

Danuta Adamiec\*

## **Unia gospodarcza i walutowa w świetle teorii optymalnych obszarów walutowych – wnioski z kryzysu**

**Economic and Monetary Union in light of the Optimum Currency Areas theory – lessons from the crisis:** The article explores the relationship between development of monetary integration within the European Union and the Optimum Currency Areas (OCA) theory, with particular attention given to lessons learned from eurozone crisis. The author begins with presenting the OCA theory, its evolution and role in the creation of Economic and Monetary Union (EMU). Next, the financial crisis in eurozone is discussed in light of the OCA theory and EMU reforms, with particular focus on financial stability, fiscal policy and financial integration. The author argues that the crisis highlighted the importance of ensuring shock absorption mechanisms, as well as turned attention to financial integration and fiscal union criterion of the OCA.

**Słowa kluczowe:** strefa euro, unia gospodarcza i walutowa, teoria optymalnych obszarów walutowych, kryzys strefy euro  
**Keywords:** eurozone, Economic and Monetary Union, Optimal Currency Areas theory, eurozone crisis

\* Doktor nauk prawnych, mgr stosunków międzynarodowych, specjalista ds. europejskich BAS • e-mail: danuta.adamiec@sejm.gov.pl • <https://orcid.org/0000-0002-6600-4309>

---

### **Wstęp**

Związek między teorią optymalnych obszarów walutowych (OOW) a budową i rozwojem Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) jest złożony. Z jednej strony teoria ta odegrała niewielką rolę na etapie tworzenia unii w latach 90., gdyż decydujące znacznie miały motywy polityczne. Jednak od początku funkcjonowania UGW w literaturze podejmowano próby oceny jej optymalności. Aż do kryzysu rozważania te miały charakter czysto teoretyczny, o niewielkim znaczeniu dla praktyki. Sukces pierwszych lat funkcjonowania strefy euro nie skłaniał do refleksji nad zagrożeniami związanymi z suboptymalnością obszaru

walutowego. Dopiero kryzys pokazał, jakie są konsekwencje tworzenia unii walutowej bez zapewnienia mechanizmów łagodzących skutki szoków asymetrycznych, czyli zaburzeń równowagi makroekonomicznej, które w różnym stopniu dotyczą poszczególne państwa. Okazało się, że w warunkach unii walutowej trudne jest pogodzenie współcześnie istniejącej swobody przepływu kapitału ze stabilnością finansową i elastycznością polityki fiskalnej. Działania podjęte przez państwa członkowskie i instytucje UE w odpowiedzi na kryzys stanowią próbę znalezienia równowagi między tymi trzema składowymi.

Z drugiej strony budowa UGW przyczyniła się do ewolucji teorii OOW. Założenia przyjęte w latach 60. XX wieku uległy weryfikacji wraz z rozwojem unii, a także pojawiły się nowe koncepcje, jak ta o endogeniczności OOW. Ostatni kryzys w strefie euro miał jednak szczególne znaczenie z punktu widzenia rozwoju tej teorii. Okazało się, że integracja finansowa doprowadziła do nasilenia asymetrii między gospodarkami państw członkowskich strefy euro, a przy braku mechanizmu ratunkowego państwa dotknięte odpływem kapitału doświadczyły wzrostu długu publicznego, obciążonego dodatkowo koniecznością wsparcia krajowego systemu bankowego. Ten ciąg wydarzeń uświadomił potrzebę ustanowienia mechanizmów łagodzących skutki szoków asymetrycznych w strefie euro oraz znaczenie dwóch kryteriów teorii OOW: integracji finansowej i unii fiskalnej.

Celem artykułu jest zaprezentowanie relacji między pogłębianiem integracji walutowej w UE a teorią OOW, ze szczególnym uwzględnieniem wniosków płynących z ostatniego kryzysu w strefie euro. Punktem wyjścia jest przedstawienie podstawowych założeń i ewolucji teorii OOW. Następnie omówiono rolę tej teorii w budowie UGW, zwracając uwagę, że aż do kryzysu rozważania nad optymalnością strefy euro miały niewielkie znaczenie praktyczne. Kolejna część artykułu została poświęcona analizie przyczyn kryzysu w strefie euro, z uwzględnieniem teorii OOW. Odniesiono się przy tym do tzw. trójkąta niemożliwości w warunkach unii walutowej, czyli trudności z pogodzeniem integracji finansowej ze stabilnością finansową i elastycznością polityki fiskalnej. Trzy składowe tego trójkąta stały się osią przewodnią rozważań podjętych w przedostatniej części artykułu, poświęconej reformom UGW podjętym po kryzysie.

## **Główne założenia i ewolucja teorii optymalnych obszarów walutowych**

Teoria OOW ma swoje źródło w toczącej się na początku lat 60. debacie nad wadami i zaletami sztywnego oraz płynnego kursu walutowego. W Europie dyskusji tej towarzyszyła rosnąca świadomość potrzeby stworzenia bezpiecznej niszy w ramach rozpadającego się systemu z Bretton Woods, opartego na dominacji dolara. Fundament teorii stanowią przede wszystkim prace R.A. Mundel-

la<sup>1</sup>, R. McKinnona<sup>2</sup> i P. Kenena<sup>3</sup> (dalej: klasyczna teoria OOW), którzy próbowali określić czynniki przesądzające o tym, jaki rodzaj kursu powinno wybrać państwo lub region. Ponieważ przyjęto, że wspólna waluta *de facto* stanowi rodzaj sztywnego kursu walutowego, teoria OOW stała się narzędziem wykorzystywanym do analiz dotyczących unii walutowych, a w późniejszych latach procesu integracji walutowej w ramach UE.

Na podstawie klasycznej teorii OOW można wskazać kilka kryteriów, które powinny spełniać państwa objęte unią walutową<sup>4</sup>:

- elastyczność cen i płać (umożliwia, w warunkach unii walutowej, ich dostosowanie, bez ponoszenia wysokich kosztów w postaci wzrostu bezrobocia czy inflacji),
- mobilność czynników produkcji, w tym siły roboczej (możliwy jest przepływ np. siły roboczej do państw niedotkniętych kryzysem lub dotkniętych nim w mniejszym stopniu),
- integracja rynków finansowych (przepływy kapitałowe pomiędzy państwami w unii walutowej przyczyniają się do wyrównywania czasowej nierównowagi),
- stopień otwartości gospodarczej (otwarta gospodarka uzależniona jest od zmian cen na rynkach międzynarodowych, co zmniejsza znaczenie kursu walutowego, jako narzędzia zwiększania konkurencyjności przez dewaluację),
- dywersyfikacja produkcji (eksportu) i konsumpcji (pozwala uniknąć zagregowanego wpływu kryzysu gospodarczego na poszczególne gałęzie przemysłu),
- zbliżona stopa inflacji (stabilne warunki handlu zmniejszają potrzebę dostosowywania nominalnego kursu walutowego),
- integracja fiskalna (państwo dotknięte przez asymetryczny szok może liczyć na transfer fiskalny na poziomie unii walutowej),
- integracja polityczna (stymuluje państwa do poszanowania wspólnych zasad oraz wzmocnienia koordynacji polityk gospodarczych).

