

DOI: 10.18559/SOEP.2018.1.2

Aleksander Surdej

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Katedra Studiów Europejskich

Aleksander.Surdej@uek.krakow.pl

**ARCHITEKTURA INSTYTUCJONALNA
STREFY EURO A DYNAMIKA PRZEMIAN
UNII EUROPEJSKIEJ**

Streszczenie: W artykule podjęto próbę ukazania projektu wspólnej waluty w świetle hipotez wiążących stabilność funkcjonowania systemu monetarnego z systemem politycznym i unitarnym suwerenem. Wskazano teoretyczne i historyczne okoliczności wprowadzenia wspólnej waluty, wyniki funkcjonowania gospodarek strefy euro w ciągu pierwszych dziesięciu lat oraz zróżnicowane skutki światowego kryzysu finansowego dla państw strefy euro. Następnie omówiono propozycje reform architektury instytucjonalnej strefy euro, która ma zapewnić jej stabilność i efektywność. W konkluzjach wskazano na paradoks projektu wspólnej waluty, którego prointegracyjne polityczne cele przyniosły nieoczekiwane, zagrażające współpracy europejskiej, skutki.

Słowa kluczowe: strefa euro, architektura instytucjonalna strefy euro, integracja europejska, konflikty redystrybucyjne wokół kosztów i korzyści strefy euro.

Klasyfikacja JEL: F15.

**THE INSTITUTIONAL ARCHITECTURE OF THE EUROZONE
AND THE DYNAMICS OF EU TRANSFORMATIONS**

Abstract: The article attempts to show the functioning and the challenges to the stability of the Eurozone in the light of a hypothesis linking monetary systems with the political system of a unitary state. The theoretical reasons and historical circumstances behind the introduction of the euro are discussed the economic results of its first 10 years of the existence and differentiated consequences of the global financial crisis to the countries of the Eurozone are shown. Next, proposals for the

reforms of the institutional architecture of the Eurozone which are supposed to improve its stability and efficiency are examined. In conclusion, the paradoxical properties of the political instrumentality of having a single currency as a means to increase solidarity and prosperity of European nations are pointed out.

Keywords: Eurozone, the institutional architecture of the Eurozone, European integration, and redistributive conflicts around the costs and benefits of the Eurozone.

Wstęp

Historia funkcjonowania Unii Gospodarczej i Walutowej UE (Economic and Monetary Union – EMU), w skrócie strefy euro, w okresie 1999-2015 wskazuje na stopniowe ukazywanie się skutków oddziaływania niebranych wcześniej pod uwagę czynników (także z powodu niewystarczającego rozwoju teorii). Projekt wspólnej waluty ulega ewolucji i uszczegółowieniu w trakcie funkcjonowania EMU¹. Najważniejszym z niedocenionych założeń jest kwestia zależności trwałości pieniądza papierowego od wspierającego go państwa, które, mając prawa do jego emisji, równocześnie jest gwarantem jego wartości i stabilności. Założenie, że wspólny pieniądz wymaga wsparcia politycznego ze strony wspólnego państwa, nie było otwarcie dyskutowane, a jeśli takie stwierdzenia się pojawiały, były przyjmowane z domniemaniem, że takie polityczne dopełnienie „projektu walutowego” pojawi się niemalże automatycznie, zgodnie z funkcjonalną logiką dotychczasowego rozwoju integracji europejskiej („potrzeba wymusza pojawienie się funkcjonalnego rozwiązania”)². W artykule tym podjąłem próbę rekonstrukcji najważniejszych etapów wprowadzania i funkcjonowania wspólnej waluty z perspektywy pytania, czy trwałość euro wymaga stworzenia wspólnego państwa (unii politycznej) lub stworzenia rozwiązań instytucjonalnych, które będą prowadzić, komplementarną w stosunku do polityki monetarnej, politykę tak, jakby były wspierane przez wspólne państwo (unię polityczną).

¹ Jednym z powodów jest niewystarczający rozwój teorii i, z oczywistych względów, brak badań empirycznych nad podobnymi projektami.

² Typowa dla takiej postawy jest wypowiedź Romano Prodiego, ówczesnego Przewodniczącego Komisji Europejskiej – „Jestem pewny, że euro zmusi nas do wprowadzenia szeregu nowych instrumentów polityki gospodarczej. Politycznie nie są one dzisiaj możliwe do zaproponowania. Pewnego dnia pojawi się jednak kryzys i nowe instrumenty zostaną stworzone” (Barber i Norman, 2001).

1. Teoretyczne argumenty na rzecz wprowadzenia wspólnej waluty

Gdy w 1971 roku prezydent Stanów Zjednoczonych Richard Nixon zakończył erę wymienialności dolara na złoto, a wraz z nim wszystkich walut, które można było wymienić na dolary, rozpoczęła się era pieniądza papierowego, którego emisja i wartość zależy od rządów (lub podległych im albo coraz częściej niezależnych banków centralnych). Sytuacja ta grozi niestabilnością monetarną wewnątrz państw (gdyby bowiem rządy emisją „pustego” pieniądza pokrywały deficyt budżetowy, skutkiem byłby wysoki poziom inflacji w wyniku m.in. wzrostu szybkości obiegu pieniądza) oraz silnymi wahaniami kursów walut państw grożącymi destabilizacją światowego systemu walutowego (mogłoby się pojawić zjawisko „konkurencyjnej dewaluacji” podobnej do polityki „podcinania sąsiada” (*Beggar-Thy-Neighbor*) generującej konflikty handlowe pomiędzy państwami europejskimi w latach 30. XX wieku).

Dla dziewięciu państw ówczesnej EWG (Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej) odpowiedzią na potrzebę stabilizacji relacji walutowych stał się wprowadzony w marcu 1979 roku mechanizm wzajemnej stabilizacji walut państw członkowskich, za pomocą którego jego członkowie utrzymywali kursy swoich walut w przedziale $\pm 2,25\%$ ustalonego kursu parytetowego.

W latach 80. europejski mechanizm kursowy okazał się wystarczająco stabilny i elastyczny, aby godzić interesy państw członkowskich. Impuls do przejścia od fluktuujących, w politycznie określonych granicach, kursów walutowych do projektu wprowadzenia wspólnej waluty wiązał się z polityczną aktywnością przewodniczącego Komisji Europejskiej Jacques’a Delors’a, który doprowadził do przyjęcia w 1986 roku przez 12 państw członkowskich Jednolitego Aktu Europejskiego, którego celem było usunięcie barier dla przepływu dóbr, usług, kapitału i ludzi pomiędzy państwami członkowskimi „dla wzajemnych korzyści gospodarczych i dla wzmocnienia więzów łączących obywateli i państwa członkowskie Unii Europejskiej”. Zrąb budowy jednolitego rynku miał być ukończony w 1992 roku dzięki dwóm typom działań: szerokiemu stosowaniu zasady „wzajemnego uznania” (*mutual recognition*), która zapewniała dostęp do rynku, jeśli zainteresowane państwa posiadały regulacje nakierowane na ten sam cel (na przykład jeśli państwa posiadały ekwiwalentne standardy sanitarne produkcji i dystrybucji żywności), bez konieczności całkowitej harmonizacji, oraz ograniczonemu wprowadzaniu minimalnych odgórnych regulacji. Chociaż perspektywa roku 1992 okazała się mobilizująca, można twierdzić,

że program budowania jednolitego rynku nie został do tej pory zakończony, w szczególności w odniesieniu do rynku usług. Dobrym przykładem są konflikty wokół wdrażania tzw. dyrektywy Bolkensteina, która dotyczyła właśnie rynku usług.

