autorytetu.

ECU: koszyk walutowy i poligon doświadczalny integracji

Istnieje pewien techniczny detal, często pomijany w publicystycznych opowieściach, który doskonale obrazuje istotę europejskiej transformacji. Chodzi o wskaźnik dywergencji oparty na koszyku ECU, zaprojektowany, by sygnalizować, gdy dana waluta zbytnio oddaliła się od średniej wspólnotowej. Choć w praktyce politycznej bywał on notorycznie ignorowany, stanowił symboliczne przyznanie, że punktem odniesienia nie jest już ani wszechmocny dolar, ani dominująca marka niemiecka, lecz nieuchwytna, uśredniona kondycja całej europejskiej wspólnoty. Ten jeden wskaźnik, stanowiący ledwie zapis w rozporządzeniu, ucieleśnia w miniaturze fundamentalny ruch całego projektu: przesunięcie paradygmatu z jednostronnej suwerenności ku wzajemnemu uznaniu.

W tym właśnie sensie ECU, najpierw jako Europejska Jednostka Rozrachunkowa (EUA), a potem w ramach Europejskiego Systemu Walutowego, było bardziej laboratorium niż prowizorycznym środkiem płatniczym. Pomyślano je bowiem jako uśrednienie ciężarów gospodarczych państw członkowskich, gdzie wagi odpowiadały ich udziałowi w produkcji i handlu. W języku ekonomii oznacza to, że ECU było miarą wewnątrzeuropejskiej struktury siły. W języku antropologii można je natomiast odczytać jako próbę skonstruowania symbolu integracji, który nie narzuca jednej waluty jako imperialnego znaku dominacji, lecz odsłania prawdę, że każda z nich jest tylko częściowym wycinkiem wspólnego projektu. Kiedy później ECU zostaje zamienione na euro w parytecie jeden do jednego, nie jest to jedynie zmiana nazwy. To moment, w którym eksperymentalna miara staje się realną formą pieniądza, a co za tym idzie – realnym nośnikiem roszczeń do stabilności, wiarygodności i długoterminowego zaufania.

Model Barro-Gordona: kotwica wiarygodności antyinflacyjnej

W tym miejscu projekt Unii Gospodarczej i Walutowej napotyka pierwszą z wielu aporii nowoczesności, z którymi przyjdzie mu się zmierzyć. Jak bowiem doprowadzić do sytuacji, w której suweren polityczny dobrowolnie zrzeka się najważniejszego narzędzia krótkoterminowego wpływu na gospodarkę, nie popadając jednocześnie w stan trwałej heteronomii, czyli podległości wobec bezosobowych sił rynku finansowego? Odpowiedź, jakiej udzielili Jacques Delors i architekci Traktatu z Maastricht, opierała się na syntezie wniosków z teorii wiarygodności polityki pieniężnej oraz praktycznych doświadczeń niemieckiego Bundesbanku. Parafrazując Miltona Friedmana,

inflacja jest zawsze i wszędzie zjawiskiem monetarnym, lecz sposób, w jaki społeczeństwa decydują o jej kształcie, pozostaje zjawiskiem instytucjonalnym. To zdanie, choć wywiedzione z odległej tradycji anglosaskiego pragmatyzmu, trafia w samo sedno europejskiej decyzji: nie wystarczy wiedzieć, że inflacja jest skutkiem nadmiernej podaży pieniądza, trzeba jeszcze stworzyć instytucję z mandatem do opierania się pokusie przejściowego ożywienia koniunktury kosztem przyszłej stabilności.

Model Barro-Gordona, z jego kluczową koncepcją niespójności czasowej polityki, nadaje temu dylematowi postać formalnego dowodu. Rząd, który dysponuje możliwością zwiększenia produkcji ponad jej naturalny poziom dzięki zaskakującej inflacji, zawsze będzie odczuwał pokusę, by najpierw obiecywać niską inflację, a następnie, gdy tylko podmioty prywatne dostosują swoje oczekiwania, złamać daną obietnicę. Jednak w świecie racjonalnych oczekiwań taka manipulacja szybko traci skuteczność, pozostawiając społeczeństwo z trwale podwyższoną inflacją i bez żadnego zysku w sferze zatrudnienia. Wyjściem z tej pułapki jest delegacja polityki pieniężnej do niezależnego banku centralnego, którego mandat ogranicza się wyłącznie do stabilności cen. Dzięki temu jego roszczenia do prawdziwości propozycjonalnej mogą być oceniane w przestrzeni intersubiektywnej nie jako wyraz partyjnego interesu, lecz jako konsekwencja bezstronnej reguły.

Autonomia banku centralnego kotwiczy oczekiwania rynkowe

Nadszedł moment, by wprowadzić zapowiedzianą zagadkę logiczną, która nie jest tu stylistycznym ornamentem, lecz narzędziem weryfikacji, czy czytelnik zdołał uchwycić architekturę argumentu na rzecz niezależności banku centralnego. Rozważmy zatem trzy zdania, z których każde odzwierciedla pewną rozumowaniową strukturę w polityce gospodarczej. Zdanie A głosi: jeżeli rząd ma możliwość wywierania nacisku na bank centralny, to prędzej czy później z tej możliwości skorzysta, zwłaszcza w okresie przedwyborczym. Zdanie B stwierdza: jeżeli bank centralny jest wiarygodny w swoim zamiarze utrzymania stabilności cen, to oczekiwania inflacyjne pozostają niskie i zakotwiczone. Wreszcie zdanie C utrzymuje, że jeżeli oczekiwania inflacyjne są niskie i zakotwiczone, to krótkookresowy koszt dezinflacji, mierzony wzrostem bezrobocia, jest relatywnie niewielki.

