

*dr Grzegorz Tchorek*<sup>1</sup>

---

Uniwersytet Warszawski

## **Źródła kryzysu a nowe rozwiązania instytucjonalne w strefie euro**

### **Wprowadzenie**

Przed kryzysem finansowym w dyskusji na temat zamiany złotego na euro podnoszono głównie problem gotowości polskiej gospodarki do przyjęcia wspólnej waluty. Zakładano jednocześnie, że mechanizmy funkcjonowania strefy euro są względnie efektywne, a główne źródła zagrożeń mogą wynikać z nietrwałości spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej i realnej przez polską gospodarkę.

Kryzys obnażył jednak wiele słabości strefy euro. W efekcie podejmowanych działań naprawczych, reguły przyszłego funkcjonowania będą znacząco różne od tych, które obowiązywały przed kryzysem. Trudność w odpowiedzi na pytanie, jak kierować procesem integracji walutowej w Polsce, polega na tym, że trzeba oceniać dwa aspekty bilansu integracji walutowej. Z jednej strony należy spojrzeć na to w jakim stopniu wdrażane reformy doprowadzą do usunięcia błędów konstrukcyjnych strefy euro, z drugiej, jak w tej nowej rzeczywistości może się odnaleźć polska gospodarka.

W tekście podjęto próbę oceny zdolności strefy euro do sprawnego funkcjonowania w efekcie podjętych i planowanych reform. Przedstawiono do dyskusji zarys modelu instytucjonalnego UE stanowiący kompromis pomiędzy obecnym, mocno zdecentralizowanym podejściem do prowadzenia polityki gospodarczej, a silnie scentralizowanym, uznawanym za pożądany dla poprawy jakości funkcjonowania strefy euro i UE.

---

<sup>1</sup> Autor dziękuje Zuzannie Gromiec oraz Michałowi Rubaszkwowi za uwagi do wcześniejszych wersji niniejszego tekstu.

## 1. Założenia teoretyczne konstrukcji strefy euro a źródła kryzysu

Wśród argumentów ekonomicznych za utworzeniem strefy euro wymieniano przede wszystkim eliminację ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych związanych z funkcjonowaniem różnych walut. Czynnikiem ten miał prowadzić do uruchomienia istotnych przemian w sferze finansowej i realnej gospodarek strefy euro. Zakładano, że integracja walutowa ustabilizuje oczekiwania inflacyjne, stanowiące w latach 70. i 80. główne źródło niestabilności makroekonomicznej. Doświadczenia kryzysów zadłużeniowych lat 80. i kryzysów walutowych lat 90. sugerowały ponadto, że brak ryzyka kursowego może ograniczyć ryzyko makroekonomiczne wynikające ze spekulacji walutowej i zagrożenie bankructwem związane z tzw. grzechem pierworodnym (Eichengreen i in. 2003)<sup>2</sup>. Połączony za sprawą wspólnej waluty i jednolitej polityki pieniężnej duży i zintegrowany rynek finansowy miał sprzyjać dostępności do znacznej puli oszczędności i stymulować procesy konwergencji realnej. Jednocześnie zakładano, że zintegrowane rynki finansowe mogą działać jak mechanizm absorbowania szoków asymetrycznych i będą sprzyjać jednorodnej transmisji polityki pieniężnej (Kalemli-Ozkan i in. 2001) – por. tab. 1. W sferze realnej gospodarki przyjęcie euro miało zwiększać efektywność działania mechanizmów rynkowych w skali całego obszaru walutowego poprzez większą przejrzystość cen, konkurencję, wzrost handlu i inwestycji (Mongelli, De Grauwe 2005) oraz kontynuację rozpoczętych na drodze do strefy euro reform strukturalnych (Duval, Emelskov 2006).

W oparciu o powyższe postulaty pojawiły się oczekiwania, że jeśli nawet kraje nie są w pełni gotowe do udziału w strefie euro (nie spełniają kryteriów optymalnego obszaru walutowego), to za sprawą efektów, które wspólna waluta może uruchomić, łatwiej będzie tę gotowość uzyskać już wewnątrz unii walutowej (Frankel, Rose 1996). Na skutek wzrostu handlu i powiązań gospodarczych w ramach unii walutowej miała nastąpić konwergencja poziomów dochodów i korelacja cykli ekonomicznych.

W świetle ocen dokonywanych do 2008 r. wydawało się, że wiele z powyższych pozytywnych postulatów integracji walutowej zostało zrealizowanych. Niemniej kryzys lat 2008–2012 ujawnił wiele słabości dotychczasowego funkcjonowania strefy euro, a sam jego przebieg przyczynił się do pogłębienia wielu dysfunkcji systemu wspólnej waluty. Sporządzając bilans już niemal piętnastolecia strefy euro można twierdzić, że zarówno w sferze finansowej, jak i realnej, unifikacja walutowa w Europie nie spełniła wszystkich pokładanych w niej nadziei. W wielu obszarach

---

<sup>2</sup> Na tzw. grzech pierworodny (*origin sin*) skazane są kraje rozwijające się pożyczając w walutach obcych i eksponując się tym samym na znaczne ryzyko walutowe oraz ryzyko utraty zdolności obsługi długu w efekcie głębokiej dewaluacji waluty krajowej.

Tabela 1  
Założenia makroekonomiczne a rzeczywiste efekty funkcjonowania strefy euro

Przed kryzysem zakładano, że:	W efekcie kryzysu okazało się, że:
<b>eliminacja ryzyka kursowego</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– ograniczy ryzyko makroekonomiczne stabilizując oczekiwania inflacyjne i zwiększy efektywność mechanizmów rynkowych poprzez eliminację <i>home bias</i><sup>a)</sup></li> <li>– zmniejszy zagrożenie bankructwem państwa członkowskiego strefy euro z uwagi na brak ryzyka kryzysu walutowego i eliminację problemu tzw. grzechu pierworodnego (<i>origin sin</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– może prowadzić do innych ryzyk i dysfunkcji mechanizmów rynkowych np. nadmiernego zadłużania i boomów kredytowych</li> <li>– może prowadzić do podatności na zarażanie i spekulację w innych niż rynek walutowy segmentach rynku finansowego</li> <li>– może narażać państwa strefy euro na większe ryzyko bankructwa z uwagi na brak możliwości monetyzacji długu</li> </ul>
<b>konwergencja strukturalna</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– będzie postępowała na skutek intensyfikacji wymiany handlowej i synchronizacji cykli gospodarczych – endogeniczność kryteriów Optymalnego Obszaru Walutowego</li> <li>– będzie stymulowana reformami strukturalnymi dzięki dyscyplinie rynkowej i braku możliwości korzystania z osłabienia waluty krajowej jako instrumentu korekty konkurencyjności – tzw. argument TINA (<i>There Is No Alternative</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– nie nastąpiła, a w jej miejsce pojawiły się dywergencje na skutek: <ul style="list-style-type: none"> <li>• znacznego zróżnicowania gospodarek w momencie utworzenia strefy euro</li> <li>• pogłębiania różnic w wyniku procyklicznej polityki makroekonomicznej (pieniężnej, fiskalnej i finansowej)</li> <li>• braku elastyczności struktur gospodarczych i zdolności do trwałego wypełnienia kryteriów z Maastricht</li> </ul> </li> </ul>
<b>integracja rynków finansowych</b>	
<p>będzie sprzyjała:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– rozwojowi gospodarstwu</li> <li>– finansowaniu nierównowag bilansów płatniczych</li> <li>– łagodzeniu szoków poprzez mechanizm tzw. portfolio <i>risk-sharing</i></li> <li>– jednolitej transmisji polityki pieniężnej</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– przyczyniła się do zjawiska <i>boom and bust</i><sup>b)</sup> potęgując dywergencje,</li> <li>– zadziałała jako generator i akcelerator szoku w efekcie braku odpowiedniego nadzoru oraz zjawiska <i>sudden stop</i><sup>c)</sup> i powrotu <i>home bias</i></li> <li>– jest procesem dynamicznym i w warunkach niepewności rynki podlegają fragmentacji zaburzając mechanizm transmisji polityki pieniężnej</li> </ul>

<sup>a)</sup> *Home bias* oznacza większą skłonność do posiadania aktywów krajowych niż zagranicznych (Kalemli-Ozkan i in. 2001).

<sup>b)</sup> *Boom and bust* oznacza proces szybkiego wzrostu gospodarczego (boomu), a następnie jego załamanie.

<sup>c)</sup> *Sudden stop* oznacza nagle zatrzymanie napływu kapitału (Merler, Pissani-Ferry 2012).

Źródło: zestawienie na podstawie Tchorek 2013a.

mechanizmy działania strefy euro muszą zostać poddane reformom, bądź należy powołać nowe instytucje usprawniające funkcjonowanie dotychczasowych.

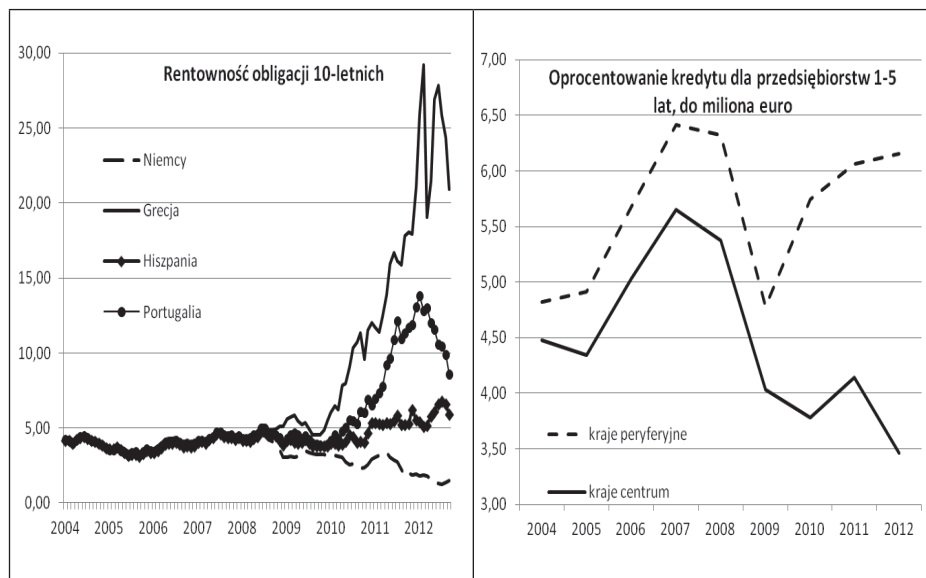
Po pierwsze, doświadczenia krajów strefy euro (jak również krajów UE o sztywnych kursach walutowych, jak kraje bałtyckie czy Bułgaria) sugerują, że brak ryzyka kursowego może poprawiać mikroekonomiczną efektywność gospodarowania (niższe stopy procentowe, niższy koszt i większa dostępność finansowania, transfer kapitału od krajów bogatych do krajów biedniejszych). Jednak na poziomie makroekonomicznym zagrożeniem jest akumulacja ryzyka w postaci znacznego zadłużenia sektora prywatnego i nieproduktywnego wykorzystania kapitału, czemu towarzyszyły boomy konsumpcyjne i inwestycyjne. Integracja rynków finansowych uruchomiona w efekcie eliminacji ryzyka kursowego i pojawienia się jednej w miejsce dwunastu różnych polityk pieniężnych przyczyniły się do skokowego spadku stóp procentowych, zwiększenia dostępności finansowania oraz wzrostu transgranicznych przepływów kapitału. Przy narastających różnicach inflacyjnych i procyklicznej polityce makroekonomicznej (finansowej, fiskalnej i pieniężnej realizowanej poprzez różny poziom realnych, często ujemnych stóp procentowych), prowadziło to do nadmiernego zadłużenia w sektorze prywatnym i akumulacji nierównowag makroekonomicznych.