Wspólna waluta jako cel uzupełniający budowanie jednolitego rynku pojawiła się w Raporcie Delors'a z 1989 roku. W kontekście jednolitego rynku oczywiste wydawały się jej zalety, takie jak poprawa właściwości informacyjnych cen dzięki możliwości porównań w tej samej walucie cen takich samych dóbr pochodzących z różnych państw, wyeliminowanie kosztów transakcyjnych płynących z konieczności wymiany walut oraz kosztów ubezpieczenia ryzyka silnych zmian kursów przez podmioty zaangażowane w wymianę międzynarodową (tj. importerów, eksporterów czy inwestorów)³. W szerszym aspekcie wspólna waluta miała się przyczynić do przyspieszenia wzrostu gospodarczego wszystkich państw ją przyjmujących dzięki wzrostowi wymiany handlowej, pogłębieniu specjalizacji i umożliwieniu bardziej konkurencyjnym przedsiębiorstwom wykorzystania „korzyści skali”.

Jednakże wielkość korzyści, które może przynieść wspólna waluta, zależy od tego, czy państwa przyjmujące ją spełniają kryteria sformułowane przez Roberta Mundella (1961) w teorii optymalnych obszarów walutowych. Kryteriami tymi są: mobilność pracowników – czy na danym obszarze gospodarczym pracownicy przemieszczają się z łatwością; elastyczność płac – czy pracownicy, związki zawodowe i prawo pracy pozwalają na obniżenie płac, gdy obszar gospodarczy jest dotknięty recesją; zbieżność cyklu koniunkturalnego oraz podobieństwo struktury gospodarczej – czy aktywność gospodarcza zmienia się w podobnym kierunku i tempie; dostępność transferów fiskalnych – czy istnieje wspólny dla całego obszaru budżet, którego środki mogą zostać użyte dla pobudzenia państw (regionów) przeżywających trudności gospodarcze.

Stopień, w jakim kraje, które przystąpiły do strefy euro, spełniają kryteria optymalnego obszaru walutowego, różnił się i różni pomiędzy państwami oraz w odniesieniu do poszczególnych kryteriów. Silna gospodarcza współzależność Belgii, Holandii, Luksemburga (tzw. Beneluksu) i Niemiec sprawiała, że jeszcze przed przyjęciem euro państwa te stanowiły przykład

³ Elastyczny i fluktuujący kurs waluty czyni każdy kraj odpowiedzialnym za stabilność monetarną, ale może prowadzić do chaosu i ekonomicznego nacjonalizmu. W UE jest obecnie 28 państw. Gdyby wszystkie te państwa miały $N = 28$ elastycznych kursów walutowych, to całość miałaby $\frac{1}{2} \times N \times (N - 1) = 378$ kursów wymiany! W 2016 roku strefę euro tworzyło 19 państw, a dziewięć państw członkowskich UE nie należało do strefy euro: N dla UE wynosi więc 10 – euro zmniejszyło liczbę dwustronnych kursów do 50!

miniobszaru walutowego z marką niemiecką jako „walutową kotwicą”. Gospodarki innych państw, w tym w szczególności Włoch i Hiszpanii, cechowały się większą rozbieżnością ze „strefą D-mark”. Wątpliwości co do przyjęcia przez te państwa wspólnej waluty były osłabiane wskazaniem na potencjalną endogeniczność optymalnych obszarów walutowych (Frankel i Rose, 1996) – oczekiwaniem na to, że wspólna waluta przyspieszy pojawienie się zbieżności cykli koniunkturalnych i struktury gospodarczej – oraz na polityczny aspekt równoczesnego przyjęcia euro przez grupę największych (oprócz Wielkiej Brytanii) państw członkowskich UE⁴. Najsilniejsze zastrzeżenia dotyczyły warunku mobilności siły roboczej. Zauważano, że o ile w Stanach Zjednoczonych co roku ok. 1,98% siły roboczej przemieszcza się z jednego stanu do drugiego w poszukiwaniu pracy, to w UE jedynie 0,14% (mobilność pracowników w Stanach jest zatem 14-krotnie wyższa niż w UE). Co więcej, obywatele państw członkowskich UE są również mało mobilni w ramach swoich państw (Barslund, Busse i Schwarzwälder, 2015).

Teoretycy ekonomii dostrzegali problem przestrzennego wymiaru korzyści i ewentualnych kosztów unii monetarnej. Wskazywano, że jeśli w ramach unii monetarnej kryzys gospodarczy dotknie jakichś państw (czy regionów), negatywne skutki kryzysu nie będą mogły być kompensowane poprzez duże transfery fiskalne, których byłyby beneficjentami. Zauważano, że łączny budżet UE, na podstawie postanowień traktatowych, może stanowić nie więcej niż 1,27% PKB państw członkowskich, a w praktyce jest nawet o 1/3 mniejszy i oscyluje wokół 1% PKB. Żadne państwo posiadające własną walutę nie ma więc tak małego potencjału dla transferów fiskalnych, a propozycje zwiększenia budżetu UE napotykać opór państw członkowskich, które dążą do zmniejszenia rozpiętości pomiędzy tym, co wpłacają do budżetu UE, a tym, co zeń otrzymują⁵. Nawet jeśli budżet UE będzie potraktowany jako budżet czwartego poziomu wielopoziomowej struktury zarządzania, to jego pożądana wielkość powinna wynieść około 4-5% PKB państw strefy euro. W propozycjach wzmocnienia strefy euro propozycja zapewnienia transferów fiskalnych o odpowiednio dużej skali ma kluczowe znaczenie i wciąż powraca.

⁴ Argument ten wciąż powraca w wystąpieniach przedstawicieli Komisji Europejskiej. W wystąpieniu w dniu 13 września 2017 roku przed Parlamentem Europejskim Przewodniczący Komisji Europejskiej Jean-Claude Juncker stwierdził: „Jeśli chcemy, aby euro jednoczyły nasz kontynent, a nie dzieliło, nie powinno być walutą wybranej grupy krajów. Euro przeznaczone jest do bycia wspólną walutą Unii Europejskiej” (Euronews, 2017).

⁵ Dobrymi przykładami są zasada sprawiedliwego zwrotu (*juste retour*) wskazująca na wysiłki wszystkich państw prowadzące do zapewnienia sobie najkorzystniejszej pozycji finansowej netto w relacjach z UE czy brytyjski rabat.