Przyjmijmy teraz dwie alternatywne konstrukcje instytucjonalne. Pierwsza z nich zakłada, że bank centralny jest formalnie niezależny, lecz pozostawia rządowi prawo do wydawania wiążących wytycznych w sytuacjach nadzwyczajnych. Druga konstrukcja natomiast kategorycznie zakazuje jakichkolwiek instrukcji, nawet w obliczu kryzysu, i wbudowuje w system prawny zakaz finansowania deficytu przez bank. Zapytajmy, w której z tych architektur można, posługując się

rachunkiem zdań, wyprowadzić z przesłanek A, B i C wniosek D, głoszący, że długoterminowa inflacja będzie niska niezależnie od cyklu politycznego. W konstrukcji pierwszej, gdzie furtka dla nacisku pozostaje uchylona, racjonalne podmioty gospodarcze rozszerzą zdanie A, dochodząc do wniosku, że możliwość nacisku w praktyce istnieje zawsze. Wówczas, przez kontrapozycję i modus tollens, upada zdanie B – wiarygodność banku zostaje podkopana. W konsekwencji gaśnie również przesłanka C, a wniosek D staje się niemożliwy do wyprowadzenia.

Dopiero w konstrukcji drugiej, gdzie zakaz jest absolutny, otwiera się droga dla pożądanego ciągu dedukcji. Jeżeli zdanie A jest fałszywe z powodu braku instytucjonalnej możliwości nacisku, to zdanie B o wiarygodności banku może być prawdziwe. Jeśli B jest prawdziwe, to zdanie C o niskich kosztach walki z inflacją zyskuje empiryczne oparcie, a zatem wniosek D, dotyczący niskiej inflacji, jest logicznie wspierany. Zagadkę rozwiązuje ten, kto dostrzeże, że różnica między obiema konstrukcjami leży nie w stopniu formalnej niezależności, lecz w tym, jak prywatne podmioty odczytują spójność całego systemu normatywnego. Ta logiczna miniatura stanowi formalny ekwiwalent argumentacji, która legła u podstaw najbardziej radykalnych zapisów Traktatu z Maastricht. Jeżeli bowiem otworzymy choćby jedną szczelinę dla politycznej arbitralności, racjonalne oczekiwania natychmiast wbudują ją w swoje modele prognostyczne, a cały projekt stabilności cen rozsypie się. To napięcie jest jednym z powodów, dla których status Europejskiego Systemu Banków Centralnych zakotwiczono w prawie pierwotnym, wynosząc go ponad zwykłą ustawę i czyniąc jego zmianę niezwykle trudną.

Kryteria z Maastricht: dyscyplina i rygor konwergencji

Kryteria konwergencji, zapisane w artykule 109j, nie były zatem przypadkowym zbiorem wskaźników, lecz próbą zdefiniowania minimalnych warunków, w których dyskusja o wspólnej walucie nie została od razu zdeterminowana przez partykularne interesy fiskalne poszczególnych państw. Wymóg inflacji nie wyższej niż 1,5 punktu procentowego ponad średnią trzech najlepszych krajów, pułap deficytu sektora rządowego na poziomie 3% produktu krajowego brutto, a także dług publiczny poniżej 60% z wyraźną ścieżką spadkową – wszystko to, wraz ze stabilnym kursem w mechanizmie ERM i kontrolowanymi stopami procentowymi, można z ekonomicznego punktu widzenia uznać za arbitralne. Lecz z perspektywy rekonstrukcji dyskursu europejskiej polityki gospodarczej te reguły były kompromisowym wyrazem czegoś znacznie głębszego. Stanowiły próbę wprowadzenia obiektywizujących zasad, które nie zastępują polityki, ale świadomie ograniczają zakres dopuszczalnych strategii oportunistycznych.

Jeżeli dziś, z perspektywy dekad, ekonomiści tacy jak Paul Krugman, Barry Eichengreen czy – w Europie – Hans-Werner Sinn krytykują konstrukcję z Maastricht, to czynią to nie z pozycji odrzucenia samej idei dyscypliny, lecz z przekonania, że projekt zatrzymał się wpół drogi. Krugman zwraca uwagę, że strefa euro niebezpiecznie przypomina klasyczny standard złota, w którym państwa wiązały się sztywnym kursem bez adekwatnych mechanizmów redystrybucji i dostosowania realnego, przez co kryzysy zadłużeniowe stawały się tak destrukcyjne. Sinn natomiast eksponuje asymetrię między krajami nadwyżkowymi i deficytowymi, którą mechanizm TARGET i brak prawdziwie automatycznych stabilizatorów fiskalnych, czyli narzędzi łagodzących cykliczne wstrząsy, tylko spotęgowały. W obu przypadkach krytyka dotyczy tego samego: w jakim stopniu procedura uzasadniania polityki gospodarczej została faktycznie zakotwiczona we wspólnym dyskursie, a w jakim stopniu pozostawiono ją utożsamioną z interesami najsilniejszych.

Kryzys zadłużenia obnaża wady konstrukcyjne strefy euro

Jeżeli dotąd analizowaliśmy architekturę europejskiej „wspólnoty stabilności" w jej teoretycznym zamyśle, pora zapytać, co stało się z tym projektem, gdy zderzył się z brutalną materią kryzysów: finansowego, zadłużeniowego, pandemicznego i geopolitycznego. Dopiero w tym starciu widać, jak pierwotna teza – w której stabilność cen i dyscyplina fiskalna miały być fundamentem, a nie ozdobnikiem integracji – przechodzi potrójny test prawomocności. Chodzi o wymiar prawdy gospodarczej, a więc skuteczności i spójności systemu; wymiar normatywnej słuszności, czyli sprawiedliwego podziału kosztów i korzyści; oraz wymiar autentyczności, rozumianej jako wiarygodność i przejrzystość działań instytucji wobec obywateli i rynków.