Po drugie, w warunkach braku mechanizmów zarządzania kryzysowego nastąpił gwałtowny odpływ kapitału prywatnego z krajów południa strefy euro, oraz efekty zarażania, będące konsekwencją spekulacji na rynkach finansowych. Na skutek zadłużenia sektora prywatnego, silnego lewarowania instytucji finansowych i uzależnienia od hurtowych źródeł finansowania, ekspozycji na aktywa amerykańskie oraz globalnego kryzysu finansowego w strefie euro doszło do kryzysu bankowego. Z uwagi na bardzo duże rozmiary krajowych sektorów bankowych (kilkukrotnie przekraczających wielkość krajowego PKB) jego skala była tak duża, że na skutek transferu ryzyka z sektora prywatnego do sektora publicznego – w postaci nacjonalizacji instytucji finansowych bądź gwarancji i poręczeń im udzielonych – doprowadziła do kryzysu fiskalnego. Brak mechanizmów pomocowych w warunkach utraty płynności przez rządy krajów członkowskich przyczynił się do kryzysu niewypłacalności. Rosnące ryzyko rozpadu strefy euro uruchomiło natomiast zjawisko nagłego zatrzymania i odwrotu kapitału (*sudden stops and reversals*) i kryzysu bilansu płatniczego (Bijlsma, Vallee 2011).

W warunkach braku mechanizmów stabilizujących, w tym funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji EBC wobec rządów krajów członkowskich, okazało się, że ryzyko bankructwa krajów strefy euro, mających problem z płynnością może być większe niż w przypadku kraju posiadającego własną walutę. Eliminacja ryzyka kursowego i walut krajowych nie usunęła więc zjawiska *origin sin* i nie ustrzegła krajów strefy euro przed ryzykiem spekulacji przeciwko danej gospodarce i efektami zarażania (*contagion*). Mimo braku walut krajów członkowskich strefy euro, spekulacja ujawniła się na rynkach obligacji oraz rynku pochodnych instrumentów kredytowych (De Santis 2012; Arghyrou, Kontonikas 2011). Tym

samym, rynki finansowe, które jak pierwotnie zakładano, miały stabilizować szoki asymetryczne, stały się ich źródłem. Na skutek utraty wiarygodności przez niektóre kraje członkowskie oraz istotnych zaburzeń na rynkach obligacji rządowych, różnej kondycji banków i załamania hurtowych rynków pieniądza mechanizm transmisji polityki pieniężnej został istotnie zakłócony. Rynki zostały poddane fragmentacji, co doprowadziło do narastającego zróżnicowania długoterminowych stóp procentowych i kosztu kredytu przy tej samej, najniższej w historii stopie procentowej EBC<sup>3</sup> – por. rys. 1.

Rysunek 1  
Fragmentacja rynków finansowych



Kraje centrum: Belgia, Holandia, Francja, Austria, Finlandia, Kraje peryferyjne: Irlandia, Grecja, Hiszpania, Włochy.

Źródło: Eurostat, dostęp 15.05.2013 r.

Po trzecie, zabrakło mechanizmów niwelujących różnice strukturalne pomiędzy krajami oraz instrumentów korygujących narastanie nierównowag makroekonomicznych. Przede wszystkim, strefę euro utworzyły gospodarki znacznie zróżnicowane pod względem PKB *per capita* jak i struktury wytwarzanego PKB. Na skutek boomów konsumpcyjnych i inwestycyjnych nastąpiły dywergencje

<sup>3</sup> Zróżnicowanie stóp procentowych pomiędzy krajami można również uznać za zdrowy przejaw uwzględnienia ryzyka kredytowego, którego zróżnicowanie znacząco wzrosło w okresie kryzysu. Może to oznaczać, że rynki finansowe zaczynają spełniać swoją dyscyplinującą funkcję. Niemniej w obliczu napięć rynkowych i zarażania nastąpiło pewnego rodzaju przereagowanie i nadmierny wzrost stóp procentowych uwzględniający rozpad lub podział strefy euro (*redenomination risk*).

wynikające z utraty konkurencyjności cenowej przez niektóre gospodarki krajów członkowskich, czemu sprzyjały sztywności rynku pracy oraz rynku dóbr i usług. Prowadziło to do realnej aprecjacji kursów walutowych, co wynikało m.in. z braku trwałości spełnienia kryterium inflacyjnego i narastania różnic inflacyjnych. Towarzyszyła temu presja płacowa związana z relokacją zasobów wytwórczych w kierunku sektorów dóbr niewymienialnych, które na ogół charakteryzują się mniejszą wydajnością niż sektory dóbr wymienialnych.

Po czwarte, wpływ euro na wzrost handlu i inwestycji bezpośrednich okazał się mniejszy niż zakładano. Pierwotne oczekiwania opierały się na założeniu silnego wpływu eliminacji ryzyka kursowego na wzajemny handel i korelację cykli gospodarczych, co w literaturze zwykło się określać mianem endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Doświadczenia pierwszych lat funkcjonowania unii walutowej wskazują, że „efekt euro”, czyli dodatkowy wolumen handlu zrealizowany pomiędzy krajami strefy euro dzięki przyjęciu wspólnej waluty, wynosił ok. 2–5%. Oznacza to, że wpływ euro był mniejszy niż wcześniej oczekiwano i mniejszy od innych determinant handlu w tamtym czasie (szerzej: Mroczek 2009).

Obraz, jaki się wyłania po kilkunastu latach funkcjonowania strefy euro w UE wskazuje, że w miejsce oczekiwanej konwergencji, po początkowym okresie wzrostu stymulowanego integracją finansową, nastąpiły silne dywergencje wzmocnione przez kryzys. Obserwacje te wskazują na rosnące znaczenie krajów centrum, co w większym stopniu potwierdza krugmanowską hipotezę koncentracji produkcji niż hipotezę endogeniczności Rosa<sup>4</sup>.

## 2. Słabości Traktatu z Maastricht

Bez wątplenia kryzys w strefie euro jest częścią kryzysu globalnego (por. Tchorek 2013a). Niemniej jednak zarysowane powyżej słabości funkcjonowania strefy euro miały również swoje źródło w niewłaściwej konstrukcji instytucjonalnej ustanowionej w Traktacie z Maastricht. Przede wszystkim reguły przyjęte w Traktacie były skoncentrowane na stabilności fiskalnej ograniczonej niemal jedynie do wielkości deficytu budżetowego, luźnej koordynacji polityk makroekonomicznych krajów członkowskich oraz stabilności cen, jako podstawowego celu banku centralnego. Założono również brak konieczności funkcjonowania mechanizmów kryzysowych, bowiem zapisane w Traktacie reguły miały nie dopuścić do pojawienia się kryzysu – por. tab. 2.

---

<sup>4</sup> W przeciwieństwie do założeń Rosa, Krugman wskazywał, na przykładzie USA, że wspólna waluta może prowadzić do koncentracji produkcji w określonych lokalizacjach i zwiększenia różnic w cyklach ekonomicznych poszczególnych obszarów (szerzej zobacz: Mongelli 2002).

Tabela 2  
Założenia wynikające z Traktatu z Maastricht  
a rzeczywiste efekty funkcjonowania strefy euro

Przed kryzysem zakładano, że:	W efekcie kryzysu okazało się, że:
<b>polityka fiskalna</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– będzie stabilna i przewidywalna dzięki dyscyplinie rynkowej oraz regułom Traktatu w postaci limitu 3% deficytu budżetowego oraz klauzuli <i>no-bail out</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– nie była dostatecznie skuteczna w zakresie wypracowania antycyklicznego oddziaływania na gospodarkę oraz zapobieganiu nadmiernemu zadłużeniu</li> <li>– nie była skutecznie dyscyplinowana przez rynki finansowe, które nie spełniły swojej funkcji (<i>interest free ride</i><sup>a)</sup>), czemu sprzyjał problem <i>zero risk free weight</i><sup>b)</sup></li> </ul>
<b>polityka gospodarcza i strukturalna</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– na poziomie centralnym będzie koordynowana dzięki miękkim instrumentom oddziaływania</li> <li>– na poziomie krajów będzie przedmiotem wspólnej troski krajów członkowskich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wymaga bardziej zaawansowanych instrumentów koordynacji i uzgadniania wspólnych celów dla zapobiegania negatywnym efektem spillover,</li> <li>– wymaga eliminacji bodźców pozwalających na politykę typu <i>beggar thy neighbour policy</i><sup>c)</sup></li> </ul>
<b>polityka pieniężna</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– powinna się koncentrować na wąsko definiowanej stabilności cen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– powinna być poszerzona o funkcję zapewnienia stabilności systemu finansowego, w tym polityki makroostrożnościowej,</li> <li>– powinna w większym stopniu realizować funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji</li> </ul>
<b>mechanizmy zarządzania kryzysowego</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– nie będą potrzebne, bowiem reguły funkcjonowania strefy euro ustanowione głównie w Traktacie z Maastricht gwarantują, że nie pojawi się problem finansowania deficytów płatniczych i budżetowych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– stanowią niezbędny element systemu stabilności finansowej strefy euro, gdyż ich brak podważył zaufanie do trwałości projektu unii walutowej,</li> <li>– powinny zostać ustanowione <i>ex ante</i>, gdyż proces udzielania pomocy w trakcie kryzysu prowadzi do sporów politycznych</li> </ul>

<sup>a)</sup> Mianem *interest free ride* (tzw. jazdy na gapę) określano brak dyscyplinującej roli rynków finansowych, które przy relatywnie niskich, w stosunku do rzeczywistego ryzyka kredytowego, stopach procentowych finansowały kraje które nie prowadziły dostatecznie zdyscyplinowanej polityki makroekonomicznej

<sup>b)</sup> Problem *zero risk free weight* dotyczy założenia braku ryzyka kredytowego w przypadku inwestycji w papiery skarbowe.