Dokonywana przed wprowadzeniem euro analiza kosztów i korzyści wskazywała na niektóre typy kosztów płynących z rezygnacji z własnego pieniądza. Opinia publiczna była skupiona na kwestiach symbolicznych związanych z rezygnacją z walut narodowych, z utratą lira czy marki. Przywiązanie do nazwy waluty okazało się jednak słabsze, niż wtedy obserwatorom się wydawało. W niektórych państwach konsumenci obawiali się natomiast, że zamiana walut będzie okazją do wzrostu cen – obawy takie były szczególnie silne we Włoszech (Mastrobuoni, 2004) czy później (w 2009 roku) na Słowacji. W badaniach empirycznych długofalowy efekt zaokrąglania cen okazał się mało istotny, gdyż w procesie wymiany walut ceny niektórych dóbr wzrosły, innych natomiast zmalały.

Ekonomiści wskazywali, że wraz z odejściem od własnego pieniądza państwo straci dochód uzyskiwany dzięki emisji pieniądza, który nazywany jest rentą emisyjną. W zamian za to uzyska jednak część renty emisyjnej, która powstaje dzięki emisji euro – w tym wymiarze strata jest więc rekompensowana (Gros, 2004). Innym, istotniejszym ograniczeniem, związanym z rezygnacją z własnego pieniądza, jest rezygnacja z korzyści, które inflacja przynosi rządcom: inflacja pozwala bowiem na nadzwyczajny wzrost dochodów podatkowych (w tym głównie z VAT) oraz w ostateczności na obniżenie wartości długu denominowanego we własnej walucie. Takie „korzyści” powodują jednak spadek dochodu realnego mieszkańców i utratę wartości oszczędności – dla rządzących są jednak dodatkowym instrumentem rozwiązania problemu zadłużenia publicznego. Najważniejszą korzyścią, którą własny pieniądz umożliwia, jest wyższa elastyczność dostosowania się do „szoku ekonomicznego” (zaburzeń gospodarczych) dzięki samodzielnemu kształtowaniu stopy procentowej oraz dzięki ewentualnej dewaluacji waluty. Dewaluacja waluty podraża ceny dóbr importowanych, a tym samym obniża poziom życia. Jednakże dewaluacja poprawia względną pozycję krajowych produktów i producentów, a tym samym chroni poziom zatrudnienia i dochody pracowników. Co więcej, korzyści z dewaluacji są bardziej widoczne i skoncentrowane, a koszty rozkładają się w sposób czasami trudno dostrzegalny na ogół obywateli. Dewaluacja jest względnie łatwa do przeprowadzenia z politycznego punktu widzenia. Brak możliwości dewaluacji zmusza dotknięte kryzysem państwa do podążania ścieżką tzw. dewaluacji wewnętrznej, czyli restrukturyzacji przedsiębiorstw, zmniejszania zatrudnienia czy obniżania płac – prowadzi do silnych konfliktów społecznych, a nawet może destabilizować system polityczny.

W przededniu wprowadzenia euro wśród ekonomistów dominowały zastrzeżenia co do ekonomicznej optymalności projektu, gdyż dostrzegali

oni, używając słów P. De Grauwe'a i F. Mongellego, że przystępujące do unii monetarnej państwa „nie są wystarczająco zintegrowane, aby wygenerować korzyści ze wzrostu efektywności, które zrekompensują makroekonomiczne koszty unii (De Grauwe i Mongelli, 2005).

W zderzeniu ze złożonością interpretacji procesów gospodarczych i politycznych techniczne argumenty ekonomiczne na ogół nie prowadzą do jednoznacznych wniosków. Wśród promotorów wspólnej waluty głównie francuskich, dominowało przekonanie, że euro jest niezbędne, aby gospodarczo i politycznie związać Niemcy, które po zjednoczeniu zyskały gospodarczą wagę znacznie przewyższającą wagę Francji. Ponadto w latach 1992-1993 europejskim systemem walutowym wstrząsnął kryzys doprowadzający do dewaluacji funta, franka francuskiego i lira, co tworzyło pozytywny kontekst dla takich politycznie motywowanych decyzji (Jones i Verdun, 2005).

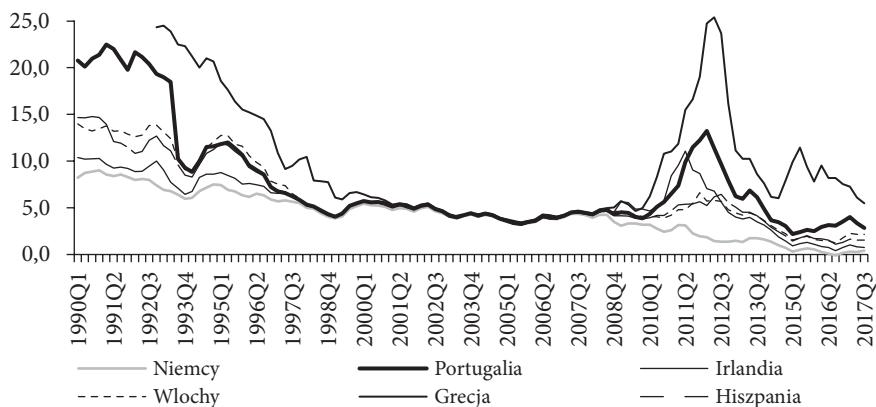
Przestrogi formułowane przez niektórych ekonomistów zostały zlekceważone, a opinie ekonomistów amerykańskich, takich jak Martin Feldstein, który pisał, że „jest bardzo prawdopodobne, że działania w kierunku stworzenia unii monetarnej oraz integracja polityczna, która po tym nastąpi, zwiększą konflikty w Europie” (Feldstein, 1997, s. 72), uznawano za wynikające z obawy o to, czy wraz z upływem czasu euro nie zastąpi dolara jako główna waluta, w której będą utrzymywane rezerwy walutowe większości państw świata.

2. Bilans funkcjonowania euro w pierwszej dekadzie (1999-2009)

W wyniku politycznych kompromisów pomiędzy Francją a Niemcami strefa euro została zaprojektowana jako unia monetarna bez wspierającego ją unitarnego państwa (suwerena) (Shore, 2006). Ów brak miało wypełnić porozumienie pomiędzy kilkoma państwami członkowskimi dotyczące dzielenia się suwerennością monetarną z towarzyszącym mu warunkiem, że państwa te zobowiążą się do nienadużywania systemu poprzez fiskalną rozrzutność. U podstaw funkcjonowania strefy euro znajduje się Europejski Bank Centralny (EBC), którego głównym celem jest gwarantowanie inflacji poniżej 2% rocznie. W strefie euro wprowadzono zakaz finansowania długu rządów, a kurs wymiany euro w stosunku do tzw. reszty świata pozostaje płynny. Z czasem (od 2012 roku) zakup obligacji rządowych krótszych niż trzyletnie został uznany za uprawniony, ale EBC orientował się wyłącznie na cel inflacyjny, co doprowadziło do pojawienia się tendencji deflacyjnych

uważanych za groźniejsze dla wzrostu gospodarczego niż sytuacja niewielkiej (< 5%) inflacji (*Why deflation is bad*, 2015).