Spoglądając z dystansem na fakty, trzeba przyznać, że w swoim pierwszym ćwierćwieczu Europejski System Banków Centralnych (ESBC) zasadniczo wywiązał się z pierwotnego mandatu. Średnia inflacja w strefie euro oscylowała wokół celu dwóch procent, przez wiele lat utrzymując się nawet poniżej tego progu, co w okresie po kryzysie zadłużeniowym budziło wręcz obawy o deflację. Z perspektywy klasycznej ortodoksji monetarnej konstrukcja z Maastricht po prostu działała, a stabilność cen przestała być w Europie przedmiotem negocjacji. Używając języka filozofii instytucji, ESBC zdołał zakorzenić w świadomości przedsiębiorców, gospodarstw domowych i polityków przekonanie, że inflacja nie jest użytecznym narzędziem politycznym, lecz zakłóceniem, które należy minimalizować.

Jednak ta sama historia ma swoją mroczną stronę. Kryzys zadłużeniowy lat 2010–2012 bezlitośnie obnażył, że obietnica „wspólnoty stabilności" była niepełna. Unia monetarna zbudowana na

kryteriach konwergencji, lecz pozbawiona adekwatnej unii fiskalnej i bankowej, wygenerowała zupełnie nową klasę ryzyka systemowego. Jak zauważył Philip Lane, globalny szok finansowy uderzył w Europę w sposób asymetryczny, ponieważ przepływy kapitałowe, które wcześniej zasilały gospodarki peryferyjne, gwałtownie zmieniły kierunek. Te pozornie neutralne strumienie finansowe wbudowały w system potencjał kryzysu, który eksplodował, gdy okazało się, że klauzula „no bailout" i formalne reguły fiskalne są zbyt słabym orężem, by powstrzymać panikę rynków kwestionujących wypłacalność całych państw.

W tym kontekście decyzje Europejskiego Banku Centralnego – najpierw o programach skupu obligacji, potem o mechanizmie OMT, a wreszcie o kolejnych falach luzowania ilościowego – otwierają drugi akt tej historii. Z czysto prawnego punktu widzenia działania te mieściły się w szerokiej interpretacji mandatu: stabilność cen w długim okresie wymaga przecież sprawnego mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, a ten nie może funkcjonować, gdy rynki długu publicznego ogarnia panika. Jednak z perspektywy idei, w której niezależność banku centralnego legitymizuje się wąskim, technicznym zadaniem, każdy taki krok przesuwał EBC z pozycji strażnika cen w stronę architekta porządku fiskalnego. Dziś jest jasne, że sposób traktowania długu publicznego stał się centralnym elementem europejskiej stabilności finansowej, a zarazem obszarem ogromnej, dyskrecjonalnej władzy banku centralnego.

Tu właśnie ujawnia się logiczna aporia, zakorzeniona w samej strukturze traktatu. Przyjmijmy cztery pozornie spójne zasady. Po pierwsze, ESBC jest niezależny i nie może przyjmować instrukcji od rządów. Po drugie, traktat zabrania mu bezpośredniego finansowania deficytów budżetowych. Po trzecie, stabilność cen wymaga, aby transmisja polityki pieniężnej nie była zakłócana przez kryzysy zaufania na rynkach długu. Po czwarte, rządy zachowują suwerenność w polityce fiskalnej, a więc i w zarządzaniu długiem. Próba jednoczesnego utrzymania tych czterech zasad w warunkach kryzysu prowadzi do praktycznej sprzeczności. Bank centralny staje przed wyborem: albo pozostaje bierny, ryzykując rozpad strefy euro i naruszając trzecią zasadę, albo interweniuje za pomocą instrumentów pośrednich, takich jak skup obligacji na rynku wtórnym. W drugim wariancie, choć formalnie nie łamie drugiej zasady, w praktyce staje się głównym graczem na rynku długu państwowego, kreując popyt na skalę, jakiej rynki nigdy same by nie wytworzyły.

Niemiecki ordoliberalizm vs. model skandynawski

W tym kontekście szczególnie pouczająca staje się różnica między Niemcami a Skandynawią w percepcji problemów, które porusza cały projekt Europejskiego Systemu Monetarnego i jego kolejnych wcieleń. Niemiecka tradycja monetarna, naznaczona zbiorową traumą hiperinflacji z

czasów Republiki Weimarskiej, zinternalizowała stabilność cen jako najwyższe dobro ekonomiczne, niemalże warunek możliwości istnienia liberalnego porządku. Bundesbank był postrzegany nie tylko jako bank centralny, lecz jako moralny autorytet, który z zasady odmawiał podporządkowania się krótkoterminowym interesom politycznym kolejnych rządów. Jak ujął to niegdyś Otmar Issing, pieniądz tracący na wartości jest w istocie formą ukrytej grabieży, dokonywanej przez państwo na własnych obywatelach. Ta ostro sformułowana teza doskonale oddaje niemieckie sprzężenie zwrotne między etosem stabilności a głęboką nieufnością wobec politycznego manipulowania inflacją.

Skandynawia dysponuje jednak odmienną pamięcią historyczną i, co za tym idzie, inną antropologią instytucji. Szwecja i Dania, z ich długą tradycją państwa dobrobytu oraz polityki opartej na konsensusie, skłonne są postrzegać politykę pieniężną jako jedno z wielu narzędzi służących równoważeniu celów, nie zaś jako autonomiczną sferę, hermetycznie odciętą od demokratycznej debaty. Decyzja Szwecji o pozostaniu poza strefą euro, zatwierdzona w referendum, była wyrazem nie tylko lęku o kurs korony, lecz także głębszej obawy, że akcesja oznaczałaby rezygnację z modelu, w którym polityka fiskalna i pieniężna stanowią część wspólnej strategii na rzecz pełnego zatrudnienia. Jednocześnie szwedzki Riksbank, wdrażając reżim bezpośredniego celu inflacyjnego, pokazał, że można połączyć wysoki stopień niezależności banku centralnego z silną kulturą przejrzystości i rozliczalności wobec opinii publicznej. Ten skandynawski wariant nowoczesności nie odrzuca logiki stabilności, ale mocniej obstaje przy tym, że działanie ukierunkowane na wzajemne zrozumienie wymaga większej roli otwartej debaty niż w modelu niemieckim.