<sup>c)</sup> *Beggar thy neighbour policy* oznacza „politykę zubożania sąsiada”, czyli taki sposób prowadzenia polityki makroekonomicznej która jest nakierowana na osiągnięcie korzyści kosztem partnerów gospodarczych.

## 2.1. Polityka fiskalna

Zgodnie z założeniami teorii optymalnego obszaru walutowego, unii walutowej powinna towarzyszyć zintegrowana polityka fiskalna w postaci wspólnego budżetu gotowego uruchamiać transfery pomiędzy krajami w reakcji na tzw. szoki asymetryczne. Brak zgody społecznej i politycznej na powołanie takiego instrumentu, którego znaczenie sygnalizowali już m.in. w 1959 r. Ingram czy McDoughall w 1977 r., sprawił, że jako substytut wspólnego budżetu pojawiły się reguły fiskalne zdefiniowane w Traktacie z Maastricht. Z jednej strony miały one sprzyjać prowadzeniu antycyklicznej polityki fiskalnej krajów członkowskich, której rola w warunkach braku krajowej polityki pieniężnej jako instrumentu polityki gospodarczej istotnie wzrasta. Z drugiej strony, wprowadzenie reguł w polityce fiskalnej krajów członkowskich wynikało z dążenia do redukcji ryzyka nadmiernego zadłużenia pojedynczych krajów na koszt pozostałych partnerów (*moral hazard*). Przed powyższymi zagrożeniami miała zabezpieczać procedura nadmiernego deficytu (*Excessive Deficit Procedure – EDP*), ustanawiająca granicę 3% względem PKB oraz klauzula *no-bail out* – zakazu „ratunku finansowego”, w świetle której instytucje europejskie, jak również państwa członkowskie nie mogą ponosić odpowiedzialności za zadłużenie innych krajów. Instrumenty dyscyplinowania polityki fiskalnej nie okazały się jednak skuteczne z następujących powodów<sup>5</sup>.

Po pierwsze, wynikało to ze słabości instytucji europejskich w zakresie egzekwowania postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu (PSW). Do pierwszego poważnego kryzysu PSW doszło w 2003 r. kiedy Rada UE z uwagi na niemożliwość uzyskania wymaganej liczby głosów nie przyjęła rekomendacji Komisji Europejskiej co do nałożenia sankcji na dwa największe kraje przekraczające trzyprocentowy deficyt, czyli Francję i Niemcy. W całej dotychczasowej historii funkcjonowania PSW nie nałożono kar finansowych na żaden kraj UE mimo wielokrotnego nieprzestrzegania reguł.

Po drugie, było to konsekwencją braku identyfikacji krajów członkowskich z regułami fiskalnymi definiowanymi na poziomie centralnym – *ownership* (Filipek, Schreiber 2010). Problem łamania reguł dotyczył nie tylko wspomnianych największych krajów (Niemcy i Francja w latach 1999-2008 nie spełniły kryterium 3% deficytu odpowiednio pięć i cztery razy), ale przede wszystkim Grecji (nie spełniła kryterium ani razu od momentu wejścia do strefy euro w 2001 r. do 2008 r.), Portugalii i Włoch (sześciokrotnie przekroczono limit 3% PKB dla deficytu), jak również krajów UE będących poza strefą euro.

Po trzecie, procesom wzrostu znaczenia instytucji finansowych towarzyszył szybki rozwój rynków finansowych, transakcji spekulacyjnych i podejmowanie nadmiernego ryzyka przez instytucje finansowe (Sławiński 2012). Jednocześnie glo-

---

<sup>5</sup> Przed nadmiernym zadłużeniem krajów członkowskich miał również chronić zakaz bezpośredniego finansowania rządów przez niezależny bank centralny.



balne regulacje finansowe przypisywały papierom skarbowym zerowe ryzyko inwestycyjne oraz nastąpiło osłabienie dyscypliny rynków finansowych. Powodowało to akumulację papierów rządowych w aktywach instytucji finansowych. Eliminacja premii za ryzyko kursowe doprowadziła do niemal całkowitego braku różnic w poziomach stóp procentowych, bowiem osłabieniu uległy powiązania pomiędzy jakością polityki fiskalnej a długoterminowymi stopami procentowymi. Eliminację ryzyka kursowego postrzegano bowiem jako czynnik eliminujący ryzyko kraju. Wynikało to również z czynników globalnych, szczególnie po 2003 r., z rosnącej globalnej podaży kapitału (*saving glut*), niskiej awersji do ryzyka i poszukiwania atrakcyjnych aktywów inwestycyjnych (*serach for yield*). Ponadto, rynki finansowe nie przypisywały dużego znaczenia do klauzuli *no-bail out*, gdyż zakładano, że w przypadku problemów któregośkolwiek z krajów członkowskich nastąpi wykup jego długu ze względu na znaczne powiązania gospodarcze i finansowe krajów członkowskich (Gianviti i in. 2012).

## 2.2. Polityka gospodarcza

Formalna nazwa strefy euro to Unia Gospodarcza i Walutowa, jednak jak pokazały doświadczenia kryzysu, strefa euro stanowiła niepełną unię walutową, gdzie jednej scentralizowanej polityce pieniężnej EBC towarzyszyły indywidualne polityki fiskalne i makroekonomiczne państw członkowskich. W obszarze polityk makroekonomicznych i strukturalnych krajów członkowskich instrumentem ich koordynacji miały być Ogólne Wytyczne Polityki Gospodarczej (*Broad Economic Policy Guidelines*). Niestety instrument ten nie był prawnie wiążący dla krajów członkowskich, a niezastosowanie się do wytycznych nie stanowiło złamania prawa (Oręziak 2004). Traktat wymagał jedynie, aby kraje prowadząc politykę gospodarczą traktowały je jako przedmiot wspólnej troski uwzględniając cele i priorytety definiowane na szczeblu UE. Otwarta metoda koordynacji (*Open Method of Coordination*) nie stanowiła więc dostatecznie skutecznego instrumentu do traktowania konkurencyjności i stabilności strefy euro (UE) jako dobra wspólnego. Skutkiem tego było prowadzenie polityk gospodarczych prowadzących do niestabilności gospodarek strefy euro (boomy na rynkach nieruchomości w Irlandii i Hiszpanii) oraz pozostałych krajów UE (jak np. ekspansja bankowości skandynawskiej w krajach bałtyckich, która również przyczyniła się do baniek spekulacyjnych). W literaturze wskazuje, się również że funkcjonujący model instytucjonalny pozostawiał krajom centrum dużą przestrzeń do prowadzenia polityki „zubażania sąsiada” – *beggar thy neighbour policy* (Łaski, Podkaminer 2012; Vernengo, Perez-Caldentey 2012).

### 2.3. Polityka pieniężna

Na skutek doświadczeń inflacyjnych lat 70. i początku lat 80. za podstawowe ryzyko w zapewnieniu stabilnego środowiska makroekonomicznego uznawano inflację. W obliczu powszechnego zwiększania niezależności banków centralnych, od początku lat 90. na popularności zyskiwała strategia celu inflacyjnego z wyraźną koncentracją na stabilności cen jako jedynym celu banku centralnego. Dzięki temu stabilizacja inflacji miała gwarantować stabilność makroekonomiczną. Podejście takie nie uwzględniło, jak się okazało w kryzysie, problemu przeciwdziałania bankom spekulacyjnym i niestabilności systemów finansowych (IMF 2009).

Z kolei zjawisko odpływu kapitału z krajów peryferyjnych oraz brak mechanizmów zarządzania kryzysowego uświadomiło słabość systemu w postaci braku pożyczkodawcy ostatniej instancji (*Lender of Last Resort* – LOLR) wobec rządów krajów członkowskich. Kiedy w obliczu braku mechanizmu zarządzania kryzysowego narastały obawy co do rozpadu strefy euro, pojawiły się oczekiwania wobec EBC do podjęcia takiego działania. Okazało się bowiem, że przy braku LOLR pełnionej przez EBC, kraje emitują dług w „obcej” walucie, która jest poza ich kontrolą. Tym samym, inwestorzy mogą obawiać się utraty płynności i efektu zarażania, prowadzących do niewypłacalności krajowego (nawet zdrowego) sektora bankowego. EFSF (Europejski Instrument Stabilizacji Finansowej) a następnie ESM (Europejski Mechanizm Stabilizacyjny), które miały pełnić rolę surogatu funkcji LOLR, nie były jednak w pełni skuteczne ze względu na ograniczenia finansowe, na które z definicji nie cierpi bank centralny realizujący funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji.

### 2.4. Problem nierównowag płatniczych i mechanizmów zarządzania kryzysowego

Przed kryzysem problem nierównowag płatniczych krajów członkowskich strefy euro nie był postrzegany jako istotny (Merler, Pissani-Ferry 2012). Znalazło to wyraz w regulacjach traktatowych, gdzie kraje strefy euro zostały wykluczone z możliwości korzystania z mechanizmu *balance of payments assistance* (art. 143 TFUE). Zakładano bowiem, że integrowane rynki finansowe będą finansować nierównowagi w unii walutowej, o czym wspominał już Ingram w 1972 r. Ponadto strefa euro od początku funkcjonowania jako całość notowała bilans płatniczy bliski równowagi, wobec czego nierównowagi na poziomie krajów nie budziły niepokoju. Jednocześnie przepływy kapitału z krajów centrum do krajów peryferyjnych wydawały się uzasadnione zacieśniającymi się powiązaniem handlowymi, kapitałowymi i inwestycyjnymi (Blanchard, Giavazzi 2002). Kraje doganiające pożyczały kapitał, który miał sprzyjać konwergencji dochodów i pozwolić na jego zwrot w przyszłości.