---

<sup>1</sup> R.A. Mundell, *A Theory of Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 1961, Vol. 51, No. 4, s. 657–665.

<sup>2</sup> R. McKinnon, *Optimum Currency Areas*, „American Economic Review” 1963, Vol. 52, s. 717–725.

<sup>3</sup> P. Kenen, *The Optimum Currency Area: An Eclectic View* [w:] *Monetary Problems of the International Economy*, eds. R.A. Mundell, A.K. Swoboda, University of Chicago Press, Chicago 1969, s. 41–60.

<sup>4</sup> Szerzej na temat kryteriów teorii OOW zob. m.in.: F.P. Mongelli, „New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us?, „ECB Working Paper Series”, April 2002; M. Brikić, A. Sabić, *Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory*, „Croatian National Bank Surveys” 2018, S-30; K. Sum, *Teoria optymalnych obszarów walutowych*, „International Journal of Management and Economics” 2011, No. 29, s. 135–156.

W uproszczeniu można powiedzieć, że zgodnie z teorią OOW spełnienie wymienionych kryteriów przez państwa uczestniczące w unii walutowej pozwoli złagodzić skutki ewentualnych szoków asymetrycznych.

W kolejnych latach podejmowano próby łącznego rozpatrywania kryteriów teorii OOW. Nie udało się jednak wypracować narzędzia pozwalającego na zastosowanie teorii w praktyce, czyli jednorodnego testu umożliwiającego odpowiedź na pytanie, czy unia walutowa utworzona przez określone państwa stanowi OOW. Okazało się bowiem, że ocena pod kątem poszczególnych kryteriów klasycznej teorii OOW może dawać sprzeczne wyniki. Po części dlatego na przełomie lat 70. i 80. zainteresowanie tą teorią spadło. Analizy przesunęły się w kierunku oceny kosztów i zysków dla państwa z tytułu udziału w unii walutowej<sup>5</sup>. Jako zyski z unii walutowej wskazywano przede wszystkim likwidację niepewności związanej ze zmiennością kursów walutowych i wynikających z tego kosztów transakcyjnych. Wspólna waluta umacnia rolę pieniądza jako jednostki rozrachunkowej i środka wymiany, co m.in. korzystnie wpływa na konkurencję, pozwalając na łatwiejsze porównywanie cen. Niewątpliwą korzyścią z udziału w unii walutowej jest również podniesienie na rynkach finansowych wiarygodności uczestniczących państw, co pozostaje szczególnie istotne dla państw prowadzących politykę sprzyjającą wysokiemu poziomowi inflacji. Natomiast za koszt udziału w unii walutowej można uznać przede wszystkim brak możliwości prowadzenia niezależnej polityki monetarnej, a więc i niemożność wykorzystania kursu walutowego jako narzędzia krótkoterminowych dostosowań w sytuacji szoków asymetrycznych<sup>6</sup>.

Zainteresowanie teorią OOW odżyło na początku lat 90. z dwóch głównych powodów. Po pierwsze, nastąpił postęp w naukach ekonomicznych, głównie ekonometrii. W literaturze sformułowano pojęcie „nowej” teorii OOW, która uwzględniała analizy wskazujące m.in., że utrata bezpośredniej kontroli nad polityką monetarną nie pociąga za sobą tak istotnych kosztów, jak zakładano w klasycznej teorii OOW, a zbliżona stopa inflacji nie musi stanowić warunku utworzenia unii walutowej (*currency area*), lecz może być jego wynikiem, chociażby na skutek wzrostu wiarygodności państw uczestniczących w takiej unii<sup>7</sup>. W rezultacie analiza kosztów i zysków z utworzenia unii walutowej zaczęła przechylać się na korzyść tych drugich. Jednocześnie przedmiotem pogłębionych badań było „metakryterium” w postaci podobieństwa szoków gospodarczych, które łączyło w sobie kilka kryteriów klasycznej teorii OOW. Wykazano, że

<sup>5</sup> F.P. Mongelli, „New” Views on, *op. cit.*, s. 8–11.

<sup>6</sup> Więcej na temat zysków i strat związanych z unią walutową zob. m.in. F.P. Mongelli, *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*, „European Economy” 2008, No. 302, s. 47–51; G.S. Tavlas, *The „New” Theory of Optimum Currency Areas*, „The World Economy” 1993, Vol. 16, No. 6, s. 668–669, <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.1993.tb00189.x>.

<sup>7</sup> G.S. Tavlas, *The „New” Theory*, *op. cit.*, s. 663.

takie podobieństwo w występowaniu szoków i szybkości powrotu gospodarki do równowagi w poszczególnych państwach zmniejsza potrzebę posiadania autonomicznej polityki monetarnej i przemawia na korzyść unii walutowej.

Większy nacisk na korzyści płynące z unii walutowej położony w ramach nowej teorii OOW pogłębiony został jeszcze przez nurt badań nad tzw. endogenicznością OOW, zapoczątkowany pod koniec lat 90<sup>8</sup>. Teza o endogeniczności przewiduje, że państwa przystępujące do unii walutowej nie muszą spełniać kryteriów teorii OOW, jednak w wyniku zwiększonej wymiany handlowej dojdzie do zbliżenia cykli koniunkturalnych i spełnienia tych kryteriów *ex post*<sup>9</sup>. Ponadto, czerpiąc z doświadczeń UGW, w ostatnich latach zaczęto zwracać uwagę na czynniki instytucjonalne (tzw. egzogeniczność OOW). Wskazuje się mianowicie na inicjatywy na poziomie UE oparte na mechanizmie wzajemnej presji między państwami członkowskimi lub ze strony instytucji UE, które wymuszają na państwach słabszych ekonomicznie reformy strukturalne, co z kolei przyczynia się do zbliżenia państw UGW w zakresie kryteriów teorii OOW<sup>10</sup>.

Po drugie, impuls dla nowej fali badań nad warunkami optymalnego obszaru walutowego stanowiło rozpoczęcie procesu integracji walutowej w ramach Wspólnot Europejskich. Jednak w momencie powstawania UGW jasne już było, że klasyczna teoria OOW nie zapewnia ram analitycznych do jej oceny. W raporcie „One market, one money”<sup>11</sup> opracowanym przez Dyрекcję Generalną ds. Gospodarczych i Finansowych KE w 1990 r. oceniono, że teoria ta oferuje przydatne spostrzeżenia, jednak nie można jej uznać za całościowe ramy dla analizy strat i zysków związanych z UGW, a jej empiryczne zastosowanie prowadziłyby do niepełnych i niejednoznacznych wniosków. Niewątpliwie jednak UGW stała się swoistym poligonem doświadczalnym dla badań w nurcie teorii OOW, pozwalając na jej dalszy rozwój.