W praktyce globalnego biznesu oba te wzorce spotykają się w sposób paradoksalny. Niemiecka odmiana ordoliberalizmu, czyli doktryna podkreślająca rolę państwa w tworzeniu ram dla wolnego rynku, sprzęgnięta z konstrukcją Europejskiego Systemu Banków Centralnych, gwarantuje przewidywalność stóp procentowych i brak pokusy monetarnego ratowania zadłużonych rządów, co jest wysoce atrakcyjne dla międzynarodowego kapitału szukającego bezpiecznej przystani. Z kolei skandynawski model państwa dobrobytu, w którym stabilność makroekonomiczna współistnieje z wysokim poziomem redystrybucji i inwestycji w kapitał ludzki, dowodzi, że ortodoksyjna polityka antyinflacyjna nie musi być sprzeczna z silnym komponentem społecznym. Dla zarządów korporacji oznacza to pewną dwoistość. Z jednej strony euro, oparte na ESBC, zmniejszyło koszty transakcyjne i ryzyko kursowe, pozwalając na optymalizację bilansów, z drugiej jednak brak pełnej unii fiskalnej stworzył nowe ryzyka systemowe, co brutalnie ujawnił kryzys zadłużeniowy. Skandynawskie waluty, pozostające poza euro, są natomiast beneficjentami reputacji stabilnych reżimów inflacyjnych, a jednocześnie zachowują elastyczność kursową, która w sytuacjach kryzysowych stanowi istotny amortyzator wstrząsów.

Next Generation EU: zalążek europejskiej unii fiskalnej

Unia walutowa nie jest bynajmniej bytem statycznym; podlega ciągłej ewolucji. Doświadczenia kryzysu zadłużeniowego i pandemii stały się katalizatorem dla instrumentu Next Generation EU, który po raz pierwszy na dużą skalę wprowadził wspólne zadłużenie w celu finansowania grantów i pożyczek na odbudowę oraz transformację zieloną i cyfrową. Ten ruch stanowił radykalne zerwanie z dotychczasową ortodoksją. Z jednej strony przełamał bowiem tabu, wedle którego wspólna waluta nie potrzebuje wspólnego długu, z drugiej zaś uczynił z warunkowości – czyli ścisłego powiązania wypłat z reformami i projektami – nową oś relacji między centrum a peryferiami. Nowsze analizy potwierdzają, że NGEU zrewitalizował ten instrument, przekształcając go w narzędzie nakierowywania polityk krajowych na cele unijne, obejmujące już nie tylko wymiar makroekonomiczny, lecz także klimatyczny, cyfrowy i praworządnościowy.

Europejski porządek gospodarczy wszedł tym samym w fazę, w której finansowa wspólnota stabilności, zorientowana na unikanie kryzysów, musi zostać uzupełniona o wspólnotę transformacji, zdolną mobilizować zasoby na cele długookresowe. Globalny biznes interpretuje tę zmianę jako zapowiedź powstania nowej klasy aktywów. Wspólny dług unijny, gdyby z tymczasowego instrumentu przekształcił się w trwały filar budżetu, mógłby stać się europejskim odpowiednikiem bezpiecznego aktywa skarbowego – płynnego, wiarygodnego i wolnego od ryzyka pojedynczego państwa. Dyskusje nad tym, czy i jak uczynić wspólny dług elementem stałym, toczą się już w debacie eksperckiej i politycznej.

Głębię tej zmiany symbolizuje, niczym synekdocha, pozornie techniczny zapis, wedle którego obligacje NGEU mają termin zapadalności w 2058 roku, a więc daleko poza horyzontem jakiejkolwiek obecnej kadencji politycznej. Europa uczy się myśleć o swojej stabilności nie tylko jako o unikaniu wstrząsów, lecz także jako o zdolności do planowania i finansowania ogromnych, wielodekadowych inwestycji w obronność, klimat i technologię. W tym nowym porządku Europejski System Banków Centralnych przestaje być wyłącznie strażnikiem inflacji. Staje się natomiast jednym z węzłów w złożonej sieci, w której bank centralny, Komisja, Eurogrupa i parlamenty narodowe współtworzą to, co można by nazwać dyskursem strategicznej stabilności.

Ryzyko klimatyczne: nowe wyzwanie dla mandatu ESCB

Napięcie to krystalizuje się w debacie toczącej się wewnątrz Europejskiego Systemu Banków Centralnych na temat tak zwanej zielonej polityki pieniężnej. Z jednej strony mamy bowiem klasyczną tezę o neutralności banku centralnego, zgodnie z którą nie powinien on faworyzować

żadnego sektora gospodarki, lecz pozostawić decyzje alokacyjne mechanizmom rynkowym. Z drugiej jednak strony rośnie świadomość, że bierność wobec ryzyka klimatycznego sama w sobie jest decyzją alokacyjną – tyle że ukrytą. Gdy bank centralny akceptuje w swoim systemie zabezpieczeń obligacje firm o wysokim śladzie węglowym na identycznych zasadach jak dług podmiotów niskoemisyjnych, wysyła sygnał, że ryzyka te są w jego ocenie równoważne, choć w rzeczywistości nie są. Gdyby jednak zaczął różnicować warunki w zależności od profilu klimatycznego, wkroczyłby w sferę, którą sam tradycyjnie uznawał za politycznie zapalną.