Tymczasem kryzys bilansu płatniczego pojawił się jako sekwencja kryzysu bankowego i fiskalnego. Brak mechanizmów pomocowych, bądź ich doraźny

charakter spowodował odpływ kapitału z krajów peryferyjnych. Zamiast przyczynić się do deprecjacji poszczególnych walut wymusił zastąpienie odpływającego kapitału prywatnego zasileniem środkami publicznymi w postaci programów pomocowych IMF – UE oraz transferów kapitału wewnątrz struktur Eurosystemu poprzez TARGET2. W zakresie płynności problem *sudden stop* był zatem skutecznie amortyzowany przez wewnętrzny system płatności EBC i narodowych banków centralnych krajów strefy euro (Bijlsma, Vallee 2011). Wciąż jednak brakuje systemowych mechanizmów łagodzenia kryzysu bilansu płatniczego w wymiarze wypłacalności – por. tab. 3.

Tabela 3  
Typologia kryzysów a podjęte działania ratunkowe w strefie euro

Kryzys /działania	Płynności	Wypłacalności
bankowy	gwarancje rządowe, niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej – SMP, LTRO	rekapitalizacja przez rządy
fiskalny	EFSF, ESM, IMF	ESM, restrukturyzacja sektora prywatnego, bankructwo
bilansu płatniczego	nadzwyczajne wsparcie płynności	brak systemowych rozwiązań

Źródło: (Bijlsma, Vallee 2011).

Konstrukcja prawna wspólnej waluty nie przewidywała konieczności przeciwdziałania problemom w zakresie zapewnienia płynności i wypłacalności krajów. W związku z tym, system strefy euro nie został wyposażony w formalne mechanizmy reagowania. Brak klarownych reguł postępowania w warunkach kryzysu zwiększył poziom ryzyka rynkowego i przyczynił się do znacznego wzrostu rentowności obligacji, a tym samym poprzez rosnący koszt finansowania, prowadził do wzrostu ryzyka bankructwa krajów. W efekcie okazało się, że strefa euro bardziej przypominała grupę krajów powiązanych sztywnymi kursami niż pełną unią walutową. W obliczu kryzysu i odpływu nastąpił powrót *home bias* i *de facto* powrót ryzyka kursowego, które mogło się zmaterializować w przypadku rozpadu strefy euro (*redenomination risk*).

### 3. Ocena realizowanych rozwiązań

Zestawione w tabeli 1 i 2 słabości dotychczasowego modelu funkcjonowania strefy euro z pewnością nie wyczerpują pełnego katalogu problemów z jakimi przyszło i być może przyjdzie się zmierzyć strefie euro oraz UE. Pozwalają one jednak na uporządkowanie koniecznych działań i podjęcie wstępnej oceny ich skuteczności.

### 3.1. Polityka fiskalna a unia fiskalna

Według założeń teoretycznych optymalnym rozwiązaniem dla strefy euro jest powołanie wspólnego budżetu. Wówczas unia fiskalna powinna *ex-ante* zapewnić instrumenty stabilizacyjne (*fiscal risk-sharing*) poprzez mechanizm transferów pomiędzy krajami, mechanizmy stabilności finansowej i dostarczanie dóbr publicznych (Goyal i in. 2012). Konieczne wówczas byłoby ustanowienie systemu wspólnych podatków i znaczne wyrzeczenie się autonomii krajowej, co sprawia że z przyczyn społecznych i politycznych rozwiązanie takie w krótkim okresie nie jest realne. Oznacza to jednocześnie, że dalsza przyszłość polityki fiskalnej strefy euro oparta będzie się na zreformowanym PSW w ramach sześciopaku, Pakcie fiskalnym oraz dwupaku<sup>6</sup>.

Rozwiązania zaproponowane w ramach powyższych instrumentów w znacznej mierze wychodzą naprzeciw problemom starego PSW (Tchorek 2013b). Po pierwsze, w odpowiedzi na główną słabość PSW związaną z niską skutecznością instytucji UE w egzekwowaniu reguł fiskalnych wprowadzono mechanizm większego automatyzmu w zakresie nakładania kar (tzw. półautomatyzm). Oznacza to, że na wniosek KE Rada UE będzie mogła podjąć decyzję o nałożeniu sankcji, chyba że przeciwstawi się temu kwalifikowana większość członków Rady. Formuła głosowania odwrotnego, a więc „przeciw” nałożeniu kary, choć nie w pełni eliminuje ryzyko budowania koalicji politycznej odrzucającej decyzję Rady, to jednak osłabia zdolność krajów do unikania sankcji. Po drugie, zadbano również w większym stopniu o antycykliczność polityki fiskalnej oraz jej większą dyscyplinę w okresie dobrej koniunktury poprzez wprowadzenie reguły wydatkowej, co postulował m.in. Hauptmeier i in. (2011). Pozwoli to zmniejszyć ryzyko sytuacji jaka wystąpiła w Irlandii i Hiszpanii, które mimo że spełniały reguły PSW, w okresie pęknięcia bańki na rynku nieruchomości doznały istotnego załamania finansów publicznych<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Pakt Fiskalny (Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w Unii Gospodarczej i Walutowej) jest instrumentem mającym zwiększyć skuteczność dyscypliny fiskalnej krajów strefy euro. Obok potwierdzenia podstawowych założeń PSW, odwołujących się do konieczności utrzymania stabilności fiskalnej i nieprzekraczania poziomu 3% deficytu i 60% długu w relacji do PKB, wprowadza kilka dodatkowych elementów. Przede wszystkim przewiduje obowiązek wprowadzenia tzw. złotej reguły fiskalnej do krajowego ustawodawstwa państw członkowskich. Zabrania ona utrzymania deficytu strukturalnego budżetu na poziomie powyżej 0,5% PKB. Jednocześnie ustanawia większy automatyzm w zakresie nakładania sankcji za nieprzestrzeganie reguł stabilności fiskalnej. Kary, w wysokości do 0,1% PKB, będą orzekane przez Trybunał Sprawiedliwości UE, co również sprzyja większemu odpolitycznieniu decyzji.

Dwupak obejmuje dwa rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady UE. Pierwsze dotyczy monitorowania i oceny projektów planów budżetowych oraz zapewnienia korekty nadmiernego deficytu w państwach członkowskich należących do strefy euro. Drugie dotyczy natomiast wzmocnienia nadzoru gospodarczego i budżetowego nad państwami strefy euro z problemami finansowymi bądź też korzystających ze wsparcia finansowego ESM.

<sup>7</sup> Gwałtowny wzrost deficytu i długu publicznego w tych krajach wynika przede wszystkim ze skali wsparcia dla sektora bankowego.

Niestety kraje te traktowały wzrost dochodów budżetowych, generowany dzięki boomowi na rynku budowlanym, jako trwałe i pozwoliły na wzrost sztywnych wydatków budżetowych. Po trzecie, zwiększono rolę długu publicznego jako przedmiotu oceny jakości polityki fiskalnej, bo, jak potwierdził kryzys, to nie deficyt, a całkowita wielkość zadłużenia może decydować o wypłacalności kraju (zreformowany PSW i Pakt fiskalny wskazują na konieczność redukcji długu powyżej 60% PKB pod groźbą sankcji)<sup>8</sup>. Po czwarte, dopuszczono możliwość uruchomienia procedury karania krajów za niespełnianie postulatów PSW już w części prewencyjnej. Po piąte, PSW jest uzupełniony Dyrektywą Rady określającą tzw. ramy budżetowe dla krajów członkowskich, która zakłada m.in. ustawienie rad fiskalnych do końca roku 2013, przyjęcie wieloletniego planowania finansowego oraz niezależność krajowych urzędów statystycznych. Po szóste i być może najważniejsze, zreformowany PSW, przyjęty dwupak oraz Pakt fiskalny tworzą dwustopniowy mechanizm nadzoru nad polityką fiskalną krajów członkowskich na poziomie unijnym i krajowym. Efektywne stosowanie tych narzędzi pozwoli lub wręcz wymusi zwiększenie identyfikacji krajów z regułami unijnymi oraz szersze włączenie organów krajowych w proces koordynacji polityk fiskalnych i gospodarczych. Oznacza bowiem konieczność przeniesienia wielu obowiązków na poziom krajowy. Jednocześnie nowe instrumenty pozwolą instytucjom europejskim na pełniejsze nadzorowanie przestrzegania reguł. Takim narzędziem ma być również włączony do sześciopaku Semestr Europejski<sup>9</sup>.

Za główne zagrożenia dla skutecznego funkcjonowania nowych instrumentów wskazuje się jednak rosnącą złożoność reguł fiskalnych i wciąż duży poziom dyskrecjonalności instytucji UE, który może utrudniać ich egzekwowanie (Schuknecht i in. 2011, Marchewka-Bartkowiak 2012). Ponadto na skutek braku dostatecznie wysokiego stopnia integracji, dotychczas przyjęte rozwiązania nie prowadzą do wykształcenia mechanizmu transferów fiskalnych uruchamianych poprzez wspólny budżet w reakcji na szoki (symetryczne i asymetryczne). Nawet jeśli nowe rozwiązania będą sprzyjać dyscyplinie fiskalnej pozwalającej na działanie tzw. automatycznych stabilizatorów (w ramach 3% deficytu budżetowego), to w okresie znacznych wstrząsów (podobnych do ostatniego kryzysu, bądź powodowanych innymi zdarzeniami, np. klimatycznymi) zajdzie potrzeba uruchamiania dużych transferów przekraczających możliwości pojedynczych krajów (Tchorek 2013b).

---

<sup>8</sup> Brzozowski i Sivińska-Gorzela (2010) na podstawie analizy 97 gospodarek wykazują, że reguły fiskalne dotyczące długu publicznego mają większy stabilizujący wpływ na politykę fiskalną niż reguły dotyczące deficytu (które mogą dawać przeciwne efekty).

<sup>9</sup> Celem Semestru Europejskiego jest koordynowanie i kontrolowanie trzech aspektów polityki gospodarczej krajów UE tj.: reform strukturalnych definiowanych w ramach Strategii Europa 2020, polityki budżetowej według zrewidowanego PSW oraz zakłóceń równowagi makroekonomicznej. Głównym zamierzeniem nowej metody koordynacji jest wprowadzenie procedur *ex ante* w miejsce dotychczasowej oceny *ex post*, co zwiększy szansę wcześniejszego wykrycia problemów makroekonomicznych oraz zastosowanie odpowiednich rozwiązań jeszcze przed podjęciem ostatecznych decyzji budżetowych (Delors i in. 2012).