## Znaczenie teorii OOW w rozwoju UGW

Teoria OOW stanowiła zaplecze teoretyczne dla prób integracji walutowej zapoczątkowanych w latach 70. przez plan Wernera. Jednak w kluczowym momencie formowania UGW, czyli na początku lat 90., teoria ta odegrała już niewielką

<sup>8</sup> Tezę o endogeniczności OOW przeciwstawia się tezie P. Krugmana o występowaniu efektu specjalizacji, która zakłada, że wraz ze wzrostem integracji następuje proces specjalizacji poszczególnych państw, co oznacza mniejszą dywersyfikację produkcji wewnątrz państw i większe ich narażenie na szoki asymetryczne, Zob. F.P. Mongelli, „New” Views on, *op. cit.*, s. 27–31.

<sup>9</sup> J.A. Frankel, A.K., Rose, *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, „NBER Working Paper Series” 1996, No. 5700, <https://doi.org/10.3386/w5700>.

<sup>10</sup> F.P. Mongelli, *European economic*, *op. cit.*, s. 7–8.

<sup>11</sup> *One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, „European Economy” 1990, No. 44.

rolę. Decydujące znaczenie miały wtedy bowiem czynniki polityczne. W tzw. raporcie Delorsa<sup>12</sup> unia walutowa prezentowana była jako naturalna konsekwencja tworzenia jednolitego rynku. Według autorów raportu jedynym sposobem na zapewnienie stabilności kursu walutowego w warunkach pełnej mobilności kapitału było przyjęcie wspólnej waluty.

Podczas debaty nad kształtem unii walutowej w ramach prac nad traktatem z Maastricht ścierały się dwa obozy, co wpłynęło na ostateczną architekturę UGW. „Ekonomiści”, reprezentowani przez Niemcy, opowiadali się za ustaleniem kryteriów konwergencji, których spełnienie decydowałoby o możliwości przystąpienia państwa do strefy euro. Długi okres dostosowawczy pozwoliłby na zbliżenie gospodarek państw członkowskich. Koncepcja ta przewidywała objęcie na początku UGW wąskiego grona państw, nastawionego na stabilność cen, bez wyznaczania sztywnego terminu utworzenia UGW. „Monetaryści”, związani z Francją, uważali natomiast, że rynki państw członkowskich szybko same zaadaptują się do nowych warunków, a restrykcyjna polityka zmierzająca do spełnienia kryteriów konwergencji mogłaby mieć niekorzystny wpływ na gospodarki państw członkowskich. Kluczowe dla „monetarystów” było natomiast stworzenie banku centralnego w ramach UGW, którego wiarygodność będzie wpływać na oczekiwania względem stabilności cen. Postulowali przyjęcie sztywnego terminu utworzenia UGW i szerszego grona państw uczestniczących w unii<sup>13</sup>.

Spór „zasady vs. instytucje” znalazł swoje odbicie w ostatecznym kształcie kryteriów konwergencji oraz Paktu stabilności i wzrostu (PSW). Zgodnie z postulatami „ekonomistów” wejście do UGW uzależnione zostało od spełnienia kryteriów konwergencji, a PSW, ze swoją funkcją prewencyjną i korekcyjną, miał zapewnić zdrowe finanse publiczne w państwach członkowskich strefy euro. Mogłoby się wydawać, że samo ustanowienie kryteriów konwergencji, jest zbieżne z teorią OOW. Niestety, twórcy UGW przyjęli kryteria nominalne (poziom inflacji, poziom długoterminowych stóp procentowych, długotrwała równowaga finansów publicznych, stabilny kurs walutowy), a nie realne, jak elastyczność rynku pracy czy stopień otwartości gospodarki, co w literaturze uznawane jest za grzech pierworodny UGW<sup>14</sup>. PSW stanowi przedłużenie kryteriów konwergencji w zakresie długotrwałej równowagi finansów publicznych. Choć limity deficytu budżetowego i długu publicznego są do zaakceptowania jako jednorazowe kryterium decydujące o możliwości przystąpienia do UGW,

<sup>12</sup> *Report on economic and monetary union in the European Community*, 12 May 1989.

<sup>13</sup> Ch. Wyplosz, *European monetary union. The dark sides of a major success*, „*Economy Policy*”, April 2006, s. 216, <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2006.00158.x>.

<sup>14</sup> R. Rapacki, M. Znoykowicz-Wierzbička, *The Design of the EMU at the Heart of the EU's Crisis? Economic Challenges of the Integration Project* [w:] *The Crisis of the European Union. Challenges, Analyses, Solutions*, ed. A. Grimmel, Routledge, New York 2018, s. 43–44, <https://doi.org/10.4324/9781315443683>.

to już jako stały reżim budzą kontrowersje. Uniemożliwiają bowiem wykorzystywanie polityki budżetowej jako narzędzia łagodzenia zaburzeń równowagi w gospodarce. Na przykładzie PSW widać najlepiej zasadniczy problem UGW, a mianowicie utworzenie unii walutowej przy jednoczesnym słabym ramieniu gospodarczym oraz pozostawieniu państwom członkowskim suwerenności w zakresie polityki budżetowej. Przy takiej konstrukcji łatwo przewidzieć, że w wypadku konfliktu między polityką krajową a restrykcjami na poziomie europejskim ta pierwsza zwycięży.

Jednocześnie, uwzględniając wizję „monetarystów”, w toku integracji walutowej wyznaczono sztywny termin wdrożenia UGW oraz zagwarantowano mocną pozycję Europejskiego Banku Centralnego (dalej: EBC). Ponadto, jak okazało się w końcowym etapie tworzenia UGW, do strefy euro zostało dopuszczonych 11 państw UE, z czego tylko Luksemburg spełniał wszystkie kryteria konwergencji, co również było zwycięstwem „monetarystów” nad „ekonomistami”<sup>15</sup>.

Mimo że teoria OOW została w dużej mierze zignorowana podczas tworzenia UGW, właściwie od początku w literaturze podejmowano próby oceny jej optymalności<sup>16</sup>. Przeważał pogląd, że UGW nie stanowi takiego obszaru, wskazując jedynie, że tylko pewna wąska grupa państw mogłaby utworzyć unię walutową razem z Niemcami<sup>17</sup>. Niemniej aż do kryzysu rozważania te miały charakter czysto teoretyczny. UGW była w dużej mierze projektem politycznym i argumenty ekonomiczne miały znaczenie drugorzędne. W pierwszych latach strefa euro funkcjonowała bardzo sprawnie, stwarzając korzystne warunki szczególnie dla rozwoju tzw. państw peryferyjnych, jak Grecja, Hiszpania czy Portugalia. Nie toczyła się więc szersza dyskusja nad istniejącymi w ramach UGW rozbieżnościami, chociażby w obszarze konkurencyjności.

## Kryzys w strefie euro w świetle teorii OOW

Pierwszą dekadę funkcjonowania strefy euro można określić czasem prosperity. Pozycja euro na rynkach finansowych umacniała się, poziom cen w strefie euro był stabilny, utrzymywał się wzrost gospodarczy. Dlaczego więc globalny kryzys finansowy w 2008 r. miał tak negatywne konsekwencje dla strefy euro? Dlaczego mimo sukcesu pierwszych dziesięciu lat funkcjonowania strefa euro nie wytrzymała presji związanej z załamaniem się rynków finansowych? Otóż na kryzys w strefie euro złożyły się dwa główne czynniki – polityka gospodarcza niektórych państw członkowskich UGW oraz wady w konstrukcji samej UGW, związane po części z niespełnieniem przez nią kryteriów teorii OOW.