Z perspektywy rekonstrukcji europejskiego dyskursu gospodarczego dylematu tego nie da się rozwiązać poprzez odwołanie do samej tylko retoryki technicznej. Należy raczej przyjąć, że roszczenia do prawdziwości propozycjonalnej, które ESBC zgłasza w kwestii inflacji i stabilności finansowej, są nierozerwalnie splecione z roszczeniami do normatywnej słuszności i autentyczności, odnoszącymi się do sposobu, w jaki instytucja komunikuje swoje decyzje społeczeństwu oraz rynkom. Kiedy zatem bank centralny argumentuje, że uwzględnienie ryzyka klimatycznego jest konieczne dla długofalowej stabilności cen, nie porzuca on neutralności na rzecz partykularnej ideologii. Poszerza jedynie zakres analitycznych przesłanek, jakie bierze pod uwagę, zachowując przy tym fundamentalny wymóg wewnętrznej spójności.

Cyfrowe euro: fundament suwerenności płatniczej

Cyfrowa forma pieniądza banku centralnego staje się zatem areną, gdzie ścierają się trzy fundamentalne imperatywy: stabilność, innowacja oraz kontrola. Projekt cyfrowego euro, nad którym pracują Europejski System Banków Centralnych i krajowe banki centralne, stanowi odpowiedź na potrójne wyzwanie. Jest reakcją na rosnącą dominację prywatnych systemów płatniczych, zwłaszcza globalnych platform technologicznych tworzących własne, quasi-walutowe ekosystemy. Stanowi również zabezpieczenie przed utratą suwerenności nad krajowym systemem płatniczym na rzecz aktorów zewnętrznych, tak komercyjnych, jak i państwowych. Wreszcie jest próbą adaptacji instrumentów polityki pieniężnej do rzeczywistości, w której tradycyjny podział na pieniądz banku centralnego i depozyt bankowy ulega zatarciu.

W wymiarze czysto teoretycznym cyfrowe euro nie rewolucjonizuje istoty pieniądza; poszerza jedynie krąg podmiotów mających bezpośredni dostęp do pasywów banku centralnego, włączając w to gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. Jednakże w praktyce gospodarczej jego wprowadzenie może fundamentalnie przemodelować krajobraz konkurencji w sektorze finansowym, a zarazem wzmocnić zdolność ESBC do oddziaływania na płynność i stabilność systemu w momentach kryzysu. Dla zarządów korporacji implikuje to konieczność

przeprojektowania architektury systemów płatniczych, redefinicji relacji z bankami oraz rewizji modeli zarządzania gotówką i ryzykiem operacyjnym. Dla globalnego biznesu projekt ten stanie się swoistym papierkiem lakmusowym, testującym zdolność Unii Gospodarczej i Walutowej do pogodzenia stabilności z innowacją, bez popadania w pułapkę nadmiernej koncentracji władzy w rękach nielicznych, globalnych platform.

Architektura EMU: nawigacja dla globalnych korporacji

Jeżeli dotychczasowa analiza instytucjonalnej logiki EMS, ECU i Unii Gospodarczej i Walutowej odsłoniła zarówno ich wewnętrzną spójność, jak i aporie, to ostatnim krokiem musi być zejście z poziomu systemowego na grunt strategicznych deliberacji. Wchodzimy do świata podmiotów zbiorowych, które operują w rzeczywistości ustrukturyzowanej przez ten porządek: zarządów korporacji, rad nadzorczych, właścicieli kapitału, a także menedżerów odpowiedzialnych za ryzyko, finansowanie i lokalizację produkcji. W tym środowisku wiedza o EMU nie jest egzotyczną erudycją, lecz kluczowym instrumentem orientacji, a nierzadko wręcz formą ubezpieczenia epistemicznego przed błędami, które rodzą się z traktowania makroinstytucji jako neutralnego tła dla strategii przedsiębiorstwa.

Z perspektywy zarządu transnarodowego koncernu decyzje o umiejscowieniu fabryk, centrów badawczych czy usług finansowych zawsze zawierają komponent oceny reżimu monetarnego i fiskalnego oraz jego wiarygodności. W świecie podzielonym na obszary walutowe fundamentalna różnica przebiega między przestrzeniami oferującymi stabilną, głęboko zakorzenioną w instytucjach kotwicę monetarną a tymi, które traktują kurs walutowy jako instrument doraźnej reakcji na kryzysy. Unia, z Europejskim Systemem Banków Centralnych jako strażnikiem stabilności cen, należy do pierwszej kategorii. Jej specyfika polega jednak na tym, że jest to kotwica ponadnarodowa, oderwana od pojedynczego państwa. Dla kapitału globalnego jest to zarazem szansa i wyzwanie. Szansa, ponieważ redukcja niepewności kursowej i inflacyjnej na obszarze kilkunastu gospodarek ułatwia długoterminowe planowanie. Wyzwaniem pozostaje fakt, że ryzyko polityczne nie znika, lecz jedynie zmienia postać: zamiast pytać o trwałość jednej konstytucji narodowej, trzeba pytać o stabilność porządku traktatowego, który wymaga nieustannej reprodukcji w procedurach wielostronnych.

Zarząd korporacji działającej równolegle w Niemczech i w Skandynawii staje zatem w obliczu podwójnej logiki. W strefie euro korzysta z jednolitego pieniądza, systemu płatniczego i rynku finansowego, poddanych wspólnej polityce pieniężnej. W Skandynawii operuje w otoczeniu walut narodowych, które, choć stabilne, zachowują możliwość reakcji kursowej, a jednocześnie

funkcjonują w kontekście fiskalnym ukształtowanym przez silne państwa opiekuńcze. Dla komórek odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem oznacza to konieczność budowy dwóch oddzielnych, choć powiązanych, map ryzyka. W strefie euro kluczowym parametrem staje się nie tyle kurs walutowy, ile spread długu publicznego, kondycja systemu bankowego oraz bieżąca interpretacja mandatu ESBC przez jego Radę Prezesów. W Skandynawii zaś na pierwszy plan wysuwa się wiarygodność lokalnej polityki fiskalnej i monetarnej oraz zdolność banków centralnych do obrony swojej autonomii w starciu z globalnymi przepływami kapitału.