Europejski Bank Centralny został celowo zaprojektowany tak, aby prowadzić politykę monetarną na wzór Bundesbanku (Banku Centralnego RFN), czyli koncentrując się wyłącznie na ograniczaniu inflacji. Wcześniej państwa członkowskie UE cechowały duże różnice stóp inflacji oraz okresowe dewaluacje, co sprawiało, że instytucje finansowe oczekiwały od tych państw wysokich premii za ryzyko. Państwa, takie jak Włochy, Hiszpania czy Portugalia, płaciły znacznie wyższe odsetki niż Niemcy, Holandia, Austria czy Francja. Zmieniło się to wraz z przystąpieniem do strefy euro, gdyż podmioty rynków finansowych zaczęły żywić przekonanie, że traktat z Maastricht, wraz z zapowiedzią wspólnego pieniądza, zapoczątkował erę niskiej inflacji na zawsze, bez dewaluacji i bez bankructw rządów.



Rysunek 1. Ewolucja premii za ryzyko przed i po kryzysie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (%)

Źródło: OECD, baza online.

Dzięki przyjęciu euro prawie że znikła rozpiętość stóp procentowych (*spread*) dziesięcioletnich obligacji rządowych różnych państw w stosunku do stóp procentowych obligacji niemieckich (zob. rysunek 1)⁶. Przyniosło

⁶ Inwestorzy finansowi wiedzieli o cechujących Grecję od wielu dziesięcioleci problemach z równowagą finansów publicznych. Znali też reguły strefy euro, w tym „klauzulę no-bailout”. Finansowanie długu Grecji na korzystnych dla tego kraju warunkach można wyjaśnić jako wynikające z przekonania, że reguła ta w przypadku kryzysu nie będzie stosowana, a pozostałe kraje członkowskie strefy euro solidarnie wezmą odpowiedzialność za dług tak, jakby to był ich własny dług.

to wielką korzyść dla Grecji czy Włoch. W wypadku Włoch przed przystąpieniem do euro *spread* wynosił ok. 600 punktów bazowych, czyli ok. 6%, co sprawiało, że w stosunku do wysokości długu publicznego sięgającego 120% koszty obsługi długu były wyższe o 7,2% niż hipotetyczne koszty dla Niemiec. Po wejściu do strefy euro *spread* Włoch w stosunku do Niemiec zmalał do 20-30 punktów bazowych, czyli do ok. 0,2-0,3%. Przyniosło to Włochom znaczne oszczędności, które mogły zostać użyte do zmniejszenia długu, ale posłużyły do zwiększenia wydatków (Bagnai, 2016).

„Potaniecie pieniądza” dzięki dostępności finansowania wydatków publicznych na warunkach dostępnych wcześniej cieszącemu się wysoką wiarygodnością i zaufaniem instytucji finansowych rządowi Niemiec stało się dla takich państw, jak Grecja, pokusą do rozrzutności w finansowaniu przywilejów socjalnych (np. hojne emerytury dla wybranych grup bez aktuarialnych składek) i rozszerzenia katalogu bezpłatnych lub silnie subsydiowanych usług publicznych⁷.

W rezultacie dług publiczny stał się jedną z głównych przyczyn stagnacji gospodarczej w wielu państwach strefy euro. Jednakże już w momencie przyjęcia wspólnej waluty niektóre państwa – w tym Włochy i Belgię (tabela 1) – cechował wysoki, przekraczający uzgodnione kryteria maksymalne, poziom długu⁸.

Państwa o wysokim długu publicznym można podzielić na trzy grupy. Pierwszą tworzą Belgia i Włochy, które już w momencie przystąpienia do strefy euro cechował wysoki poziom długu publicznego i wciąż pozostaje on na zbliżonym poziomie. W stosunku do tych państw można powiedzieć, że nauczyły się „żyć z wysokim poziomem długu”. Drugą grupą są państwa, które co prawda przed kryzysem lat 2008-2009 cechował relatywnie niski poziom długu, ale na skutek załamania cen na rynku nieruchomości przejmowały one groźące upadkiem banki i w wyniku tego dług publiczny w nich silnie wzrósł (Irlandia, Hiszpania). Trzecią grupę tworzą państwa, które na skutek błędów polityki gospodarczej, wpadły w długotrwałe

⁷ W okresie 1999-2009 Grecja odnotowywała szybkie zbliżenie poziomu PNB do Niemiec: PNB *per capita* Grecji wzrósł z 41% poziomu Niemiec w 1995 roku do 71% w 2009 roku. Następnie jednak szybko spadał – do 47% w 2014 roku (Bulow i Rogoff, 2015).

⁸ Nie istnieje jeden próg wysokości długu, który automatycznie wywoływałby kryzys zaufania rynków finansowych. Kryzys taki pojawił się w odniesieniu do Argentyny, gdy dług publiczny tego kraju wynosił około 60%, a do roku 2017 nie dotknął Japonii, której poziom zadłużenia wynosi 240% PKB. Główną przyczyną japońskiej tolerancji wysokiego długu jest to, że w 91% dług ten jest finansowany przez podmioty wewnętrzne: Japończycy finansują dług swojego kraju, wykazując dużą cierpliwość i akceptując niskie stopy procentowe długookresowego długu.

Tabela 1. Kraje założycielskie euro: dynamika długu publicznego

Kraj	Waluta	Zadłużenie w 1999 roku – przystąpienia (% PKB)	Zadłużenie w 2011 roku (% PKB)	Zadłużenie w 2015 roku (% PKB)
Austria	szyling austriacki	66	75	85,9
Belgia	frank belgijski	112	91	106,1
Finlandia	marka fińska	64	48	62,7
Francja	frank francuski	61	94	96,2
Niemcy	marka niemiecka	40	56	71,6
Irlandia	funt irlandzki	49	106	98,4
Włochy	lir włoski	125	111	132,8
Luksemburg	frank luksemburski	5 (2001)	17	21,3
Holandia	gulden holenderski	58	66	66,8
Portugalia	escudo portugalskie	61	93	129,1
Hiszpania	peseta hiszpańska	61	55	100,7

Źródło: http://ec.europa.eu/economy_finance/explained/economies_of_europe/my_country/index_en.htm oraz <https://www.debtclocks.eu/>.