<sup>15</sup> Ch. Wyplosz, *European monetary union*, *op. cit.*, s. 217–254.

<sup>16</sup> Podsumowanie badań w tym zakresie zob. F.P. Mongelli, „New” Views on, *op. cit.*, s. 17–27.

<sup>17</sup> R. Rapacki, M. Znoykowicz-Wierzbicka, *The Design of the EMU*, *op. cit.*, s. 43.



W warunkach unii walutowej wspólny nominalny poziom stóp procentowych ustalanych przez EBC oznaczał w rzeczywistości niższe stopy realne w tzw. państwach peryferyjnych, jak Grecja, Hiszpania czy Portugalia, charakteryzujących się skłonnością do wyższego poziomu inflacji<sup>18</sup> i mniejszą konkurencyjnością. To z kolei napędzało w tych państwach wydatki konsumpcyjne (Portugalia), rządowe (Grecja) czy w budownictwie (Hiszpania i Irlandia)<sup>19</sup>. Boom ten finansowany był przepływami kapitału z tzw. państw centrum (Francja, Holandia, Niemcy), co powodowało nadwyżki w bilansie obrotów bieżących tych ostatnich, a deficyt w państwach peryferyjnych. W 2008 r. globalny kryzys, po upadku amerykańskiego banku Lehman Brothers, spowodował zastopowanie napływu kapitału, a wiarygodność państw strefy euro z wysokim poziomem zagranicznego zadłużenia spadła. Ponadto nastąpiło spowolnienie wzrostu gospodarczego, a niektóre państwa strefy euro stanęły przed koniecznością obrony sektora bankowego. Te wszystkie czynniki uruchomiły w państwach z deficytem w bilansie obrotów bieżących kryzys długu publicznego.

Rozpatrując kryzys z wykorzystaniem teorii OOW, można więc powiedzieć, że państwa strefy euro spełniły kryterium integracji rynków finansowych, co jednak, w związku m.in. z różnicami w konkurencyjności, doprowadziło do znacznej nierównowagi makroekonomicznej. Przepływ kapitału do państw peryferyjnych spowodował zmiany strukturalne ich gospodarek w kierunku zwiększenia nakładów na konsumpcję czy budownictwo. Przy rosnącym popycie wewnętrznym i uzależnieniu od zagranicznego kredytowania, gospodarki tych państw były szczególnie wrażliwe na ograniczenie dopływu kapitału z zewnątrz, co nastąpiło w wyniku globalnego kryzysu w 2008 r.

Jednocześnie brak integracji politycznej, w tym fiskalnej, powodował na początku kryzysu brak zaufania rynków finansowych, że państwa peryferyjne zostaną wsparte w ramach UGW, szczególnie w związku z art. 123 i 125 TFUE, czyli tzw. *no bailout clause*. Uniemożliwiają one państwom branie odpowiedzialności za zobowiązania innych państw strefy euro, a EBC lub bankom centralnym udzielanie pożyczek na pokrycie deficytu. Dopiero w marcu 2010 r. państwa strefy euro wyraziły gotowość uczestniczenia w skoordynowanym mechanizmie dwustronnych pożyczek dla Grecji, który miał towarzyszyć m.in. wsparciu ze

---

<sup>18</sup> D. Gros zwraca uwagę, że nie tylko różnice w inflacji między państwami peryferyjnymi a centrum stanowiły problem, ale również różnice w warunkach kredytowania w okresie boomu gospodarczego. W krajach peryferyjnych przeważały kredyty hipoteczne niżej oprocentowane, bo oparte na oprocentowaniu zmiennym oraz z mniejszym wymaganym wkładem własnym, a w państwach centrum większość kredytów hipotecznych oparta była na oprocentowaniu stałym i wymagany był wyższy wkład własny, *idem*, *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis?*, „CEPS Policy Briefs” 2012, No. 266, s. 9–10.

<sup>19</sup> B. Eichengreen, *The Euro Crisis: The Theory of Optimum Currency Areas Bites Back*, „Notenstein Academy White Paper” March 2014, s. 3.



strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego<sup>20</sup>. Naruszenie *no bailout clause* miało historyczne znaczenie<sup>21</sup>. Z jednej strony dla rynków było sygnałem, że w strefie euro mogą zostać podjęte działania ratunkowe, jeśli któregoś z jej członków dotknął kryzys. Z drugiej jednak – decyzja ta zachwiała całą architekturą UGW, opartą na dyscyplinie fiskalnej. Filarami tej dyscypliny miały być PSW oraz *no bailout clause*, które powodują, że państwa członkowskie muszą postępować zgodnie z logiką rynkową przy zaciąganiu zobowiązań finansowych<sup>22</sup>. Biorąc pod uwagę słabość PSW, zachwianie wiarygodności *no bailout clause* oznaczało pozbawienie UGW efektywnego mechanizmu dyscypliny fiskalnej.

Zwraca się również uwagę, że od początku w strefie euro zabrakło unii bankowej, czyli jednolitego zbioru przepisów, systemu nadzoru bankowego i systemu restrukturyzacji banków oraz zharmonizowanego systemu zabezpieczenia depozytów<sup>23</sup>. Klasyczna teoria OOW nie przewidywała takiego kryterium, ponieważ była formułowana w czasie, gdy transgraniczne transakcje bankowe były ograniczone. Nieznane były również konsekwencje związane z nagłymi przepływami kapitałowymi prowadzącymi do kryzysów. W literaturze próbuje się jednak wyjaśnić rolę unii bankowej zgodnie z teorią OOW, wskazując, że brak takiej unii może przyczynić się do szoków asymetrycznych spowodowanych nagłymi przepływami kapitału. Z drugiej strony podkreśla się, że unia bankowa powoduje podział ryzyka, co z kolei sprzyja otwartości rynków<sup>24</sup>.

Kryzys w Grecji i jego rozprzestrzenianie się na kolejne państwa były więc efektem ciągu wydarzeń wynikających z następujących czynników: zróżnicowania gospodarczego między państwami członkowskimi UGW, braku mechanizmu ratunkowego i efektywnego mechanizmu dyscypliny fiskalnej oraz unii bankowej. Kryzys pokazał, że w warunkach unii walutowej trudne jest pogodzenie współcześnie istniejącej swobody przepływu kapitału ze stabilnością finansową i elastycznością polityki fiskalnej, co w literaturze określa się jako tzw. trójkąt niemożliwości w warunkach unii walutowej. Zależność ta jest różnie tłumaczona<sup>25</sup>, jednak prowadzi do dość spójnego wniosku, że możliwe są trzy skrajne konfiguracje:

<sup>20</sup> *Statement by the Heads of State and Government of the Euro Area*, Brussels, 25 March 2010, <https://www.consilium.europa.eu/media/21429/20100325-statement-of-the-heads-of-state-or-government-of-the-euro-area-en.pdf>.