W praktyce finansowania korporacyjnego przekłada się to na serię konkretnych wyborów. Emisja obligacji w euro, z punktu widzenia kosztu kapitału, wydaje się naturalnym ruchem dla emitenta pragnącego skorzystać z głębi europejskiego rynku i statusu euro jako jednej z dwóch głównych walut rezerwowych świata. Jednocześnie emisja długu w koronach skandynawskich może stanowić instrument dywersyfikacji, a czasem także sygnał zaufania do lokalnych rynków i inwestorów. Dla zarządów myślących w horyzoncie dekad zasadniczym pytaniem nie jest więc to, czy euro przetrwa. Pytanie brzmi: jaka będzie dynamika relacji między euro a innymi walutami europejskimi oraz czy integracja fiskalna i finansowa EMU pójdzie w stronę

Stabilność cen a wymogi sprawiedliwej transformacji

Gdy podniesiemy debatę o ESW, ECU, UGW, traktacie z Maastricht i Europejskim Systemie Banków Centralnych ponad techniczne parametry inflacji, deficytu i długu, stajemy przed fundamentalnym pytaniem. Nie chodzi już bowiem o wskaźniki, lecz o rekonstrukcję warunków możliwości europejskiego współistnienia. Pytanie to, długo omijane przez ekonomistów jako zbyt bliskie filozofii politycznej, brzmi: czy da się obronić architekturę wspólnoty stabilności, w której prymat mają stabilność cen i dyscyplina fiskalna, nie lekceważąc jednocześnie roszczeń do sprawiedliwości społecznej i ekologicznej? Roszczenia te artykułuje dziś nie tylko europejskie społeczeństwo, ale i globalny biznes, który pojął, że bez stabilności klimatu nie ma mowy o stabilności makroekonomicznej.

Odpowiedź, jaką daje klasyczna doktryna ordoliberalna, która najsilniej ukształtowała niemiecką myśl instytucjonalną, a przez to i konstrukcję ESBC, jest jednoznaczna: stabilność poprzedza sprawiedliwość. Najpierw należy poskromić arbitralność polityki fiskalnej i trwale zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne, a dopiero na tym fundamencie można rozmawiać o dystrybucji dochodu i majątku. Jak argumentował Walter Eucken, porządek rynkowy wymaga żelaznych ram prawnych, które uniemożliwiają stosowanie przymusu; tylko wewnątrz nich wolność gospodarcza staje się czymś więcej niż prawem silniejszego. Europejska wersja tego porządku przenosi tę intuicję na

poziom ponadnarodowy, gdzie ESBC, jako niezależny strażnik wartości pieniądza, jest instytucjonalnym wcieleniem tezy, że to, co wspólne, nie może stać się zakładnikiem partykularnych interesów rządów.

Scenariusze dla Europy: między fragmentacją a federacją

To prowadzi do najważniejszej prowokacji intelektualnej, jaką należy postawić przed zarządami globalnych korporacji. W świetle dotychczasowych doświadczeń bardziej prawdopodobne jest bowiem nie to, że Unia Gospodarcza i Walutowa spektakularnie się rozpadnie, lecz że będzie powoli ewoluować przez serię kryzysów i kompromisów. Kierunkiem tej ewolucji wydaje się quasi-federacyjna konstrukcja fiskalna, z rosnącym znaczeniem wspólnego długu i stałym, choć kontestowanym, rozszerzaniem mandatu Europejskiego Systemu Banków Centralnych na obszary klimatu, ryzyka finansowego czy bezpieczeństwa. Nowe reguły fiskalne, oparte na indywidualnych ścieżkach dostosowawczych, już dziś oznaczają odejście od czystej logiki wskaźników na rzecz bardziej zniuansowanej oceny. W oczach globalnego biznesu trend ten będzie zapewne interpretowany jako przejście od kodeksu o brutalnej prostocie, której w praktyce nader często uchybiano, do ładu bardziej złożonego, ale też bardziej realistycznego. Ładu, który akceptuje, że zielona i cyfrowa transformacja wymagają wydatków i długu, jakich nie da się już zmieścić w starej matrycy.

Ryzyko polega na tym, że w trakcie tej ewolucji można utracić klarowność mandatu. Jeżeli ESBC zostanie wciągnięty zbyt głęboko w funkcję „ostatniego gwaranta" nie tylko stabilności cen, lecz także integralności długu publicznego i powodzenia transformacji, jego roszczenia do niezależności i technicznej racjonalności będą coraz częściej podważane. Staną się postrzegane jako przykrywka dla decyzji o ogromnych skutkach redystrybucyjnych. Już dziś rośnie literatura naukowa, która dekonstruuje prostą opowieść o „neutralności" programu skupu aktywów, demaskując świadome wybory polityczne ukryte w strukturze zakupów, preferencjach dla określonych typów długu czy kryteriach integracji ryzyka klimatycznego.

Jeżeli potraktować serio wymogi rekonstrukcji dyskursu, jakie stawia przed nami projekt UGW, kolejnym etapem nie może być po prostu dalsze „techniczne" poszerzanie instrumentarium ESBC. Musi nim być odbudowa procedur, w których roszczenia do prawdziwości, słuszności i autentyczności są na nowo kalibrowane. Oznacza to mocniejsze sprzężenie niezależności banku centralnego z rozbudowanym systemem rozliczalności, który obejmuje nie tylko raporty i wysłuchania, ale realny dialog z parlamentami i społeczeństwem obywatelskim. Dialog, w którym

instrumenty takie jak skup aktywów czy integracja kryteriów klimatycznych są otwarcie dyskutowane w kategoriach nieuchronnych wyborów politycznych, a nie technokratycznych konieczności.