Istotnym obszarem usprawnień w zakresie polityki fiskalnej na poziomie lokalnym i europejskim będzie więc jej antycykliczne oddziaływanie oraz konieczność akumulowania buforu kapitałowego na wypadek dużych wstrząsów. Polityka fiskalna powinna stanowić instrument polityki antycyklicznej w przypadku ryzyka akumulacji nierównowag na skutek nadmiernej alokacji zasobów w określonym segmencie aktywności gospodarczej. Choć nie jest to podstawowa funkcja polityki fiskalnej, może ona mieć charakter uzupełniający względem polityki makroostrożnościowej, bowiem dysponuje odpowiednimi instrumentami selektywnego oddziaływania. Jak wskazują badania, boomy na rynku nieruchomości mogą być neutralizowane m.in. przez bodźce podatkowe i stopień regulacji rynku najmu nieruchomości (ale również instrumenty regulowania dostępności finansowania – *loan to value, debt to income* (KE 2011).

Dalsze działania powinny zmierzać w kierunku ustanowienia i instytucjonalnego umocowania rad fiskalnych w poszczególnych krajach, co wynika ze zobowiązań sześciopaku i Paktu Fiskalnego. Oznacza to, że dla jakości proponowanych rozwiązań ważna będzie ich implementacja na poziomie krajowym. Istotna może się okazać koordynacja prac i wymiana doświadczeń tych instytucji na szczeblu centralnym np. w formie Europejskiego Instytutu Fiskalnego (Dunin-Wąsowicz i in. 2012).

### 3.2. Polityka strukturalna i polityka konkurencyjności

Polityka strukturalna i polityka konkurencyjności stanowiła jedną z największych słabości nie tylko strefy euro, ale całej UE. Problemy te dotyczyły zarówno poziomu centralnego UE (nieefektywność narzędzi Strategii Lizbońskiej i Otwartej Metody Koordynacji), jak i braku polityki stymulującej konkurencyjność na poziomie krajów<sup>10</sup>.

Antidotum na problemy, jakie ujawniły się w sferze realnej i finansowej doprowadzając do kryzysu, ma być procedura dotycząca zakłóceń równowagi makroekonomicznej (*Macroeconomic Imbalance Procedure* – MIP). Odwołuje się ona do oceny wskaźników makroekonomicznych mogących sygnalizować narastanie nierównowag – por. tab. 4.

W wymiarze prewencyjnym (monitorowania wrażliwych obszarów) nowa procedura oceniana jest relatywnie dobrze (Goodhart 2011). Ponadto, procedura ustanawia gospodarczy filar UGW, który dotąd był znacząco zaniedbywany kosztem koncentracji na polityce fiskalnej. Zwiększa tym samym konieczność monitorowania sfery realnej gospodarek i koordynacji polityk gospodarczych krajów członkowskich. Proponowane w ramach procedury instrumenty pozwolą prawdopodobnie identyfikować wiele z problemów, które doprowadziły do kryzysu.

---

<sup>10</sup> Oczywiście w obrębie UE są duże różnice pomiędzy krajami. Niemcy i Austria wykorzystwały okres przed kryzysem na zwiększenie konkurencyjności. Podobnie Belgia, Holandia i Finlandia.

Tabela 4  
**Wskaźniki w ramach procedury dotyczącej zakłóceń równowagi makroekonomicznej**

<b>Zakłócenia równowagi zewnętrznej i konkurencyjności</b>	
<b>Wskaźnik</b>	<b>Wartości progowe</b>
Saldo rachunku obrotów bieżących, w % PKB	+6/-4%
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto, w % PKB	-35%
Zmiana realnego efektywnego kursu walutowego	+/-5% dla państw strefy euro oraz +/-11% dla państw UE spoza strefy euro
Zmiana udziału w rynkach eksportowych	-6%
Zmiana nominalnych jednostkowych kosztów pracy	+9% dla państw strefy euro oraz +12% dla krajów UE spoza strefy euro
<b>Zakłócenia równowagi wewnętrznej</b>	
Zmiana cen nieruchomości	+6%
Zmiana (przepływy) zadłużenia sektora prywatnego	+15%
Stopa bezrobocia	+10%
Zadłużenie sektora prywatnego, w % PKB	+160%
Dług instytucji rządowych i samorządowych, w % PKB	+60%
Zmiana zobowiązań sektora finansowego	+16,5%

Źródło: (European Commission, 2012).

Niemniej jednak, za istotną słabość przyjętych rozwiązań należy również uznać brak mechanizmów niwelowania różnic strukturalnych krajów, co wymagałoby ustanowienia instrumentów wsparcia oraz ich finansowania, a więc wspólnego budżetu transferowego. Ponadto, wyznaczone wskaźniki w małym stopniu nawiązują do wyzwań Strategii Europa 2020, przez co mają bardziej antykryzysowy, niż pro-wzrostowy charakter (Tchorek 2013b). W ramach MIP zbyt słabo jest także zaakcentowana rola polityki makroostrożnościowej oraz Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Board* – ESRB), której zalecenia powinny być respektowane przez kraje w ramach tej procedury. Doświadczenie kryzysowe wskazuje, że niekontrolowana integracja rynków finansowych strefy euro, w szczególności szybki przyrost kredytu, były istotnym źródłem nierównowag (Giavazzi, Spaventa 2010). W obliczu zmian w instytucjonalnej architekturze rynków finansowych, zwiększeniu liczby organów europejskich (ESRB, EBA – Europejski Nadzór Bankowy- *European Banking Authority* i SSM – Jednolity Nadzór Bankowy – *Single Supervisory Mechanism*) i ich rosnących kompetencji

oraz chęci zachowania autonomii przez nadzory krajowe mogą pojawić się problemy nadmiaru regulacji i dublowania działań.

### **3.3. Polityka nadzorcza a unia bankowa**

#### **3.3.1. Nadzór finansowy**

Kryzys w Europie, ale i w całym światowym systemie gospodarczym podkreślił konieczność większej regulacji rynków finansowych oraz zintegrowanego podejścia do ryzyka systemowego, które dotąd nie było uchwytne dla odrębnie realizujących swoje zadania instytucji nadzoru mikroostrożnościowego oraz banków centralnych i rządów. Jego identyfikacja była trudna z uwagi na fakt, że nie uświadamiano sobie znaczenia takiego ryzyka i nie istniały instytucje powołane, by mu przeciwdziałać. Zakładano, że dla stabilizowania gospodarki wystarczą polityka pieniężna, skoncentrowana na celu inflacyjnym, fiskalna, na deficycie budżetowym i nadzorcza, na wymiarze mikroekonomicznym.

Nowe podejście wskazuje na silne komplementarne interakcje pomiędzy celami i instrumentami polityki makroostrożnościowej, polityki pieniężnej oraz uzupełniająco, fiskalnej. Takie zintegrowane (holistyczne) podejście do polityki makroekonomicznej zwiększy możliwość stabilizowania instytucji finansowych, systemu finansowego oraz gospodarki realnej, bowiem pozwoli zidentyfikować ryzyka, które mogą być zlokalizowane na styku różnych sektorów (Szpunar 2012).

#### **3.3.2. Unia bankowa**

Jednym ze źródeł kryzysu w UE, i wielu innych gospodarkach dotkniętych jego skutkami, był brak koordynacji działań nadzorów krajowych i sektorowych skoncentrowanych wąsko na własnym obszarze działania. Szybko postępującej integracji rynków finansowych, szczególnie segmentu hurtowego, nie towarzyszyła integracja instytucji wyznaczających ramy funkcjonowania rynków w zakresie ryzyka, jak i mechanizmów stabilizacyjnych.

W reakcji na tę diagnozę powołano m.in. ESRB i EBA. Równolegle z dotychczas prowadzonymi działaniami porządkowania rynków finansowych i utworzeniem nowych instytucji rozpoczął się proces formowania unii bankowej w UE. Kryzys bankowy, a szczególnie jego przebieg w Irlandii, uświadomił, że przy znacznych rozmiarach krajowego sektora bankowego pojedyncze kraje nie są w stanie poradzić sobie z problemem ratowania sektora bankowego o tak znacznych rozmiarach. Aby nie powtórzyć doświadczeń irlandzkich oraz przerwać negatywne sprzężenie zwrotne (*diabolic loop*) pomiędzy ryzykiem sektora bankowego a wiarygodnością kraju, kiedy pojawiły się problemy hiszpańskiej Bankii w czerwcu 2012 r., KE przedstawiła wstępną propozycję utworzenia unii bankowej.



Docelowo, unia bankowa ma się składać trzech wzajemnie powiązanych elementów: scentralizowanego nadzoru bankowego, wspólnego systemu gwarantowania depozytów oraz wspólnego systemu postępowania naprawczego i uporządkowanej upadłości banków (*resolution*)<sup>11</sup>. Budowa unii bankowej rozpoczęła się od ustanowienia wspólnego nadzoru, który docelowo ma sprawować EBC. Nad pozostałymi elementami toczy się burzliwa dyskusja, ich implementacja wymaga bowiem większego zakresu odpowiedzialności finansowej i mechanizmów dzielenia kosztami w postaci pewnej formy zabezpieczenia fiskalnego gromadzonego *ex ante* (Elliott 2012, Goyal 2013). Źródłem takiego wsparcia finansowego może stać się ESM.

Należy jednak pamiętać, że dlatego też dopiero pełna, spójnie funkcjonująca unia bankowa wsparta ESM powinna pozwolić na stabilizujące oddziaływanie poprzez:

- zmniejszenie zależności pomiędzy ryzykiem krajowego sektora bankowego a ryzykiem kraju pochodzenia banków,
- zmniejszenie ryzyka zarażania pomiędzy krajami i sektorami,
- zmniejszenie ryzyka wynikającego z nagłego odpływu kapitału i fragmentacji rynków finansowych,
- centralizację funkcji nadzorczych EBC, co zwiększy skuteczność oddziaływania na system bankowy za pomocą instrumentów polityki makroostrożnościowej, a nie tylko pieniężnej.

Wrażliwym obszarem w zakresie konstrukcji unii bankowej jest eliminacja problemu nadmiernych rozmiarów instytucji finansowych i podejmowania dużego ryzyka na rynkach finansowych prowadzącego do ryzyka systemowego (problem *too big to fail*). Bez rozwiązania tego problemu, nawet przy powołaniu unii bankowej ryzyko utraty stabilności i podatności strefy euro na kryzysy bankowe wciąż będzie duże bowiem w przypadku kryzysu systemowego ich eliminacja będzie wymagała mobilizacji znaczących zasobów kapitałowych.