<sup>21</sup> Ch. Wyplosz, *The Eurozone crisis: A near-perfect case of mismanagement*, „Económica Marche Journal of Applied Economics” 2014, Vol. XXXIII, No. 1, s. 1–13.

<sup>22</sup> Wyrok Trybunału z 27 listopada 2012 r., w sprawie o sygn. akt C370/12, ECLI:EU:C:2012:756, pkt 135.

<sup>23</sup> M. Brkić, A. Sabić, *Is the Euro*, *op. cit.*, s. 3–4; B. Eichengreen, *The Euro Crisis*, *op. cit.*, s. 5–7.

<sup>24</sup> H. Geeroms, P. Karbownik, *A Monetary Union Requires a Banking Union*, „Bruges European Economic Policy Briefings” 2014, No. 33, s. 10–11.

<sup>25</sup> R.R. Canale, P. De Grauwe, P. Foresti, O. Napolitano, *Is there a trade-off between free capital mobility, financial stability and fiscal flexibility in the EMU?*, „Review of World Economy” 2018, Vol. 154, No. 1, s. 177–201, <https://doi.org/10.1007/s10290-017-0302-4>;

- pełna integracja rynków finansowych i niezależność polityki fiskalnej, co doprowadzi do braku stabilności finansowej,
- pełna stabilność finansowa i niezależność polityki fiskalnej, przy kontroli przepływów kapitałowych,
- pełna stabilność finansowa i integracja rynków finansowych, przy rezygnacji z niezależności polityki fiskalnej.

Powyższe warianty reprezentują trzy sytuacje ekstremalne, a między nimi leżą rozwiązania pośrednie, które jednak muszą uwzględniać trójkąt niemożliwości w warunkach unii walutowej. Działania podjęte przez państwa członkowskie i instytucje UE w odpowiedzi na kryzys w znacznym stopniu biorą pod uwagę opisaną zależność i stanowią próbę znalezienia równowagi między integracją finansową, stabilnością finansową i niezależnością polityki fiskalnej państw członkowskich. Wpisują się one przede wszystkim w kryteria integracji rynków finansowych i unii fiskalnej w teorii OOW. Jednocześnie trzeba podkreślić, że są one próbą znalezienia sposobu na łagodzenie skutków szoków asymetrycznych, co stanowi nadrzędny cel w klasycznej teorii OOW.

## Kierunki reformy UGW po kryzysie w świetle teorii OOW

### Stabilność finansowa

Można powiedzieć, że wszystkie działania podjęte po kryzysie miały się przyczynić do zapewnienia stabilności finansowej. Jednak stałym instrumentem, który miał ją bezpośrednio zapewnić po kryzysie, był Europejski Mechanizm Stabilności (dalej: EMS). Zgodnie z art. 3 traktatu ustanawiającego EMS<sup>26</sup>, celem EMS jest: *uruchamianie funduszy oraz udzielanie jego członkom napotyającym lub mogącym napotkać poważne trudności finansowe, pod rygorystycznymi warunkami dostosowanymi do charakteru wybranego instrumentu pomocy finansowej, wsparcia na rzecz stabilności, jeżeli będzie to konieczne do zapewnienia stabilności finansowej strefy euro w całości i jej państw członkowskich.*

Jak wskazano wcześniej, brak mechanizmu ratunkowego był jednym z czynników, które powodowały, że inwestorzy wycofywali kapitał z państw peryferyjnych. Jednocześnie nie można zapominać, że rezygnacja z takiego mechanizmu w toku konstruowania UGW nie była przypadkiem, a stanowiła, obok PSW, filar dyscypliny fiskalnej w strefie euro. Należy ponadto zwrócić uwagę na trzy podstawowe problemy, które podważają skuteczność EMS.

M. Obstfeld, *Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis*, „European Economy” 2013, No. 493; J. Pisani-Ferry, *The Euro Crisis and the New Impossible Trinity*, „Bruegel Policy Contribution” 2012, no. 1.

<sup>26</sup> *Treaty establishing the European Stability Mechanism*, 2 February 2012, <https://www.esm.europa.eu/legal-documents/esm-treaty>.

Po pierwsze, EMS działa poza ramami traktatowymi, na podstawie porozumienia międzyrządowego. Udzielenie wsparcia wymaga jednomyślności państw uczestniczących, co utrudnia proces decyzyjny i zmniejsza efektywność tego działania. Oznacza to mniejszą wiarygodność EMS dla rynków, które mogą wątpić w jego skuteczność<sup>27</sup>.

Po drugie, EMS nie stanowi mechanizmu stabilności, który mógłby być wykorzystywany dla zwiększania odporności gospodarczej UGW. Ze zdolnością pożyczkową 500 mld euro, co stanowi ok. 10% budżetu wszystkich państw strefy euro, jest wręcz zaprojektowany jako mechanizm, który ma uniemożliwić transfery fiskalne między państwami członkowskimi<sup>28</sup>. Trudno więc uznać go za element unii fiskalnej, która jest jednym z kryteriów klasycznej teorii OOW. Jednocześnie ograniczoność środków EMS wykorzystuje się jako argument dla powierzenia roli ratunkowej EBC. Ma on bowiem zdolność nieograniczonego wykupu obligacji rządowych, a to stanowi dla rynków najbardziej wiarygodne zabezpieczenie. Nie bez przyczyny jako koniec kryzysu w strefie euro wskazuje się ogłoszenie przez EBC we wrześniu 2012 r. programu bezwarunkowych transakcji monetarnych (*Outright Monetary Transactions, OMT*)<sup>29</sup>, umożliwiającego EBC nielimitowany zakup na rynku wtórnym obligacji państw członkowskich zagrożonych kryzysem, po spełnieniu przez nie określonych warunków.

Po trzecie, pomoc w ramach EMS udzielana jest „pod rygorystycznymi warunkami”. Jak podkreślił Trybunał Sprawiedliwości UE (TSUE) w sprawie *Pringle*, warunkowość ma na celu zapewnienie zgodności działalności EMS m.in. z art. 125 TFUE i działaniami koordynacyjnymi podejmowanymi przez Unię<sup>30</sup>. Warunkowość może mieć jednak również negatywne konsekwencje. Wymaga bowiem od państw objętych pomocą trudnych reform i oszczędności, które w krótkim okresie mogą powodować spowolnienie wzrostu gospodarczego i utrudniać im wyjście z kryzysu.

Z powodu tych słabości w literaturze w ostatnich latach wskazywano, że EMS powinien ulec likwidacji lub przekształceniu, gdyż tylko to pozwoliłoby odbudować wiarygodność *no bailout clause*. Proponuje się np. przejęcie przez EMS funkcji jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji

---

<sup>27</sup> S. Fabbrini, *Beyond Intergovernmentalism: The Puzzle of European Economic Governance* [w:] *The Eurozone Crisis and the Transformation of EU Governance Internal and External Implications*, eds. M. J. Rodrigues, E. Xiarchogiannopoulou, Routledge, New York 2016, s. 59–70; L. Gocaj, S. Meunier, *Time will tell: The EFSF, the ESM, and the Euro crisis*, „Journal of European Integration” 2013, Vol. 35, No. 3, s. 248–250.