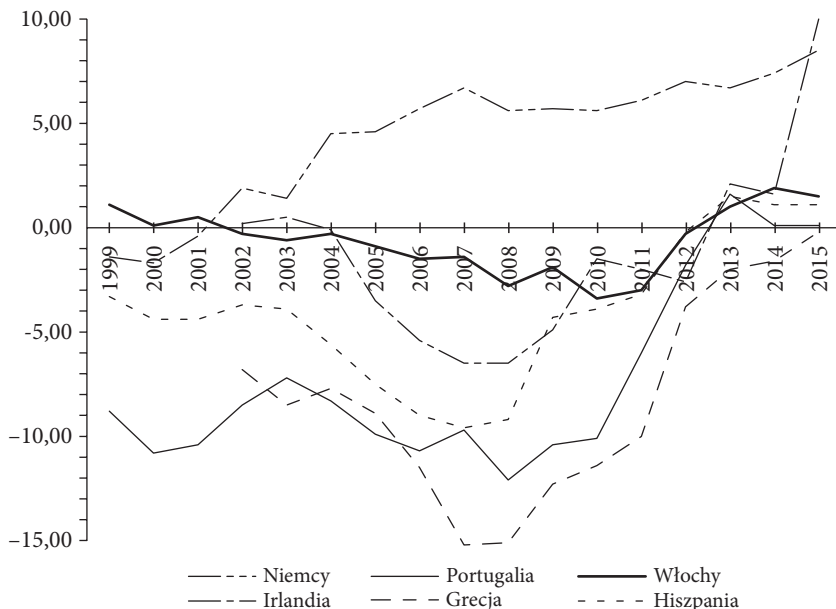
spowolnienie gospodarcze skutkujące wysokimi kosztami obsługi długu publicznego i wzrastającym zadłużeniem publicznym (Portugalia). Osobną kategorią jest przypadek Grecji, która, pomimo udzielanej jej pomocy, wciąż jest państwem niebędącym w stanie obsługiwać swojego zadłużenie. Grecja stała się przypadkiem testującym stabilność strefy euro, nie ze względu na swoje gospodarcze znaczenie (PKB Grecji stanowi ok. 2% łącznego dochodu państw strefy euro), lecz ze względu na symboliczne znaczenie kolejnych działań wobec tego kraju (kolejno: złagodzenie klauzuli o braku pomocy dla rządów – *no-bailout*; redukcja długu przez prywatnych wierzycieli, perspektywa ewentualnego wyjścia ze strefy euro podważająca wiarygodność trwałości strefy euro). Kryzys grecki zaczął się od „kryzysu zaufania” w 2009 roku, gdy wcześniejsze prognozy deficytu budżetowego na rok 2009 mówiące o 3,7% PKB zderzyły się z odkryciem rzeczywistej wielkości deficytu wynoszącej 15,4%. Kryzys płynności stał się kryzysem wypłacalności, gdy dług publiczny w listopadzie 2009 roku sięgnął 126,8% PKB. Ze strony UE pomoc nadeszła w 2012 roku w postaci umorzenia części długu, lecz było to działanie spóźnione o co najmniej dwa lata, gdyż rządy

Francji i Niemiec wcześniej nie chciały obciążać swoich banków, które były głównymi wierzycielami Grecji. Grecja pogrążyła się w wieloletnim kryzysie, a w 2014 roku jej PKB było o 23% niższe niż w 2008 roku, przy bezrobociu wynoszącym 26,5%. Mimo że Grecja powróciła na ścieżkę wzrostu, według prognoz MFW jej dług publiczny ma wciąż wynosić: 170% PKB w 2020 roku, a w roku 2060 sięgnąć 270% PKB (Greece Faces..., 2017). Kryzys płynności staje się kryzysem wypłacalności na skutek działania mechanizmu samonakręcającej się paniki: pojawienie się wątpliwości co do wypłacalności kraju zwiększa oprocentowanie długu tego kraju i w rezultacie zwiększa prawdopodobieństwo niewypłacalności. Kryzys płynności długu, który w normalnych warunkach nie stanowiłby zagrożenia bankrutstwem (wypłacalnością), staje się kryzysem wypłacalności.

Kryzys grecki będzie trwać jeszcze długo. Restrukturyzacja długu przesunęła ciężar spłat na okres po roku 2022. Stan finansów publicznych Grecji będzie cały czas pod nadzorem Trojki złożonej z przedstawicieli KE, EBC i MFW. Zewnętrzne monitorowanie przez instytucje nie pochodzące z demokratycznego wyboru będzie budzić sprzeciw Greków.

Zgodnie z teoretycznymi założeniami, wspólny pieniądź zmniejsza bariery dla przepływów kapitałowych z jednych państw do drugich. Jest to zjawisko potencjalnie korzystne, gdyż pozwala na zwiększenie dostępności środków inwestycyjnych w państwach, które oferują wyższe stopy zwrotu, oraz umożliwia lepsze dopasowanie relacji oszczędności/konsumpcja w kolejnych okresach. Jednakże współistnienie w tym samym obszarze walutowym państw o wysokich stopach oszczędzania i państw cechujących się nadwyżką w bilansie obrotów bieżących z państwami o niskich stopach oszczędzania i deficycie w bilansie obrotów bieżących może się przyczynić do stworzenia baniek spekulacyjnych na niektórych rynkach i w niektórych państwach, do których napływa kapitał (rysunek 2). Przykładem tego zjawiska był boom budowlany w Hiszpanii, który trwał w okresie od 1999 do 2007 roku. W tym czasie do Hiszpanii napłynęło 268 miliardów euro (głównie z Niemiec) (Cunat i Garicano, 2010). Spowodowało to wzrost cen nieruchomości oraz silny wzrost płac w sektorze budowlanym⁹. Gdy bańka na rynku nieruchomości pękła, pojawił się kryzys bankowy i gospodarczy, a w rezultacie bolesne dostosowania polegające na spadku płac i wzroście bezrobocia. W Hiszpanii boom w sektorze budowlanym miał niekorzystne skutki tak-

⁹ „Unia monetarna prowadzi do negatywnych realnych stóp procentowych w państwach nadrabiających dystans rozwojowy, co przekształca się w bańkę, gdy brak jest odpowiednich regulacji bankowych” (Tirole, 2015, s. 358).



Rysunek 2. Saldo rachunku bieżącego w krajach PIIGS i w Niemczech, 1999-2015 (% PKB)

Źródło: OECD, baza online.

że w innych wymiarach, w tym edukacji. W okresie boomu wysokie płace w budownictwie zniechęcały młodzież do kontynuacji nauki, gdyż pracownik budowlany mógł zarobić nawet 3 tys. euro miesięcznie. Zwolnienia zastały tych wciąż młodych pracowników bez odpowiedniego poziomu wykształcenia, które pozwoliłoby im na szybkie zdobycie nowych kwalifikacji.

Z perspektywy doświadczeń ponad 15 lat funkcjonowania euro należy również stwierdzić, że w zbyt wielkim stopniu dług publiczny i prywatny w takich państwach, jak Grecja czy Hiszpania, był finansowany ze środków zagranicznych (nawet jeśli były to środki z innych państw strefy euro). Co więcej, znaczna część tych pożyczek została skierowana do mało produktywnych sektorów (do sektora publicznego lub do sektora usług skierowanych do nabywcy wewnętrznego, w tym do budownictwa). Ponadto w państwach tych (w tym głównie w Grecji) banki nadmiernie inwestowały w papiery wartościowe swoich rządów, co stworzyło silną negatywną wzajemną zależność, w której wypłacalność rządów wpływa na rentowność banków, a upadłość banków może prowadzić do wzrostu poziomu zadłużenia publicznego.