### 3.4. Pożyczkodawca ostatniej instancji

Kryzys pokazał, że strefa euro nie stanowiła pełnej unii walutowej. Oprócz braku skutecznych mechanizmów przeciwdziałania nierównowagom makroekonomicznym, zabrakło również narzędzi stabilizowania zarówno po stronie polityki fiskalnej, jak i pieniężnej. W okresie kryzysu, w obydwu obszarach działania były często nieskoordynowane, doraźne i nieskuteczne w przeciwdziałaniu postępującemu procesowi zarażania na rynkach finansowych.

Propozycjami wydającymi się nabierać charakteru systemowego, które jednocześnie sprzyjały stabilizacji rynków finansowych była zapowiedź interwencji EBC

---

<sup>11</sup> Szerzej na temat unii bankowej zob. Zaleska (2013), Rogowski (2013).

w postaci operacji OMT (*Outright Monetary Transaction*) we wrześniu 2012 r. oraz uruchomienie ESM w październiku 2012 r.

Ustanowienie ESM jako stałego mechanizmu stabilnościowego stanowi istotny krok w kierunku zapewnienia instrumentów dzielenia ryzyka pomiędzy kraje członkowskie. Z jednej strony może to być mechanizm zapewniania płynności rządów krajów członkowskich strefy euro, wsparcia kapitałowego dla banków, a w unii bankowej, instrumentem wsparcia fiskalnego dla mechanizmu *resolution* i systemu gwarantowania depozytów. Jednak wobec skali potrzeb pożyczkowych takich krajów jak Hiszpania czy Włochy zasoby ESM w wysokości ok. 500 mld euro mogą nie być wystarczające (Gros, Mayer 2011). Dalszy postęp w zakresie zwiększenia mocy finansowej ESM bądź umożliwienie jej szybkiego podniesienia jest również istotny z uwagi na rolę jaką fundusz ma pełnić w unii bankowej. Według szacunków Pisani-Ferry i Wolff (2012) w przypadku ok. 50% epizodów kryzysów bankowych w krajach wysoko rozwiniętych w latach 1970–2011 ich koszty fiskalne wyniosły ok. 5% PKB, w przypadku ok. 20% epizodów mieściły się w przedziale 5–10% PKB, a 13% epizodów w przedziale 10–15% PKB. Wobec konieczności zabezpieczenia przed negatywnymi skutkami większych kryzysów zasób kapitałowy ESM powinien oscylować w granicach ok. 10% PKB strefy euro. W obliczu braku możliwości zgromadzenia takich zasobów w krótkim okresie Gros i Mayer sugerują, że ESM powinien mieć licencję bankową oraz możliwość sięgania po płynność EBC.

Działania w ramach OMT mają polegać na nieograniczonym, aczkolwiek warunkowym (zależnym od przyjęcia i realizacji programów reform) skupie obligacji rządowych krajów członkowskich na rynku wtórnym przez EBC, celem uniknięcia znacznego wzrostu stóp długoterminowych. Możliwości pełnienia przez EBC funkcji LOLR wobec rządów powinny towarzyszyć warunkowe działania po stronie polityki fiskalnej i strukturalnej tak, by zmniejszać ryzyko pokusy nadużycia. Rola EBC może być jednak szczególnie istotna w krótkim okresie, do momentu kiedy pozostałe elementy zarządzania gospodarczego i kryzysowego nie zaczną skutecznie funkcjonować. Stopniowe przesuwanie punktu ciężkości w realizacji funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji na ESM (tzw. Fundusz Walutowy Europy) sprawi, że EBC będzie mógł się koncentrować na zasadniczej działalności w zakresie stabilności cen i nowej aktywności związanej z nadzorem w postaci nadzoru finansowego. Bank centralny powinien pełnić funkcję LOLR przede wszystkim wobec instytucji finansowych, docelowo jednak taka możliwość wobec rządów jest dopuszczalna w nadzwyczaj wyjątkowych sytuacjach takich jak ryzyko znacznej utraty stabilności przez system finansowy czy bankructwo kraju członkowskiego.

W krótkim jak i w długim okresie dla skuteczności działania mechanizmów stabilizacyjnych istotne jest również wyraźne rozdzielenie funkcji związanych z zarządzaniem gospodarczym oraz zarządzaniem kryzysowym – por. tab. 5.

Tabela 5  
Zarządzanie gospodarcze a zarządzanie kryzysowe

Zarządzanie gospodarcze Powinno obniżyć ryzyka systemowe	Zarządzanie kryzysowe Powinno zapewnić realizację funkcji LOLR
<b>Polityka fiskalna</b> – zreformowany Pakt Stabilności i Wzrostu – Pakt fiskalny – większy budżet (działanie planowane)	ESM: – zapewnienie płynności rządowi – mechanizm uporządkowanej upadłości banków – system gwarantowania depozytów
<b>Polityka makroekonomiczna</b> – procedura dot. zakłóceń równowagi makroekonomicznej – polityka makroostrożnościowa	EBC – płynność dla sektora bankowego – <i>Emergency Liquidity Assistance</i> – ELA – <i>Long Term Refinancing Operation</i> – LTRO (funkcja LOLR wobec rządów tylko w wyjątkowych sytuacjach)

Źródło: opracowanie własne.

### 3.5. Jaki model integracji w UE?

Barcz (2012) wskazuje, że w świetle wdrażanych rozwiązań instytucjonalnych główną linią podziału krajów UE będzie przynależność do unii walutowej. Podkreśla jednocześnie, że nowe instrumenty stwarzają także możliwość różnicowania krajów wewnątrz samej strefy euro (m.in. Pakt Euro Plus, Pakt Fiskalny oraz cały system prewencji i sankcji przyjęty wraz z sześciopakiem i dwupakiem). W przypadku ich nieprzestrzegania instytucje europejskie będą miały istotną możliwość karania poszczególnych krajów strefy euro, dla których system sankcji jest bardziej restrykcyjny niż pozostałych krajów UE. Realizowane i proponowane rozwiązania doprowadzą również do zróżnicowania krajów wewnątrz całej UE.

Wraz z postępem integracji walutowej wzrośnie konieczność bardziej klarownego wyodrębniania instytucji służących tylko strefie euro oraz dostępnych dla pozostałych krajów UE. Z punktu widzenia efektywności działania euro powinno to stanowić skuteczny instrument mobilizowania krajów unii walutowej do prowadzenia określonych działań strukturalnych. Pogłębienie integracji i zwiększenie kompetencji instytucji przyporządkowanych tylko strefie euro wydaje się więc nieuniknione<sup>12</sup>. Nie przesądza jednak o tym, że kraje spoza strefy euro zostaną wypchnięte z głównego nurtu integracyjnego. Jeśli realizowane reformy mają przynieść oczekiwane rezultaty, to kryterium różnicowania gospodarek powinno wynikać z jakości stosowania reguł zarządzania gospodarczego, a w mniejszym stopniu ze stopnia integracji. Czynnikiem sprzyjającym utrzymaniu zbliżonego tempa rozwoju i integralności całej UE jest położenie nacisku na sprawne funkcjonowanie Jednolitego Rynku i przestrzeganie przyjętych reguł współpracy.

<sup>12</sup> Jeśli to nie nastąpi to będzie oznaczało podatność strefy euro na kryzysy finansowe.

Biorąc pod uwagę ograniczenia, w jakich na nowo kształtują się instytucje europejskie, szczególnie zaś brak perspektyw głębszej integracji politycznej, ich konstrukcja powinna zostać oparta na modelu kooperacji silnego centrum decyzyjnego oraz relatywnie silnych instytucji krajowych (tzw. model „oś i szprycha” – *hub and spoke delegation*<sup>13</sup>). Poszczególnym instytucjom europejskim powinny odpowiadać silne, choć podporządkowane wspólnym regułom instytucje krajowe, posiadające jednak we współpracy z centrum decyzyjnym możliwość dostosowywania wspólnych reguł do lokalnych warunków. Dotyczy to niemal wszystkich obszarów polityki gospodarczej. Jedną z istotnych słabości dotychczasowych doświadczeń integracji europejskiej była bowiem niska jakość transmisji pomiędzy celami definiowanymi na poziomie centralnym a lokalnym środowiskiem, w którym miały być realizowane. Przedstawiony model „oś i szprycha” wymaga wzmocnienia trzech elementów mechanizmu kooperacji:

1. Centrum decyzyjnego – instytucji centralnych strefy euro i UE.
2. Szerokiej i wieloaspektowej infrastruktury prawnej i komunikacyjnej (reguły kooperacji).
3. Instytucji krajowych (korespondujących z funkcjami realizowanymi na poziomie centralnym).

Dla sprawnego funkcjonowania takiego modelu ważne jest jednak by zreformowane i wzmocnione instytucje nie pozostawiały tak dużo przestrzeni krajom członkowskim, jak miało to miejsce do kryzysu. Sprzyjało to asymetrycznej maksymalizacji interesów narodowych i dawało przestrzeń do prowadzenia polityki „zubożania sąsiada”. Dotychczasowy układ instytucjonalny zapewniał w warunkach *asymetrii władzy* (znaczącej siły politycznej krajów zwiększonych niż kraje mniejsze) możliwość kształtowania polityki dyktowanej *asymetrią racjonalności*, pozwalającej na przedkładanie interesów krajowych nad racjonalność (efektywność) całego systemu (Grosse 2012). Oznacza to konieczność przekazania kompetencji gospodarczych na poziom europejski głównie przez wiodące państwa członkowskie. W obliczu zwiększenia siły centrum decyzyjnego, jak i nowych kompetencji lokalnych dla uniknięcia sporów i rozstrzygania niespójności regulacyjnych istotne jest przypisanie którejś z instytucji potrzebnych funkcji mediacyjnych (jakie są np. przypisane EBA).

Budowa modelu „silne centrum – silne kraje członkowskie” może okazać się lepszym rozwiązaniem niż zamiana dotychczasowego, w którym kraje były silniejsze niż instytucje europejskie, na model w którym instytucje europejskie zdominują instytucje krajowe. Pełna centralizacja działań z rygorystycznymi regułami może stanowić element utrudniający funkcjonowanie strefy euro, choćby poprzez

---

<sup>13</sup> W literaturze ekonomicznej model *hub and spoke* służył m.in. do opisu kooperacji przedsiębiorstw w ramach klastrów. Goyal i inni (2013) zaproponowali taki model jako optymalny z punktu widzenia działania unii bankowej w strefie euro.

ryzyko zwiększenia procykliczności polityki makroekonomicznej zmniejszając efektywność systemu. Ponadto, w obliczu doświadczeń jednolitej, nie zawsze adekwatnej dla wszystkich krajów, polityki pieniężnej istnieje konieczność zdecentralizowanego (krajowego) wykorzystania pozostałych instrumentów, czyli polityk makroostrożnościowej i fiskalnej. Taki kształt instytucji jest również zgodny z kluczową zasadą funkcjonowania UE w postaci subsydiarności.