<sup>28</sup> *OECD Economic Surveys: Euro Area 2018*, OECD, 2018.

<sup>29</sup> P. De Grauwe, *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?* „LSE ‘Europe in Question’ Discussion Paper Series” 2013, No. 57, s. 16–17, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2215762>; Ch. Wyplosz, *The Eurozone crisis*, op. cit., s. 10–11.

<sup>30</sup> Wyrok TSUE z 27 listopada 2012 r., sygn. akt C370/12, ECLI:EU:C:2012:756, pkt 111 i 136.

cji. EMS miałby więc udzielać wsparcia nie rządowi, ale bezpośrednio bankom, zgodnie z instrukcjami Jednolitej Rady ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji<sup>31</sup>. Takie rozwiązanie pomogłoby rozwiązać problem, który w dużej mierze przyczynił się do kryzysu w strefie euro, określanego jako negatywne sprzężenie zwrotne bank–państwo (*bank–sovereign doom loop*). Kroki w tym kierunku poczyniono w grudniu 2018 r., gdy podjęto decyzję o powierzeniu EMS funkcji dodatkowego mechanizmu ochronnego dla Jednolitego Funduszu Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji<sup>32</sup>.

### Polityka fiskalna

Zaraz po kryzysie, w ramach tzw. sześciopaku i dwupaku, podjęto reformę zastrzegającą PSW, ale również zwiększającą jego elastyczność, a także wiążącą politykę budżetową z reformami strukturalnymi. Nowe zasady PSW zostały uzupełnione o roczny cykl koordynacji polityki gospodarczej i budżetowej w UE, tzw. semestr europejski, i nadbudowane przez postanowienia tzw. paktu fiskalnego<sup>33</sup>. W rezultacie powstał niezwykle złożony system, który poprzez powiązanie kwestii budżetowych z reformami strukturalnymi zmusza Komisję Europejską do politycznych rozstrzygnięć i ciągnących się dyskusji z poszczególnymi państwami, jak stało się w przypadku Francji czy Włoch. Wprowadzone reformy nie zmieniły zasadniczego założenia, że to państwa członkowskie UGW są odpowiedzialne za prowadzenie polityki budżetowej zgodnie z wymogami PSW i paktu fiskalnego. Zaostrzenie dyscypliny fiskalnej w takiej formule ma co najmniej trzy wady. Po pierwsze, rządy, szacując dochody i wydatki budżetowe, mają skłonność do zawyżania tych pierwszych. Rozwiązaniem tego problemu mogłoby być zobowiązanie rządów do formułowania polityki budżetowej zgodnie z zaleceniami i prognozami niezależnych instytucji fiskalnych funkcjonujących w poszczególnych państwach UE<sup>34</sup>. Po drugie, ogólnie określone reguły budżetowe mogą prowadzić do osłabienia wzrostu gospodarczego i w efekcie utrudniać państwom członkowskim wejście na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Dlatego wskazuje się na przewagę rynkowych mechanizmów dyscyplinujących, wynikających z obawy państwa o utratę wiarygodności<sup>35</sup>. Należy podkreślić, że ostatni kryzys w strefie euro dotknął nie tyle państwa z najwyższym długiem publicznym, ile raczej te z deficytem w bilansie obrotów bieżących, który z kolei wynikał z niskiej konkurencyjności i braku reform strukturalnych. Po

<sup>31</sup> M. Dąbrowski, *The Economic and Monetary Union: Past, Present and Future*, Study requested by the EP ECON committee, January 2019, s. 30; Ch. Wyplosz, *The six flaws of the Eurozone*, „Economic Policy” 2016, s. 576, <https://doi.org/10.1093/epolic/eiw008>.

<sup>32</sup> *Szczyt strefy euro (14 grudnia 2018 r.) – Oświadczenie*, EURO 503/18.

<sup>33</sup> *Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w unii gospodarczej i walutowej*, 2 marca 2012 r., <https://www.consilium.europa.eu/media/20390/st00tscg26-pl-12.pdf>.

<sup>34</sup> B. Eichengreen, *The Euro Crisis*, *op. cit.*, s. 12.

<sup>35</sup> M. Dąbrowski, *The Economic and Monetary*, *op. cit.*, s. 28–29.

trzecie, wymogi związane z zachowaniem równowagi budżetowej i idea zapewnienia nadwyżki w czasach boomu gospodarczego, jako buforu na wypadek kryzysu, nie mogą sprawdzić się w przypadku państw, które nadal pozostają obciążone znacznym długiem publicznym. Dlatego niektórzy autorzy uważają, że aby zapewnić efektywność podjętych reform i stabilność w strefie euro, należy dokonać redukcji długu dla najbardziej zadłużonych państw, np. Grecji<sup>36</sup>. Proponowanym rozwiązaniem jest również „uwspólnotowienie” długów publicznych przez emisję euroobligacji opartych na długach publicznych państw strefy euro<sup>37</sup>. Oba rozwiązania mogłyby jednak mieć demobilizujący wpływ na dyscyplinę budżetową państw członkowskich.

Niedoskonałości przyjętego modelu, opartego na suwerenności budżetowej państw członkowskich, skłaniają do szukania rozwiązań opartych na jednym z kryteriów OOW – unii fiskalnej. Zgodnie z teorią OOW spełnienie tego kryterium miałoby zapewnić, że państwo dotknięte przez asymetryczny szok może liczyć na transfer fiskalny na poziomie unii walutowej. W tzw. raporcie pięciu przewodniczących<sup>38</sup>, w którym zawarto wizję pogłębienia UGW, uznano, że naturalnym kierunkiem rozwoju strefy euro byłoby utworzenie fiskalnego mechanizmu stabilizacyjnego, który ma umożliwić lepszą amortyzację dużych wstrząsów makroekonomicznych. Mechanizm taki powinien być powiązany m.in. z postępami w konwergencji gospodarczej. Od EMS ma go odróżniać to, że nie będzie instrumentem zarządzania w sytuacjach kryzysowych, a zwiększania odporności gospodarczej UGW jako całości i poszczególnych państw strefy euro. Komisja rozwinęła propozycję mechanizmu, wskazując możliwe źródła jego finansowania<sup>39</sup> – przekształcenie EMS, budżet UE, nowy instrument finansowany np. z wkładów krajowych określanych na podstawie procentu PKB lub wpływów z VAT albo z przychodów z akcyzy, podatków od osób prawnych lub innych danin. Równocześnie pojawiają się dalej idące propozycje utworzenia specjalnego budżetu strefy euro, odpowiednio dużego, aby mógł zapewnić konwergencję i stabilizację<sup>40</sup>. Pierwszym krokiem w tym kierunku mogą być pra-

<sup>36</sup> B. Eichengreen, *The Euro Crisis*, op. cit., s. 12–14; Ch. Wyplosz, *The six flaws*, op. cit., s. 589–592.

<sup>37</sup> H.-B. Schafer, *The Sovereign Debt Crisis in Europe, Save Banks Not States*, „The European Journal of Comparative Economics” 2012, Vol. 9, No. 2, s. 179–195, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2062802>.