Wewnętrzna nierównowaga w strefie euro ma swoje źródło w sile gospodarki Niemiec – nadwyżki generowane przez to państwo mają drugą (negatywną) stronę w postaci presji na gospodarki słabsze. Generowana przez gospodarkę Niemiec nadwyżka pozwalałaby temu państwu na prowadzenie bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej, jednak rządy Niemiec opierają się takim sugestiom i takiej presji, starając się utrzymać rygorystyczny kurs w polityce fiskalnej.

Dobre wyniki gospodarcze Niemiec pokazują, że obecne reguły funkcjonowania strefy euro służą państwom, które preferują niską inflację (niska inflacja, a także deflacja, są korzystne dla kredytodawców). W wypadku Niemiec siła gospodarcza jest wsparta dodatkowo dyscypliną płacową (niski wzrost płac nominalnych, przy dość silnym wzroście produktywności), rygiem budżetowym i niechęcią do zwiększania wydatków – nawet wtedy, gdy mogłoby to pomóc innym gospodarkom strefy euro – oraz silną nadwyżką eksportu, która jest wynikiem technicznego zaawansowania przedsiębiorstw i innowacyjności ich produktów.

Z wynikami gospodarczymi Niemiec silnie kontrastują wyniki gospodarcze Włoch. U podstaw sukcesu gospodarczego Niemiec tkwi wzrost produktywności, a Włochy cechuje jej niski wzrost. O ile pomiędzy 1995 a 2011 rokiem roczny wzrost produktywności pracy w Stanach Zjednoczonych wynosił 2,3%, we Francji 1,4% w Niemczech 1,5%, o tyle we Włoszech zaledwie 0,4%. Gospodarka włoska okazała się niezdolna do absorpcji i wykorzystania nowych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych. Cechuje ją niski poziom kapitału ludzkiego oraz mała wielkość przeciętnego przedsiębiorstwa. W rezultacie Włochy zostały zamknięte w specjalizacji w sektorach międzynarodowych o niskiej dynamice wzrostu oraz o niskiej wartości dodanej. Jeśli do kwestii tych dodać niesprawność sądownictwa oraz niestabilność polityczną, to otrzymujemy pełną listę czynników niskiego wzrostu produktywności gospodarki Włoch (OECD, 2017).

3. Kierunki reform instytucjonalnych podejmowanych dla zapewnienia trwałości euro

Dotychczasowe doświadczenia strefy euro wskazują, że głównym źródłem jej problemów jest silne zróżnicowanie cech i mechanizmów funkcjonowania tworzących ją gospodarek i szerzej państw. W okresie projektowania euro pojawiały się ostrzeżenia, że wspólna waluta nie jest projektem ekonomicznie optymalnym, a na pewno jest wprowadzana przedwcześnie.

Jednakże przeważały inne racje. W wymiarze ekonomicznym głównym argumentem na rzecz przyjęcia euro przez państwa peryferyjne stało się optymistyczne założenie, że jeśli dotknie je kryzys, to będą zdolne zeń wyjść dzięki wzrostowi elastyczności rynku pracy oraz wzrostowi konkurencyjności poprzez tzw. reformy strukturalne, które najczęściej obejmują cięcia wydatków socjalnych, prywatyzację i zmniejszenie barier dla konkurencji.

Analiza funkcjonowania strefy euro wymaga rozdzielenia dwóch w rzeczywistości silnie powiązanych kwestii: rozwiązań instytucjonalnych, które sprawią, że strefa euro będzie miała polityczne wsparcie, jakby wspierało ją jednorodne państwo, chociaż państwa takiego nie ma i w dającej się przewidzieć przyszłości nie będzie, oraz źródeł kryzysu gospodarczego w niektórych państwach strefy euro (w jakiej części jest on skutkiem funkcjonowania w strefie euro). W pierwszej kwestii konieczne są rozwiązania, które dają Europejskiemu Bankowi Centralnemu wszystkie najważniejsze funkcje banku centralnego, w drugiej zaś niezbędne jest prowadzenie polityki gospodarczej, która lepiej uwzględni różnorodność warunków gospodarczych i potrzeb wszystkich państw strefy euro.

Wielkim krokiem w kierunku trwałości strefy euro była deklaracja prezesa EBC Mario Draghiego, który w lipcu 2012 roku ogłosił, że EBC zrobi wszystko, co jest potrzebne, aby zachować euro („w ramach naszego mandatu EBC jest gotów zrobić wszystko, co jest potrzebne, aby utrzymać strefę euro. I wiercie mi, że to wystarczy”). W praktyce oznaczało to, że EBC, w razie potrzeby, będzie kupować obligacje zadłużonych państw i funkcjonować jako pożyczkodawca ostatniej instancji, tak jak się dzieje w wypadku narodowych banków centralnych. Deklaracja ta uspokoiła rynki kapitałowe i osłabiła tendencję do pozbywania się długu publicznego państw strefy euro. W rezultacie *spread* znacząco się zmniejszył, a koszty pożyczkowe rządów wróciły do przedkryzysowego poziomu. To uprawnienie EBC jest jednak wciąż kontestowane, a największe zagrożenie dla jego praktycznego stosowania wiąże się z próbą jego podważenia przed niemieckim Federalnym Trybunałem Konstytucyjnym w Karlsruhe. Politycznego potwierdzenia wymaga także prawo EBC do stosowania tzw. ilościowego poluzowania poprzez zakup obligacji rządowych lub konwencjonalnych „operacji otwartego rynku”. Europejski Bank Centralny powinien także zyskać prawo do dopuszczania do inflacji wyższej niż rygorystycznie wskazane maksimum 2%, który to poziom utrudnia niektórym państwom dostosowania gospodarcze.

Należy więc stwierdzić, że w wymiarze konstrukcji unii monetarnej dokonane zostały zmiany w interpretacji mandatu EBC, które sprawiają, że *de facto* działa on jak normalny bank centralny i zapewnia podstawy dla stabilnego funkcjonowania strefy euro (Zingales, 2014).

Kolejnym czynnikiem instytucjonalnym zwiększającym stabilność strefy euro jest wprowadzenie pakietu rozwiązań służących tworzeniu tzw. unii bankowej. We współczesnych gospodarkach banki i rządy współistnieją jak „bracia syjamscy”: duże banki są zbyt ważne dla stabilności gospodarki, aby pozwolić im upaść. Unia bankowa ma przeciwdziałać takiej sekwencji zdarzeń, która zaistniała w Irlandii. Silne zaangażowanie banków w kredytowanie budownictwa i nabywania nieruchomości, wysoki wzrost cen nieruchomości, pęknięcie bańki na rynku nieruchomości, złe długi i zagrożenie upadkiem banków oraz ratowanie banków ze środków publicznych spowodowały wzrost długu publicznego Irlandii z 25% PKB w 2008 roku do 106% PKB w 2011 roku (w 2015 roku odnotowano spadek do 94%).