Niezależnie od przyjętego modelu kooperacji podniesienie efektywności działania instytucji strefy euro wymaga pewnego transferu kompetencji na poziom centralny. W przypadku realizacji modelu *hub and spoke* istotne mogą okazać ryzyka wynikające z potencjalnych konfliktów na linii instytucje krajowe – instytucje europejskie oraz arbitrażu regulacyjnego, do którego mogą skłaniać zbyt duże różnice w kształtowaniu reguł na poziomie lokalnym. Wzrośnie również rola KE jako strażnika reguł wspólnego rynku. Istotnym czynnikiem sukcesu będzie też możliwość polegania przez władze centralne na wiedzy i kompetencjach organów krajowych.

### 3.6. Filary integracji walutowej

Oparcie pieniądza europejskiego nie na sile państwa, ale sile instytucji, przy efektywnym ich funkcjonowaniu powinno zmniejszać potrzebę pełnej integracji politycznej, w tym powołania wspólnego budżetu akumulującego kilkanaście bądź kilkadziesiąt procent PKB. Wymaga to jednak skutecznego działania kilku unii: gospodarczej, fiskalnej oraz unii bankowej, wspartych funkcją pożyczkodawcy ostatniej szansy, pełnioną przez ESM i EBC. Warunkiem efektywnego funkcjonowania takiego modelu jest równocześnie zapewnienie odpowiedniej symetrii praw i obowiązków zdefiniowanych na poziomie krajowym i europejskim. Kształt takiej struktury instytucji wymaga następujących działań i elementów.

Po pierwsze, zwiększenia skuteczności reguł dotyczących przeciwdziałaniu nadmiernym nierównowagom makroekonomicznym i stabilności finansów publicznych dzięki nowym rozwiązaniom (sześciopak, dwupak, Semestr Europejski, Pakt Fiskalny). Z jednej strony, większy nacisk na koordynację gospodarczą wymuszony przez MIP, przy wsparciu polityki makroostrożnościowej monitorującej związek sfery realnej z finansową, zmniejszy ryzyko kryzysów systemowych. Z drugiej strony, rozwiązania w obszarze polityki fiskalnej pozwolą na gromadzenie oszczędności w czasach dobrej koniunktury i dopuszczenie do 3% deficytu nominalnego w okresie jej pogorszenia, w efekcie działania tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury.

Po drugie, powołania odrębnego budżetu transferowego strefy euro bądź rozszerzenie możliwości finansowych dotychczasowego budżetu UE. Wolff (2012) wskazuje, że budżet strefy euro powinien stanowić ok. 2% PKB całej unii walutowej i być dostępny dla krajów strefy euro oraz ewentualnie dla krajów, które

wyrażają chęć przyjęcia wspólnej waluty, będących w systemie ERM II<sup>14</sup>. Zamiast odrębnego budżetu strefy euro, należy rozważyć zwiększenie budżetu UE z nowo zdefiniowanymi priorytetami polityki konkurencyjności i dedykowaną pulą środków dla krajów strefy euro. Ewolucja dotychczasowego wspólnego budżetu w kierunku podniesienia jego mocy oraz rozszerzenia zakresu działań strukturalnych zwiększy społeczną legitymizację dla działań wspólnotowych.

Po trzecie, wzmocnienie „Europejskiego Funduszu Walutowego”, czyli *de facto* ESM o mocy finansowej na poziomie ok. 10% PKB strefy euro. Instrument ten docelowo mógłby stanowić fiskalne zabezpieczenie dla pełnionych przez siebie funkcji LOLR wobec rządów oraz *resolution* i gwarantowania depozytów.

Po czwarte, pełna unia bankowa. Powołanie unii bankowej powinno umożliwić zmniejszanie ryzyka w sektorze bankowym poprzez wczesną ich identyfikację dzięki wspólnej polityce nadzorczej. Ponadto wyposażenie unii bankowej w odpowiednią moc finansową, zapewnioną przez ESM, powinno pozwolić na skuteczne neutralizowanie ryzyka zarażania i fragmentacji rynków finansowych na skutek problemów systemowo ważnych instytucji finansowych.

Po piąte, wskazane jest umocowanie roli EBC jako pożyczkodawcy ostatniej instancji wobec rządów krajów członkowskich. Funkcja ta jednak powinna być zarezerwowana dla zdarzeń nadzwyczajnych i obwarowana koniecznością spełnienia określonych warunków (podobnie jak OMT). Jej rola może być jednak bardzo ważna do momentu osiągnięcia pełnej efektywności działania przez ESM i utworzenia pełnej unii bankowej.

Po szóste, zasadne wydaje się stworzenie bądź usprawnienie istniejących instytucji krajowych korespondujących w swoich kompetencjach z instytucjami europejskimi. Podmioty krajowe, zgodnie z zasadą subsydiarności powinny mieć w uzasadnionych przypadkach i za akceptacją instytucji centralnych możliwość korygowania oraz uzupełniania celów i instrumentów kreowanych na poziomie unijnym. Wymaga to większej legitymizacji demokratycznej poprzez wzmocnienie roli i kompetencji instytucji centralnych (KE, PE) oraz parlamentów krajowych, w tym poprzez umocowanie niezależnych politycznie instytucji krajowych (rady fiskalne, rady ryzyka systemowego).

Po siódme, należy brać pod uwagę możliwość stworzenia dodatkowych bodźców, zwiększających dyscyplinę rynków finansowych, np. w postaci zmian wag ryzyka inwestycyjnego przypisywanego papierom rządowym, różnicowania papierów akceptowanych przez EBC w operacjach refinansujących w zależności od ratingu kraju bądź ustanowienie reguł wyrzucenia kraju ze strefy euro.

Po ósme, instrumentem pozwalającym na pozyskanie odpowiedniej mocy finansowej dla realizacji powyższych postulatów i zapewnienia wiarygodności

---

<sup>14</sup> Dullien i Torreblanca (2013) wskazują, że realny wpływ na procesy gospodarcze można uzyskać przez budżet o wielkości ok. 4–5% PKB. Oznaczałoby to jednak konieczność przekazania instytucjom europejskim możliwości nakładania podatków.

działań może być ewolucyjnie zwiększana emisja euroobligacji, sprzyjających rosnącej puli wspólnego długu.

Sumując możliwości finansowe wynikające z powyższych komplementarnych względem siebie rozwiązań można przyjąć, że w warunkach kryzysowych powinny one pozwolić na uruchomienie zasobów w skali ok. 15% PKB całej strefy euro. Będzie to rezultatem: automatycznych stabilizatorów koniunktury (ok. 3% PKB dopuszczalnego deficytu na poziomie krajów), mechanizmów transferów fiskalnych dzięki wspólnemu budżetowi (2% PKB), unii bankowej oraz ESM (10% PKB). Powinna temu towarzyszyć warunkowa możliwość skorzystania z nieograniczonej płynności EBC. Wydaje się, że zasoby te powinny mieć stabilizujące oddziaływanie na funkcjonowanie gospodarek strefy euro w warunkach szoków. Niemniej warunkiem jest obniżenie ryzyka w sektorze finansowym poprzez skuteczniejszą regulację i zmniejszenie wielkości instytucji finansowych zbyt dużych by upaść.

W powszechnej świadomości ekonomistów, polityków i społeczeństw istnieje przekonanie co do potrzeby większej integracji, ale jednocześnie towarzyszy mu opór przeciw wyrzekaniu się coraz większego zakresu autonomii. Dlatego też model „oś – sprzycha” wydaje się być warty rozpatrzenia z uwagi na następujące korzyści:

- może być bardziej efektywny niż obecny bądź silnie scentralizowany,
- jest bliższy realizacji, bowiem wskazuje na ewolucyjny postęp w zakresie pogłębiania integracji i wychodzi naprzeciw wielu dotychczasowym słabościom,
- jest bardziej akceptowalny społecznie i politycznie, nie oznacza bowiem konieczności tworzenia dużego, akumulującego kilkanaście czy kilkadziesiąt procent PKB strefy euro budżetu, dla którego konieczna wydaje się unia polityczna.

## Zakończenie

W artykule podjęto próbę oceny przyjętych bądź proponowanych rozwiązań instytucjonalnych, które dążą do zwiększenia skuteczności dyscyplinowania polityki fiskalnej oraz gospodarczej w strefie euro i UE. Mogą one stanowić istotny krok w kierunku obniżenia ryzyka systemowego poprzez wypracowanie dwustopniowego mechanizmu kontroli nad polityką fiskalną i makroekonomiczną na poziomie krajowym i europejskim. Konstrukcja tych instrumentów ma jednak głównie charakter antykryzysowy. Nie rozwiązuje natomiast istotnego problemu słabego wzrostu gospodarczego i stymulowania konkurencyjności międzynarodowej krajów UE. W obszarze mechanizmów stabilizacyjnych istotne jest utworzenie ESM jako stałego instrumentu możliwego do zastosowania w warunkach kryzysowych. Konieczne jest jednak poszerzenie jego mocy kapitałowej. Pozytywnie

należy ocenić wolę większej aktywności EBC w zakresie działalności stabilizacyjnej oraz uruchomienie działań na rzecz powołania unii bankowej.

Ryzyko niepowodzenia omówionych przedsięwzięć reformatorskich może jednak wynikać z faktu, że wdrażane rozwiązania muszą uwzględniać zmianę paradygmatu prowadzenia polityki pieniężnej, gospodarczej, fiskalnej i finansowej na poziomie zarówno krajowym, europejskim, jak i globalnym. Przede wszystkim wymaga to czasu z uwagi na konieczność zaprojektowania wielu reform oraz ich akceptacji politycznej, implementowania rozwiązań, oceny wstępnych skutków i ewentualnej korekty instrumentów. Trudno bowiem oczekiwać, że tak wieloaspektowy proces reform na różnych płaszczyznach doprowadzi do wypracowania skutecznych rozwiązań „za pierwszym podejściem”. Jest to proces co najmniej kilku bądź kilkunastoletni, wymagający szczegółowego monitorowania i ewolucyjnej adaptacji wobec zachodzących zmian gospodarczych i finansowych.