<sup>38</sup> *Dokończenie budowy europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*, sprawozdanie opracowane przez: Jean-Claude’a Junckera w ścisłej współpracy z Donaldem Tuskiem, Jeroenem Dijsselbloemem, Mario Draghim i Martinem Schulzem, 22 czerwca 2015 r., [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_pl.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_pl.pdf).

<sup>39</sup> Komisja Europejska, *Dokument otwierający debatę w sprawie pogłębienia unii gospodarczej i walutowej*, 31 maja 2017 r., COM(2017) 291, s. 29.

<sup>40</sup> *Meseberg Declaration. Renewing Europe’s promises of security and prosperity*, 19 June 2018, <https://www.diplomatie.gouv.fr/en/country-files/germany/events/article/europe-fran->

ce nad instrumentem budżetowym na rzecz konwergencji i konkurencyjności przeznaczonym dla strefy euro i chętnych państw członkowskich uczestniczących w europejskim mechanizmie kursowym ERM II. Zgodnie z konkluzjami szczytu strefy euro z grudnia 2018 r. instrument ten ma być częścią budżetu UE, której wysokość określana będzie w wieloletnich ramach finansowych i podlegać wskazówkom strategicznym państw członkowskich strefy euro<sup>41</sup>.

Urzeczywistnienie kryterium unii fiskalnej w UGW może napotkać jedną podstawową przeszkodę. Klasyczna teoria OOW zakładała, że transfery między państwami będą przebiegać w różnych kierunkach. Jednak dotychczasowe doświadczenia UGW wskazują, że przepływy pomocy wędrowałyby głównie z państw centrum do państw peryferyjnych. Nie bez przyczyny najdłużej sceptyczne wobec stworzenia zdolności fiskalnej strefy euro pozostawały Niemcy<sup>42</sup>. Instytucje UE mają świadomość tego problemu. W raporcie pięciu przewodniczących podkreślono, że mechanizm stabilizacyjny nie powinien prowadzić do transferów płynących zawsze w jednym kierunku, dlatego konwergencja w kierunku unii gospodarczej jest warunkiem wstępnym uczestnictwa<sup>43</sup>.

### Integracja finansowa

Aż do kryzysu w UGW funkcjonował model, w którym przy pewnych wspólnych zasadach nadzór nad bankami i ewentualne działania ratunkowe umiejscowione były na poziomie krajowym. Powodowało to ogromne obciążenie dla finansów państw dotkniętych przez kryzys bankowy i przerodzenie się go w kryzys długu publicznego. Dlatego najistotniejszą reformą, będącą odpowiedzią na kryzys w strefie euro, jest wzmocnienie integracji finansowej przez budowę unii bankowej. Kryzys uwidoczniał silne powiązania między zadłużeniem banków i państwa. Z jednej strony banki ponoszą negatywne konsekwencje wysokiego długu publicznego, związane m.in. z inwestowaniem w obligacje rządowe. Z drugiej strony wiarygodność finansowa państw jest uwarunkowana kondycją ich sektora bankowego. Konieczność ratowania banków krajowych może bowiem doprowadzić do kryzysu długu publicznego. Ponadto słaba pozycja banków może przekładać się na ich zdolność kredytowania, co z kolei wpływa na wzrost gospodarczy. W ten sposób powstaje negatywne sprzężenie zwrotne bank–państwo. Utworzenie unii bankowej ma przyczynić się do przerwania tego błędnego koła.

Jak już wspomniano, unia bankowa nie była jednym z kryteriów klasycznej teorii OOW, jednak w literaturze wskazuje się, że brak takiej unii może przy-

---

co-german-declaration-19-06-18; Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 16 lutego 2017 r. w sprawie mechanizmu zdolności fiskalnej dla strefy euro (2015/2344(INI)), P8\_TA(2017)0050.

<sup>41</sup> Szczyt strefy euro (14 grudnia 2018 r.) – Oświadczenie, EURO 503/18.

<sup>42</sup> F. Fabbri, *A fiscal Capacity for the Eurozone: Constitutional Perspectives*, In-Depth Analysis requested by the EP AFCO committee, February 2019, s. 14.

<sup>43</sup> *Dokończenie budowy europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*, op. cit.



czyniąc się do powstawania szoków asymetrycznych. Ponadto unia bankowa powoduje podział ryzyka, co z kolei sprzyja otwartości rynków. Co więcej, unia bankowa jest przejawem integracji rynków finansowych, która już od lat 70. stanowi jedno z kryteriów teorii OOW. Integracja taka ma mianowicie łagodzić skutki szoków asymetrycznych przez swobodny przepływ kapitału.

Unia bankowa opiera się obecnie na jednolitym zbiorze przepisów oraz dwóch z trzech zaplanowanych filarów. Pierwszy to jednolity mechanizm nadzorczy (*Single Supervisory Mechanism, SSM*). Przyjęto, że przy nadzorze umiejscowionym w EBC banki nie będą podlegać presji poszczególnych rządów, co pozwoli im na większą dywersyfikację aktywów i w konsekwencji zerwie powiązanie między ewentualnym kryzysem finansów publicznych a kryzysem bankowym. Drugi filar to jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Resolution Mechanism, SRM*), którego celem jest zwiększenie odpowiedzialności kredytodawców w procesie likwidacji banków. Ograniczyłoby to udział państwa i koszt ewentualnego kryzysu w sektorze bankowym dla budżetu i podatników. Nadal nie zakończono prac nad trzecim filarem unii bankowej – wspólnym systemem gwarantowania depozytów (*European Deposit Insurance Scheme, EDIS*). Jak zasygnalizowano wcześniej, trwają również prace nad fiskalnym mechanizmem ochronnym dla Jednolitego Funduszu Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji. Dwa ostatnie instrumenty mają przyczynić się do podziału ryzyka w europejskim sektorze bankowym.

Wszystkie składowe unii bankowej mają więc na celu przerwanie negatywnego sprzężenia zwrotnego bank–państwo, a przez to złagodzenie skutków asymetrycznych szoków. Można więc powiedzieć, że kryzys w dużej mierze wzbogacił klasyczną teorię OOW, szczególnie uwypuklając znaczenie kryterium integracji rynków finansowych.

## Podsumowanie

Budowa unii walutowej w ramach UE stanowiła w dużej mierze projekt polityczny. Kryteria ekonomiczne odegrały rolę drugorzędą. Nie zmienia to faktu, że teoria OOW była przez cały czas funkcjonowania UGW punktem odniesienia dla jej oceny. Aż do kryzysu rozważania nad optymalnością strefy euro nie znajdowały przełożenia na praktykę. Jednak kryzys pokazał, że choć kryteria teorii OOW nie stanowią niezbędnych warunków, które muszą zostać spełnione przez państwa tworzące unię walutową, to służą jako punkty orientacyjne, które pozwalają zidentyfikować ewentualne źródła nierównowagi makroekonomicznej. Działania podjęte po kryzysie, a mające na celu przede wszystkim zapewnienie mechanizmów łagodzących skutki szoków asymetrycznych, nawiązują w dużej mierze do kryteriów integracji rynków finansowych i unii fiskalnej. Z punktu widzenia teorii OOW są to więc kroki w dobrym kierunku. Próby zwiększenia koordynacji gospodarczej i budżetowej mogą w szczególności wesprzeć efekt endogeniczności UGW.