W tym sensie najbardziej racjonalny profetyzm, na jaki możemy sobie pozwolić, polega na uznaniu dwóch możliwych dróg, z których żadna nie jest łatwa. Albo Europa zdecyduje się domknąć projekt Delorsa w kierunku pełniejszej unii fiskalnej i politycznej, z wyraźnie zdefiniowaną odpowiedzialnością demokratyczną za działania ESBC, albo powróci do stanu, który można by nazwać ponownie sfederalizowaną wielowalutowością. W tym drugim scenariuszu euro staje się jedną z kilku silnych walut w przestrzeni europejskiej, obok korony szwedzkiej, duńskiej, a być może też odrodzonych walut narodowych. Obie drogi wymagają roztropnego ryzyka, czyli gotowości do porzucenia komfortu półśrodków.

Globalny biznes, który z natury nie lubi radykalnych bifurkacji, będzie instynktownie optował za wariantem pierwszym – stopniową federalizacją fiskalną, ponieważ zapewnia ona dłuższy horyzont przewidywalności. Już teraz największe korporacje finansowe traktują wspólne obligacje unijne jako zaczątek nowej klasy bezpiecznych aktywów. Jeżeli UGW pójdzie w tę

Makroświadomość instytucjonalna: wymóg dla korporacji

Dla rad nadzorczych oznacza to konieczność wpisania wiedzy o Unii Gospodarczej i Walutowej w system nadzoru nad ryzykiem strategicznym. Nie wystarczy już, aby jedynie dyrektor finansowy rozumiał mechanikę Europejskiego Banku Centralnego i specyfikę kryteriów konwergencji. Cały organ nadzorczy, który firmuje odpowiedzialność za ciągłość przedsiębiorstwa, musi umieć odczytać, jakie konsekwencje dla firmy niesie zmiana unijnych reguł fiskalnych, decyzja o przedłużeniu wspólnych instrumentów zadłużenia czy wprowadzenie cyfrowego euro. W pewnym sensie EMU wymusza na korporacjach coś, co można nazwać makroświadomością instytucjonalną. Kto jej nie posiada, ten wchodzi w relację z porządkiem monetarnym jako bierny odbiorca decyzji, których sensu nie pojmuje – co w świecie niepewności jest luksusem na krótką metę, a w dłuższej perspektywie zaproszeniem do katastrofy.

Warto w tym miejscu powrócić do różnicy między Skandynawią a Niemcami, tym razem widzianej okiem finansisty. W Niemczech ordoliberalny etos i centralna rola euro tworzą środowisko, w którym korporacje wychowuje się do myślenia w kategoriach twardych zasad i równowagi. Skandynawia z kolei, choć pozostaje poza strefą euro, jest głęboko włączona w europejski rynek

finansowy i regulacyjny. Tamtejsze firmy są więc szkolone do funkcjonowania w trybie podwójnej adaptacji. Z jednej strony muszą respektować własne reguły fiskalne i monetarne, z drugiej zaś uwzględniać, że standardy regulacyjne, rachunkowe czy klimatyczne są de facto kształtowane w Brukseli i Frankfurcie. Ten podwójny ruch czyni z nich laboratorium, w którym w praktyce testuje się, jak funkcjonować na styku różnych reżimów walutowych.

Z antropologicznego punktu widzenia można powiedzieć, że EMU wymusza na podmiotach gospodarczych przejście od logiki zamkniętego państwa narodowego ku logice wielopoziomowej, w której decyzje ekonomiczne zawsze zakładają współistnienie wielu porządków normatywnych. Dla zarządów korporacji oznacza to, że ich własna samowiedza – czyli sposób, w jaki rozumieją swoje cele, ograniczenia i odpowiedzialność – musi zostać przekształcona. Perspektywa czysto bilansowa już nie wystarcza. Trzeba przyjąć taką, w której bilans przedsiębiorstwa jest zanurzony w bilansie instytucjonalnym EMU, a ten z kolei w szerszym bilansie klimatycznym i geopolitycznym.

W tej optyce szczególnie interesujący staje się wątek cyfrowego euro. Dla zwykłego obserwatora jest to techniczna innowacja. Dla zarządu banku lub dużej firmy handlowej oznacza jednak konieczność przeprojektowania całej architektury relacji z klientami, dostawcami i nadzorem. Cyfrowe euro może bowiem z jednej strony wzmocnić pozycję Europejskiego Systemu Banków Centralnych jako centralnego aktora systemu płatniczego, z drugiej zaś zmniejszyć zależność od globalnych platform, które dziś pośredniczą w ogromnej części transakcji. Dla korporacji, które już teraz inwestują we własne systemy płatności, portfele cyfrowe czy programy lojalnościowe, cyfrowe euro może być szansą na włączenie się w nową infrastrukturę. Może też stać się zagrożeniem, jeżeli nie zdołają dostosować się do nowych standardów.

Także tutaj widać wyraźne różnice między podejściem skandynawskim i niemieckim. W Skandynawii poziom cyfryzacji płatności jest tak wysoki, że gotówka staje się zjawiskiem marginalnym, a społeczeństwo w praktyce przeszło już do reżimu pieniądza niemal wyłącznie cyfrowego. W Niemczech przywiązanie do gotówki pozostaje silne, a sceptycyzm wobec dalszego poszerzania cyfrowej kontroli nad obiegiem pieniądza jest głęb

> Czy w pogoni za stabilnością nie zatracimy z oczu celu, jakim jest sprawiedliwe i zrównoważone współistnienie? Europejski projekt, balansując między techniczną efektywnością a społeczną akceptacją, nieustannie testuje granice tego, co wspólne. Być może przyszłość Europy zależy od znalezienia odpowiedzi na pytanie, jak uczynić stabilność fundamentem, a nie przeszkodą w budowaniu lepszego świata.