Umieędzynarodowienie działalności banków sprawia, że potrzebne stają się jednolita regulacja funkcjonowania oraz jednolity nadzór nad większymi instytucjami finansowymi. Istnienie powiązań kapitałowych i operacyjnych pomiędzy bankami – i w ramach tych samych banków – przekraczających granice rynków krajowych sprawia, że jednolity europejski nadzór jest rozwiązaniem bardziej efektywnym niż sfragmentaryzowane nadzory krajowe. Niezbędne wydają się również jednolite ramy dla interwencji w celu wspierania instytucji finansowych, gdy taka interwencja będzie konieczna. Ich celem jest bowiem zmniejszenie ryzyka przerzucania ciężaru ratowania działających w skali ponadnarodowej instytucji finansowych na budżet jakiegoś kraju, a tym samym zmniejszenie siły konfliktów politycznych, gdyby taka sytuacja zaistniała. Stabilność banków została również wzmocniona poprzez wdrożenie dyrektywy o gwarancjach depozytów, która wprowadza harmonizację gwarancji depozytów na poziomie 100 000 euro (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/EU). Jej celem jest zapobieganie sytuacji przenoszenia depozytów do innych państw strefy euro, gdy oferują one wyższy poziom gwarancji. Unia bankowa to w istocie jednolity europejski nadzór nad stanem i wypłacalnością banków (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE) oraz wskazane wcześniej jednolite gwarancje wypłacalności depozytów.

Najbardziej dyskusyjny jest natomiast postulat budowania unii fiskalnej. Jego podstawy tworzy pakt stabilności i wzrostu z 1998 roku, wzmocniony w 2013 roku zbiorem uszczegóławiających przepisów zwanych „sześciopakiem”, a następnie „dwupakiem” i „paktem fiskalnym” będącym częścią

Traktatu o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w unii gospodarczej i walutowej¹⁰.

Te działania regulacyjne są niezbędne dla poprawy funkcjonowania strefy euro. Jednakże wystarczają one w sytuacjach normalnych. W warunkach kryzysu okazują się niewystarczające, gdyż polityka fiskalna ma nieusuwalnie polityczny charakter, bezpośrednio wpływa na rozdział kosztów i korzyści lub sama je tworzy. Podstawową funkcją makroekonomiczną polityki fiskalnej jest stabilizacja gospodarki. Jest ona realizowana na ogół poprzez publiczne wydatki inwestycyjne i socjalne. W poszczególnych państwach inwestycyjnych wydatki budżetowe służą rozwojowi infrastruktury (budowie dróg, lotnisk, sieci szerokopasmowego internetu itp.) na terenie danego kraju. W wypadku całej UE plany inwestycyjne, jak plan inwestycyjny Junckera ogłoszony na lata 2015-2017 zakładający mobilizację inwestycji, które w ciągu trzech lat miały wynieść co najmniej 315 miliardów euro¹¹, napotykają fundamentalne polityczne przeszkody, takie jak: brak własnych środków UE – postulowana wielkość wydatków musi być zrealizowana z udziałem rządów państw członkowskich i podmiotów prywatnych (przedsiębiorstw, banków czy funduszy inwestycyjnych); lokalizacja inwestycji – często wywołuje ona konflikt pomiędzy państwami, które starają się o umiejscowienie inwestycji na ich terytorium; trudności związane z realizacją inwestycji przez administrację publiczną czy to na poziomie UE, czy też poszczególnych państw – administracja działa powoli, z silnym naciskiem na spełnianie wymogów proceduralnych, a słabym na celowość i skuteczność.

Innym narzędziem stabilizacji makroekonomicznej na poziomie państw, oprócz wydatków inwestycyjnych, są wydatki socjalne, w tym zasiłki dla bezrobotnych. Jeśli jakiś obszar dotknięty jest recesją i wzrasta na nim bezrobocie, to automatyczna wypłata zasiłków tworzy dla zwalnianych poduszkę bezpieczeństwa, a zarazem podtrzymuje konsumpcję na danym rynku, osłabiając bodźce do dalszego pogłębiania spadku aktywności gospodarczej (Andor i Pasimeni, 2016). Europejski zasiłek dla bezrobotnych jest ideą, która ma więc racjonalne uzasadnienie: składki na ubezpieczenia od bezrobocia w regionach gospodarczego boomu służyłyby do wypłacania zasiłków w regionach w recesji. Na przykład Niemcy przekazywałyby

¹⁰ Reguły paktu były często naruszane. Do wybuchu kryzysu zaistniało 68 takich przypadków. Pokazuje to trudności wzajemnego monitorowania państw strefy euro, w szczególności wówczas, gdy reguły zostały naruszone przez największe państwa: Francję i Niemcy.

¹¹ We wrześniu 2017 roku w artykule *President Jean-Claude Juncker's State of the Union Address* (Euronews, 2017) podano, że plan przyniósł w dotychczasowym okresie inwestycje warte 225 miliardów euro – 71,5% zakładanej wysokości.

składki dla bezrobotnych na południu Włoch czy też w Grecji. Widoczność i polityczna kontrowersyjność takiego rozwiązania natychmiast rodziłaby międzynarodowy konflikt. Ponadto idea ta wymagałaby, aby kontrola administracyjna uprawnień do zasiłków sprawowana była przez urzędników z innych państw (na przykład to pracownicy niemieckich urzędów pracy mogliby sprawować kontrolę nad uprawnieniami do zasiłków w Grecji, aby zapobiec ich nadużywaniu) – kolejne pole do politycznego konfliktu.

Empirycznie potwierdzoną prawidłowością jest więc to, że im bardziej polityka UE wykracza poza typ ramowych regulacji i im bardziej wiąże się z obciążeniami finansowymi i wydatkami, tym silniejsze generuje konflikty wokół rozkładu kosztów i korzyści. Kontrowersji takich nie byłoby, gdyby wydatki z budżetu UE służyły wyłącznie finansowaniu europejskich dóbr publicznych, czyli dóbr, z których korzystają (prawie) wszyscy. Takich dóbr jest jednak niewiele, a ich dobrym przykładem są brakujące połączenia krajowych systemów drogowych, które tworzą bariery dla handlu międzynarodowego¹².

W świetle przedstawionych argumentów jest prawdopodobne, że postulowana unia fiskalna nie będzie miała wystarczająco głębokiego charakteru, że ograniczona zostanie do ram dla polityki fiskalnej, a możliwość mobilizacji środków dla międzynarodowych transferów fiskalnych pozostanie na niskim poziomie.

Podsumowanie

Paradoksalność skutków politycznych motywów projektu euro dobrze ilustruje następujący cytat z pracy Martina Wolfa: „Euro okazało się nieszczęściem. Żadne inne słowo nie pasuje lepiej. Projekt miał na celu wzmocnienie solidarności, przysporzenie dobrobytu i osłabienie niemieckiej dominacji gospodarczej w Europie, a przyniósł dokładnie przeciwne skutki: podważył solidarność, zniszczył bogactwo i wzmocnił niemiecką dominację, przynajmniej na razie (Wolf, 2014, s. 289). Projektodawcy myśleli, że tworząc unię monetarną, zbliżą do siebie narody strefy euro. Kryzys natomiast podzielił je na pełnych pogardy wierzycieli i przepelnionych żalem dłużników. Był to szaleńczy marsz (Wolf 2014, s. 291-292).