Należy jednak podkreślić, że tak jak motywy utworzenia UGW były w znacznej mierze polityczne, tak i jej reforma zależeć będzie od woli politycznej. Ta ostatnia jest bowiem konieczna dla przestrzegania zobowiązań gospodarczych i budżetowych przez państwa strefy euro. Ponadto tworzenie unii bankowej czy propozycje wpisujące się w koncepcję unii fiskalnej opierają się na założeniu podziału ryzyka między państwami członkowskimi czy bankami. W obecnym krajobrazie gospodarczym w Europie podział taki byłby obciążeniem szczególnie dla państw tzw. centrum, których obywatele musieliby ponosić koszty stabilności całej UGW. Dlatego ponownie czynniki polityczne zdecydują o ostatecznym kształcie rozwiązań przyjętych dla UGW.

## Bibliografia

- Brikić M., Sabić A., *Is the Euro the Optimum Currency for Croatia: An Assessment Using the Optimum Currency Area Theory*, „Croatian National Bank Surveys” 2018, S-30.
- Canale R.R., De Grauwe P., Foresti P., Napolitano O., *Is there a trade-off between free capital mobility, financial stability and fiscal flexibility in the EMU ?*, „Review of World Economy” 2018, Vol. 154, No. 1, <https://doi.org/10.1007/s10290-017-0302-4>.
- Dąbrowski M., *The Economic and Monetary Union: Past, Present and Future*, Study requested by the EP ECON committee, January 2019.
- De Grauwe P., *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?* „LSE ‘Europe in Question’ Discussion Paper Series” 2013, No. 57, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2215762>.
- Eichengreen B., *The Euro Crisis: The Theory of Optimum Currency Areas Bites Back*, „Notenstein Academy White Paper” March 2014.
- Fabbrini F., *A fiscal Capacity for the Eurozone: Constitutional Perspectives*, In-Depth Analysis requested by the EP AFCO committee, February 2019.
- Fabbrini S., *Beyond Intergovernmentalism: The Puzzle of European Economic Governance [w:] The Eurozone Crisis and the Transformation of EU Governance Internal and External Implications*, eds. M. J. Rodrigues, E. Xiarchogiannopoulou, Routledge, New York 2016.
- Frankel J.A., Rose A.K., *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, „NBER Working Paper Series” 1996, No. 5700, <https://doi.org/10.3386/w5700>.
- Geeroms H., Karbownik P., *A Monetary Union Requires a Banking Union*, „Bruges European Economic Policy Briefings” 2014, No. 33.
- Gocaj L., Meunier S., *Time will tell: The EFSF, the ESM, and the Euro crisis*, „Journal of European Integration” 2013, Vol. 35, No. 3.
- Gros D., *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis?*, „CEPS Policy Briefs” 2012, No. 266.
- Kenen P., *The Optimum Currency Area: An Eclectic View [w:] Monetary Problems of the International Economy*, eds. R.A. Mundell, A.K. Swoboda, University of Chicago Press, Chicago 1969.
- McKinnon R., *Optimum Currency Areas*, „American Economic Review” 1963, Vol. 52.

- Mongelli F.P., *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*, „European Economy” 2008, No. 302.
- Mongelli F.P., „New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us?, „ECB Working Paper Series” April 2002.
- Mundell R.A., *A Theory of Optimum Currency Areas*, „The American Economic Review” 1961, Vol. 51, No. 4.
- Obstfeld M., *Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis*, „European Economy” 2013, No. 493.
- OECD *Economic Surveys: Euro Area 2018*, OECD, 2018.
- Pisani-Ferry J., *The Euro Crisis and the New Impossible Trinity*, „Bruegel Policy Contribution” 2012, No. 1.
- Rapacki R., Znoykowicz-Wierzbicka M., *The Design of the EMU at the Heart of the EU’s Crisis? Economic Challenges of the Integration Project [w:] The Crisis of the European Union. Challenges, Analyses, Solutions*, ed. A. Grimmel, Routledge, New York 2018, <https://doi.org/10.4324/9781315443683>.
- Schafer H.-B., *The Sovereign Debt Crisis in Europe, Save Banks Not States*, „The European Journal of Comparative Economics” 2012, Vol. 9, No. 2, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2062802>.
- Sum K., *Teoria optymalnych obszarów walutowych*, „International Journal of Management and Economics” 2011, No. 29.
- Tavlas G.S., *The „New” Theory of Optimum Currency Areas*, „The World Economy” 1993, Vol. 16, No. 6, <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.1993.tb00189.x>.
- Wyplosz Ch., *European monetary union. The dark sides of a major success*, „Economy Policy” April 2006, <https://doi.org/10.1111/j.1468-0327.2006.00158.x>.
- Wyplosz Ch., *The Eurozone crisis: A near-perfect case of mismanagement*, „Economina Marche Journal of Applied Economics” 2014, Vol. XXXIII, No. 1.
- Wyplosz Ch., *The six flaws of the Eurozone*, „Economic Policy” 2016, <https://doi.org/10.1093/epolic/eiw008>.

## Dokumenty

- Dokończenie budowy europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*, sprawozdanie opracowane przez: Jean-Claude’a Junckera w ścisłej współpracy z Donaldem Tuskiem, Jeroenem Dijsselbloemem, Mario Draghim i Martinem Schulzem, 22 czerwca 2015 r., [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_pl.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_pl.pdf).
- Komisja Europejska, *Dokument otwierający debatę w sprawie pogłębienia unii gospodarczej i walutowej*, 31 maja 2017 r., COM(2017) 291.
- Meseberg Declaration. Renewing Europe’s promises of security and prosperity*, 19 June 2018, <https://www.diplomatie.gouv.fr/en/country-files/germany/events/article/europe-franco-german-declaration-19-06-18>.
- One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*, „European Economy” 1990, No. 44.
- Report on economic and monetary union in the European Community*, 12 April 1989.

*Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 16 lutego 2017 r. w sprawie mechanizmu zdolności fiskalnej dla strefy euro (2015/2344(INI)), P8\_TA(2017)0050.*

*Statement by the Heads of State and Government of the Euro Area*, Brussels, 25 March 2010, <https://www.consilium.europa.eu/media/21429/20100325-statement-of-the-heads-of-state-or-government-of-the-euro-area-en.pdf>.

*Szczyt strefy euro (14 grudnia 2018 r.) – Oświadczenie*, EURO 503/18.

*Traktat o stabilności, koordynacji i zarządzaniu w unii gospodarczej i walutowej*, 2 marca 2012 r., <https://www.consilium.europa.eu/media/20390/st00tscg26-pl-12.pdf>.

*Treaty establishing the European Stability Mechanism*, 2 February 2012, <https://www.esm.europa.eu/legal-documents/esm-treaty>.

Wyrok TSUE z 27 listopada 2012 r., sygn. akt C370/12, ECLI:EU:C:2012:756.