Mimo zwiększenia restrykcyjności reguł, skuteczność wdrażanych rozwiązań będzie uzależniona od woli państw członkowskich do ich przestrzegania. Trudno jednak zmusić kraje do respektowania wspólnych postanowień, jeśli nie postrzegają stabilności i konkurencyjności strefy euro i UE jako tzw. dobra wspólnego i przedmiotu wspólnej troski, a system instytucjonalny pozostawia znaczą przestrzeń do przedkładania interesu narodowego nad interes europejski. Oznacza to konieczność wysiłku na rzecz większej identyfikacji z regułami definiowanymi na poziomie centralnym, w tym zwiększenie roli Komisji Europejskiej, Parlamentu Europejskiego i parlamentów krajowych oraz lokalnych instytucji odpowiadających w swoich funkcjach instytucjom europejskim. Może temu sprzyjać zaproponowany model „oś i szprycha” który jednak również wymaga pewnego stopnia wyrzeczenia się autonomii krajowej, w tym przez wiodące gospodarki UE.

## Bibliografia

- Arghyrou M.G., Kontonikas A., *The EMU sovereign-debt crisis: Fundamentals, expectation and contagion*, European Commission Economic Papers nr 436, 2011.
- Barcz J., *Instrumenty międzyrządowe dotyczące kryzysu w strefie euro a spójność Unii. Możliwość przystąpienia państw członkowskich UE spoza strefy euro*, w: *Traktat z Lizbony. Wybrane zagadnienia*, red. M.M. Kenig-Witkowska, R. Grzeszczak, Warszawa, 2012.
- Bastian J., Begg I., Fritz-Vannahme J., *Making the European Union work. Issues for Economic Governance Reform*, Synthesis of round-table discussions of the Expert Group on European, Economic Governance, Bertelsmann Stiftung, 3, March 2011.
- Bijlsma M., Valee S., *The creation of the euro area financial safety nets*, Bruegel Working Paper 2012/09, 2012.
- Blanchard O. i Giavazzi F., *Current Account Deficits in the Euro Area. The End of the Feldstein Horioka Puzzle?*, NBER Working Papers 8120, National Bureau of Economic Research, 2002.



- Bobeva D., *The new EU Macroeconomic Imbalances Procedure and its Relevance for the Candidate Countries*, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2013.
- Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., Makarski K., *Macroprudential policy and imbalances in the euro area*, NBP Working Paper, 2012.
- Brzozowski M., Siwinska-Gorzela J., *The Impact of Fiscal Rules on Fiscal Policy Volatility*, Journal of Applied Economics, Vol XIII, No. 2, 2010.
- De la Dehesa G., *Eurobonds, Concepts and Implications*, Directorate General for Internal Policies, 2010.
- De Santis S., *The Euro Area Sovereign Crisis. Save Haven, Credit Ratings Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal*, ECB Working Paper, no. 1419, 2012.
- Delors J., Fernandes S., Mermet E., *The European Semester: only a first step*, Notre Europe, Policy Brief, No. 22, 2011.
- Delpla J., Von Weizsäcker J., *Eurobonds: The Blue Bond Concept and its Implications*, Bruegel Policy Contribution, 2011/02, 2011.
- Dullien S., Torreblanca J.I., *What is political union?* the European Council on Foreign Relation Policy Brief, 2012.
- Dunin-Wąsowicz M., Darska A., Tchorek G., *Integracja europejska i nowy ład gospodarczy*, Scholar, 2012.
- Duval R. i Elmeskov J., *The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets*, ECB Working Paper, No. 596, 2006.
- Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U., *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters*, NBER Working Paper No. 10036, 2003.
- Elliott D.J., *Key Issues on European Banking Union*, Global Economy & Development Working Paper No. 52, Brookings, 2012.
- European Commission, *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*, Occasional Papers, 92, 2012.
- Gianviti F., Krueger A.O., Pisani-Fery J., Sapir A., von Hagen J., *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*, Bruegel, 2010.
- Mongelli F., *New Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?*, ECB Working Paper No 138, 2002.
- Filipek A.K., Schreiber T., *The Stability and Growth Pact: Past Performance and Future Reforms*, Working Papers 97, Department of Economics, College of William and Mary Foreign Relations (ECFR), 2010.
- Frankel J.A., Rose A.K., *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, NBER Working Papers, 5700, National Bureau of Economic Research, 1996.
- Gianviti F., Krueger A.O., Pisani-Fery J., Sapir, A. i von Hagen J., *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*. Bruegel Blueprint Series, 10. 2010.
- Giaavazzi F. i Spaventa L., *The European Commission's proposals: empty and useless*, www.voxeu.org, 2010.
- Goodhart Ch., *Europe: After Crisis*, DSF Policy Paper, 18, 2011.
- Goyal R., Brooks P.K., Pradhan M., Tressel T., DellAriccia G., Leckow R., *A Banking Union for the Euro Area*, IMF Discussion Staff Note, 2013.

- Gros D., Mayer T., *Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it*, CEPS Policy Brief, No. 265, 2012.
- Gros D., *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis?*, CEPS Policy Brief, 266, Centre for European Policy Studies, 2012.
- Grosse T.G., *Systemowe uwarunkowania kryzysu strefy euro*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, 2012.
- Hallerberg M., Marzinotto B., Wolff G.B., *On the effectiveness and legitimacy of EU Economic Policies*, Bruegel Policy Paper, 4, 2012.
- Hauptmeier S., Sanchez-Fuentes J., Schuknecht L., *Towards expenditure rules and fiscal sanity in the euro area*, Journal of Policy Modeling 33, 2011.
- House price imbalances and structural features of housing markets*, Quarterly Report on the Euro area. Komisja Europejska, 2011.
- Kalemi-Ozkan S., Sorensen B.E., Yosha O., *Regional Integration, Industrial Specialization and the Asymmetry of Shocks across Regions*, Journal of International Economics, 2001.
- Kinoshita Y., *Sectoral Composition of Foreign Direct Investment and External Vulnerability in Eastern Europe*, IMF, Working Paper, 2011.
- Larch M., van den Noord P., Joung L., *The Stability and Growth Pact: Lessons from the Great Recession*, European Economy. Economic Paper, No. 429, 2010.
- Laski K., Podkaminer L., *The basic paradigms of EU economic policy-making need to be managed*, Cambridge Journal of Economics, 36(1), 2012.
- Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, IMF 2009.
- Marchewka-Bartkowiak, K., *Nowe ponadnarodowe reguły budżetowe odpowiedzią na kryzys zadłużenia publicznego w strefie euro*. Studia Ekonomiczne PAN, 1, 2012.
- Merler S. i Pisani-Ferry J., *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution, 12, 2012.
- Mitra P., *Capital Flows to EU New Member States: Does Sector Destination Matter?* IMF, WP, 2011.
- Mongelli F.P., De Grauwe P., *Endogeneities of Optimum Currency Areas: What brings Countries Sharing a Single Currency Closer together?* ECB Working Paper no. 468, 2005.
- Mroczek W., *Wpływ wprowadzenia euro na stopień otwartości i zmiany strukturalne w handlu krajów strefy euro*, w: *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, 2009.
- Oręziak L., *Finanse Unii Europejskiej*, PWN, 2004.
- Pisani-Ferry J., Wolff G.B., *Fiscal implication of a banking union*, Bruegel Policy Brief, nr 2/2012, 2012.
- Rogowski W., *Unia bankowa – notatki z placu budowy*, w: *Wyzwania regulacji rynków finansowych*, red. W. Rogowski, Oficyna Allerhanda, 2013.
- Schuknecht L., Moutot P., Rother P., Stark J., *The Stability and Growth Pact, Crisis and Reform*, ECB Occasional Paper, 129, 2011.
- Sławiński A., *Strefa euro: Scenariusz alternatywny*, Folia Oeconomica NR 273, Uniwersytet Łódzki, 2012.
- Sobolewski P., *Instrumenty pochodne na współczesnych rynkach finansowych*, w: *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, Przybylska-Kapuścińska (red.), Bank i Kredyt, 2012.

- Szpunar P., *Rola polityki makroostrożnościowej w zapobieganiu kryzysom finansowym*, Materiały i Studia NBP, Nr 278, 2012.
- Tchorek G., *Czy można odnosić korzyści z integracji walutowej?*, w: *Mechanizmy funkcjonowania strefy euro*, S. Owsiak (red.), Wyd. Krakowska Szkoła Biznesu Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, 2013a.
- Tchorek G., *Nierównowagi fiskalne i makroekonomiczne w strefie euro a nowe rozwiązania instytucjonalne*, Management and Business Administration. Central Europe, Akademia Leona Koźmińskiego, No 2, 2013b.
- Vernengo M., Perez-Caldentey E., *The euro imbalances and financial deregulation: A post Keynesian interpretation of the European debt crisis*, Working Paper No. 702, Levy Economics Institute, 2012.
- Wolff G., *A Budget for Europe's Monetary Union*, Bruegel Policy Contribution, No. 12, 2012.
- Zaleska M. (red.), *Unia bankowa*, Difin, 2013.

**Słowa kluczowe:** strefa euro, kryzys, reformy instytucjonalne

## Roots of the crisis and the new institutional arrangements in the euro area

### Summary

The objectives of the article are concentrated on three main issues: firstly, identification of the main weaknesses of the euro area mechanisms which led to the crisis; secondly, an assessment of the introduced and proposed reforms; and thirdly, considering the optimal model of the euro area functioning in the future.

The main findings from literature review indicate that the euro introduction was based on incorrect assumptions which led to real and nominal divergence between countries despite expected convergence. Moreover, the economic and financial crisis stressed that the euro area was an incomplete monetary union because of the insufficient stabilization instruments and low level of solidarity between countries.

The new institutional regulations introduced in the EU are a big step towards strengthening current and establishing new mechanisms forming the fiscal, economic and financial pillars of the monetary union. However, the progress and quality of their implementation is conditioned by a lot of factors. The main risks which can undermine the effectiveness of the reforms are connected with the fact that they are related to the broad set of economic and political aspects and demand giving up of national competences which should be delegated to the UE level.

The proposed model of European cooperation of a “hub and spoke” type means that the single currency is based on the power of institutions rather than on the power of sovereignty. It can constitute an alternative or transitional form of integration contrasting with decentralized monetary union before the crisis, and a highly centralized model of full political union, indicated as a target for the UE, and especially the euro area.

***Key words:*** euro area, crisis, institutional reforms