¹² Henrik Braconier i Mauro Pisu udokumentowali brakujące w UE powiązania między krajowymi systemami drogowymi i zaapelowali o podjęcie działań w celu ich usunięcia. Przypomnieli oni, że 70% handlu pomiędzy państwami członkowskimi UE przebiega drogą lądową – brak tych połączeń jest więc szkodliwy dla wewnątrz europejskiego handlu (Braconier i Mauro, 2014).

Po ponad siedemnastu latach funkcjonowania można dostrzec korzyści, które wspólna waluta przynosi, i koszty, które tworzy. Wiemy także, że korzyści i koszty mogą się przeplatać w czasowych sekwencjach. Po okresie korzyści płynących z obniżonych kosztów obsługi długu, dla niektórych państw największym kosztem (tak się wydaje w wypadku Włoch) stał się brak możliwości dewaluacji waluty. Uzyskanie tej możliwości wymagałoby, co najmniej czasowego, wyjścia ze strefy euro, lecz realizacja tej opcji doprowadziłaby do silnego kryzysu gospodarczego (obawy przed utratą wartości depozytów wywołałyby panikę i wycofywanie depozytów z banków krajów, których obywatele przypuszczaliby, że prawdopodobne jest wyjście ze strefy euro). Rozwiązanie strefy euro doprowadziłoby także do ostrych sporów prawnych wokół konwersji waluty, w której ma być denominowany dług, a wzrost kosztów obsługi długów zaciągniętych przez krajowe przedsiębiorstwa za granicą groziłby im bankrutem.

Po wprowadzonych dotychczas reformach zarówno w sposobie działania EBC (mniejszy nacisk na stabilność cen), jak i w zakresie ram zabezpieczających stabilność systemu finansowego, wspólna waluta wydaje się lepiej dostosowana do warunków zróżnicowanych gospodarek. Ze względu na niejednoznaczność korzyści z funkcjonowania wspólnej waluty przystąpienie do euro pozostaje przede wszystkim politycznym wyborem, gdyż strefa euro tworzy więź silnie cementującą państwa, które do niej przystąpiły. Tę cementującą siłę przewidział już wiele lat temu jeden z inicjatorów euro, były kanclerz Niemiec, Helmut Schmidt, mówiąc: „Siła euro polega na tym, że nikt nie może wyjść ze strefy euro, nie zadając silnych szkód swojemu państwu i swojej gospodarce” (Chancellor, 2009).

Strefa euro stała się wspólnotą lęku przed konsekwencjami rozpadu. Wspólnotą szans mogłaby się stać wówczas, gdyby oparta była na poczuciu tożsamości ludu europejskiego połączonego więziami kulturowymi, językowymi, religijnymi i rasowymi. Więzy te leżą u podstaw solidarności, która wiąże się z gotowością do dzielenia się oraz wspólnego ponoszenia kosztów ryzyka. Konstrukcja Europy federalnej wymaga właśnie takiej podstawy, bez niej euro pozostanie konstrukcją suboptymalną i podatną na nagłe załamania.

Bibliografia

- Andor, L. i Pasimeni, P. (2016, 13 grudnia). *An unemployment benefit scheme for the Eurozone*. Pobrane z <https://voxeu.org/article/unemployment-benefit-scheme-eurozone>
- Bagnai, A. (2016). *L'euro e le declin de l'economie italienne*. W: J. Sapir (red.), *L'euro est-il mort?* Monaco: Editions du Rocher.
- Barber, L. i Norman, O. (2001, 5 grudnia). Prodi pledges to relaunch career, *Financial Times*.
- Barslund, M., Busse, M. i Schwarzwälder, J. (2015). Labour Mobility in Europe: An untapped resource? *CEPS Policy Brief*, 327.
- Braconier, H. i Mauro, P. (2014, 20 lutego). *Roads to deeper European integration*. Pobrane z <http://www.voxeu.org/article/roads-deeper-european-integration>
- Bulow, J., Rogoff, K. (2015, 10 czerwca). *The modern Greek tragedy*. Pobrane z <https://voxeu.org/article/modern-greek-tragedy>
- Chancellor, E. (2009, 1 lutego). EMU on the rocks and all exits closed. *Financial Times*. Pobrane z <http://www.ft.com/cms/s/0/733b4b12-ef07-11dd-bbb5-0000779fd2ac.html#axzz434U2ERHI>
- Cunat, V. i Garicano, L. (2010). *Did good cajas extend bad loans? Governance, human capital and loan portfolios* (FEDEA Working Paper No. 8). Pobrane z <http://www.vicentecunat.com/cajas.pdf>
- De Grauwe, P. i Mongelli, F.P. (2005). *Endogeneities of optimum currency areas* (ECB: Working Paper Series No. 468). Pobrane z <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp468.pdf?29304b3978d4e29741b276bce4430688>
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/49/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów (OJ L 2014, 173/149).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (OJ L 2014, 173/190).
- Euronews. (2017). President Jean-Claude Juncker's State of the Union Address. Pobrane 13 września 2017 z <http://www.euronews.com/2017/09/13/read-in-full-jean-claude-junckers-complete-state-of-the-union-2017-address>
- Feldstein, M. (1997, 1 listopada). EMU and International Conflict. *Foreign Affairs*. Pobrane z <https://www.foreignaffairs.com/articles/europe/1997-11-01/emu-and-international-conflict>
- Frankel, J.A. i Rose A.K. (1996). *The endogeneity of the optimum currency area criteria* (NBER Working Paper No. 5700). Pobrane z <http://www.nber.org/papers/w5700.pdf>

- Greece faces 'explosive' surge in public debt, IMF warns. (2017, 28 stycznia). *Financial Times*.
- Gros, D. (2004). Profiting from the Euro? Seigniorage gains from euro area accession. *Journal of Common Market Studies*, 42(4), 795-813.
- Jones, E. i Verdun, A. (red.). (2005). *The political economy of European integration: Theories and analysis*. London, New York: Routledge.
- Mastrobuoni, G. (2004). *The effects of the euro-conversion on prices and price perceptions* (CEPS Working Paper No. 101). Pobrane z <https://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/101mastrobuoni.pdf>
- Mundell, R. (1961). A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657-665.
- OECD. (2017). *Economic Review – 2017 Italy*. Paris: OECD.
- Shore, C. (2006). Government without statehood? Anthropological perspectives on governance and sovereignty in the European Union. *European Law Journal*, 12(6), 709-24.
- Tirole, J. (2015). *Economie du bien commun*, PUF.
- Why deflation is bad. (2015, 7 stycznia). *The Economist*. Pobrane z <https://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/01/economist-explains-4>
- Wolf, M. (2014). *The shifts and the shocks*. London: Penguin Books.
- Zingales, L. (2015). *Europa o no: Sogno da realizzare o incubo da cui uscire*. Rizzoli: Biblioteca Universale Rizzoli.