Inspiracje

[1] **"European Monetary Integration"** Daniel Gros, Niels Thygesen

1992 | Longman

Niemiecki ekonomista specjalizujący się w europejskiej polityce monetarnej i fiskalnej, finansach międzynarodowych i bankowości. Dyrektor Instytutu Polityki Europejskiej (IEP) na Uniwersytecie Bocconi. Wcześniej dyrektor CEPS (2000-2020). Doktorat z ekonomii na Uniwersytecie w Chicago.

German economist specializing in European monetary and fiscal policy, international finance, and banking. Director of the Institute for European Policymaking (IEP) at Bocconi University. Formerly Director of CEPS (2000-2020). PhD in Economics from the University of Chicago.

Bocconi University

Niels Thygesen jest emerytowanym profesorem ekonomii międzynarodowej na Uniwersytecie Kopenhaskim. Znany jest z prac nad europejską integracją monetarną i finansową oraz był członkiem Komitetu Delorsa. Doradzał również rządowi duńskiemu i organizacjom międzynarodowym.

***Niels Thygesen** is Professor Emeritus of International Economics at the University of Copenhagen. He is known for his work on European monetary and financial integration and was a member of the Delors Committee. He also advised the Danish government and international organizations.*

University of Copenhagen

Literatura uzupełniająca

Książki

Autorzy przywoływani w artykule:

[1] **"Banking Union as a Shock Absorber: Lessons for the Eurozone from the US"**

Daniel Gros, Ansgar Belke

2015 | Centre for European Policy Studies

Literatura pokrewna (Google Scholar):

[2] "Arguing with Zombies: Economics, Politics, and the Fight for a Better Future"

Paul Krugman

2020 | W. W. Norton & Company

[3] "Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939"

Barry Eichengreen

1992 | Oxford University Press

[4] "Men and Powers: A Political Retrospective"

Helmut Schmidt

1990 | Random House

[5] "Unser Jahrhundert: Ein Gesprach"

Fritz Stern, Helmut Schmidt

[6] "Démocratie française"

Valéry Giscard d'Estaing

1976 | Fayard

[7] "Europa, la dernière chance de l'Europe"

Valéry Giscard d'Estaing

XO

[8] "Learning: The Treasure Within: Report to UNESCO of the International Commission on Education for the Twenty-first Century"

Jacques Delors

1996 | UNESCO

[9] "A Monetary History of the United States, 1867-1960"

Milton Friedman, Anna Schwartz

1963 | Princeton University Press

[10] "Economic Growth"

Robert J. Barro, Xavier Sala-i-Martin

2004 | MIT Press

[11] **"End This Depression Now!"**

Paul Krugman

2012 | W. W. Norton & Company

Artykuły naukowe

Autorzy przywoływani:

[1] **"Steps towards a European Fiscal Union: Has the revised Stability and Growth Pact delivered so far?"**

Marin Mileusnic

2021 | Journal of Contemporary European Research

Google Scholar

[2] **"A computational biomarker of idiopathic generalized epilepsy from resting state EEG"**

Helmut Schmidt, Wessel Woldman, et al.

2016 | Epilepsia

[3] **"Dynamics on Networks: The Role of Local Dynamics and Global Networks on the Emergence of Hypersynchronous Neural Activity"**

Helmut Schmidt, George H. Petkov, M. Richardson, John R. Terry

2014 | PLoS Comput. Biol.

[4] **"A Study on Central Banks and Social Responsibility: the Case of the ESCB"**

Raffaele Felicetti

2024 | Journal of Financial Regulation

Google Scholar

[5] **"Recent Patterns of Economic Alignment in the European (Monetary) Union"**

Jesus Crespo Cuaresma, Jaroslava Hurt, Maria Antoinette Silgoner

2021 | MDPI

Google Scholar

[6] **"Inflation and Unemployment"**

Milton Friedman

1977 | Journal of Political Economy

Google Scholar

[7] **"The Role of Monetary Policy"**
Milton Friedman
1968 | The American Economic Review

[8] **"A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model"**
Robert J. Barro, David B. Gordon
1983 | Journal of Political Economy

[9] **"Rational Expectations and the Role of Monetary Policy"**
Robert J. Barro
1976

[10] **"Trade Wars, Nominal Rigidities and Monetary Policy"**
Paul R. Bergin, Giancarlo Corsetti
2020 | NBER
Google Scholar

[11] **"Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach"**
G.B. Eggertsson, P. Krugman
2012 | The Quarterly Journal of Economics
Google Scholar

[12] **"Evaluating the Outcomes of Monetary and Fiscal Policies in the EU in Times of Crisis: A PLS-SEM Approach"**
Katarzyna Kuziak, Agnieszka Kurdyś-Kujawska
2021 | MDPI
Google Scholar

[13] **"The Political Scar of Epidemics"**
Barry Eichengreen, Cevat Aksoy, Orkun Saka
2024 | Economic Journal

[14] **"Inflation Targeting in India: A Further Assessment"**
Barry Eichengreen, Poonam Gupta
2025 | Margin: The Journal of Applied Economic Research

[15] **"Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility"**
Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershäuser
2012 | International Tax and Public Finance
Google Scholar

[16] **"The ECB's Fiscal Policy"**
Hans-Werner Sinn
2018 | International Tax and Public Finance

[17] **"Apolitical Money – An Illusion?"**
Otmar Issing
2023 | The Economists' Voice
Google Scholar

[18] **"Central Banks – independent or almighty?"**
Otmar Issing
2021 | SAFE Policy Letter
Google Scholar

Artykuły pokrewne (Google Scholar):

[19] **"EUropean Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union"**
D Gros, D Schoenmaker
2014 | JCMS: Journal of Common Market Studies

[20] **"The global financial crisis: Causes and cures"**
J Carmassi, D Gros, S Micossi
2009 | JCMS: Journal of Common Market Studies

[21] **"A note on the trade potential of Central and Eastern Europe"**
D Gros, A Gonciarz
1996 | European journal of political economy

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 6eddd0d9-d8b1-44d1-a948-72fe333d93a0