

La crise de l'euro et
comment nous en sortir

欧元 危机

【法】让·皮萨尼-费里 著

郑联盛 译

CIS 湖南科学技术出版社



La crise de l'euro et
comment nous en sortir

欧元 危机

【法】让·皮萨尼-费里 著

郑联盛 译

CSSK 湖南科学技术出版社



图书在版编目 (C I P) 数据

欧元危机 / (法) 费里著 ; 郑联盛译. -- 长沙 : 湖南科学技术出版社, 2015. 4

ISBN 978-7-5357-8591-6

I. ①欧… II. ①费… ②郑… III. ①欧元—研究

IV. ①F825

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 068223 号

原书名: LA CRISE DE L'EURO ET COMMENT NOUS EN SORTIR

作者名: JEAN PISANI-FERRY

Copyright © Librairie Arthème Fayard 2011, 2013

Simplified Chinese translation copyright ©2015 by Hunan Science & Technology Press

All Right Reserved

湖南科学技术出版社获得本书中文简体版中国大陆地区独家出版发行权。

著作权登记号: 8-2014-117

版权所有, 侵权必究



欧元危机

著 者: 让·皮萨尼-费里

译 者: 郑联盛

策划编辑: 孙桂均 李 媛 刘 英

出版发行: 湖南科学技术出版社

社 址: 长沙市湘雅路 276 号

<http://www.hnstp.com>

湖南科学技术出版社天猫旗舰店网址:

<http://hnkjcs.tmall.com>

邮购联系: 本社直销科 0731-84375808

印 刷: 湖南省众鑫印务有限责任公司

(印装质量问题请直接与本厂联系)

厂 址: 长沙县榔梨镇保家村工业园

邮 编: 410129

出版日期: 2015 年 4 月第 1 版第 1 次

开 本: 710mm×1000mm 1/16

印 张: 15.25

字 数: 200000

书 号: ISBN 978-7-5357-8591-6

定 价: 35.00 元

(版权所有·翻印必究)

The Euro Crisis and Its Aftermath



Jean Pisani-Ferry

OXFORD
UNIVERSITY PRESS

OXFORD
UNIVERSITY PRESS

Oxford University Press is a department of the University of Oxford.
It furthers the University's objective of excellence in research, scholarship,
and education by publishing worldwide.

Oxford New York
Auckland Cape Town Dar es Salaam Hong Kong Karachi
Kuala Lumpur Madrid Melbourne Mexico City Nairobi
New Delhi Shanghai Taipei Toronto

With offices in
Argentina Austria Brazil Chile Czech Republic France Greece
Guatemala Hungary Italy Japan Poland Portugal Singapore
South Korea Switzerland Thailand Turkey Ukraine Vietnam

Oxford is a registered trademark of Oxford University Press
in the UK and certain other countries.

Published in the United States of America by
Oxford University Press
198 Madison Avenue, New York, NY 10016

« Le Réveil des démons » by Jean Pisani-Ferry © Librairie Artberne Fayard, 2011.

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a
retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, without the prior
permission in writing of Oxford University Press, or as expressly permitted by law,
by license, or under terms agreed with the appropriate reproduction rights organization.
Inquiries concerning reproduction outside the scope of the above should be sent to the
Rights Department, Oxford University Press, at the address above.

You must not circulate this work in any other form
and you must impose this same condition on any acquirer.

Library of Congress Cataloging-in-Publication Data
Pisani-Ferry, Jean.

[Réveil des démons. English]

The euro crisis and its aftermath/Jean Pisani-Ferry ; translated by Christophe Gouardo.
pages cm

Includes bibliographical references and index.

ISBN 978-0-19-999333-8 (alk. paper)

1. Euro. 2. Eurozone. 3. Global Financial Crisis, 2008-2009.
4. Financial crises—European Union countries—History—21st century. I. Title.
HG925.P5713 2014
330.94—dc23
2013034516

1 3 5 7 9 8 6 4 2
Printed in the United States of America
on acid-free paper

致 谢

创新之子——史蒂文·约翰逊说过，咖啡馆的发明对于创新思维的培养起到了巨大的推动作用。同样，本书的灵感也诞生于一个独特的咖啡馆——布勒哲尔（Bruegel^❶），也就是我所任职的机构，一家位于比利时布鲁塞尔的智库。我首先要向同我一起反复斟酌本书中各个议题的同事与朋友致谢，由于人数众多，在此不一一列举。

本书同时受益于许多观察家深入独到的评论以及在“欧元传奇”的诸多亲历者。感谢他们百忙之中阅读和评判本书，并给予本书诸多评论。在此，我要感谢 Jörg Asmussen, Lorenzo Bini Smaghi, Olivier Blanchard, Marco Buti, Lorenzo Codogno, Henrik Enderlein, Miguel Gil-Tertre, Jens Henriksen, Benedicta Marzinotto, Xavier Musca, Francesco Papadia, Peter Praet, Olli Rehn and Thomas Wieser，他们花费了大量时间阅读我的文稿，并给予评论和建议。毋庸讳言的是，本书的错误和遗漏都由我承担责任。

此外，克里斯多夫·戈多（Christophe Gouardo）先生曾协助我将本书的法语原版翻译成英文，Silvia Merler 曾逐章批阅，并给予点评，我在此要向他们二位致以诚挚的感谢！我还要感谢史蒂芬·加德纳（Stephen Gardner）纠正了我蹩脚的英语，Ann Van Gyseghem 帮助我完成原稿的定稿工作，以及 Elisa Landré 的点评。

❶ 译者注：Bruegel 是欧洲与全球经济实验室，是一家位于比利时布鲁塞尔的智库，在国际经济与政治领域处于领先地位。2013 年宾州大学智库排名中，该智库在全球顶级智库中位列第 6 位，其中在国际经济政策领域位于全球第 2 位，在政策影响力中位于全球第 3 位。作者为该智库的主任。

引言

2009年3月的一天，延斯·亨里克森（Jens Henriksson）来到布鲁塞尔，到我们的智库——布勒哲尔看望我，当时我在那里担任主任，而他当时是斯堪的纳维亚地区在国际货币基金组织（IMF）的执行董事^❶。那一天，延斯一反常态，心情十分忧郁。他跟我说：“这次经济危机，将波及整个欧洲。”

我相信他的判断，所以很谨慎的对待他所说的话。延斯曾经担任瑞典首相的经济顾问，后来成为国务卿，在20世纪晚期最严重的经济灾难之一——瑞典银行业危机中，他有第一手经验。此时，延斯刚从冰岛和立陶宛回来，他曾经向国际货币基金组织（IMF）汇报过上述两国严重的经济问题。但是，当他说出那句话时，我着实吃了一惊。

那时候，所有人都在谈论全球经济危机。如果非要单独列出一个危机肆虐的国家或地区，毫无疑问是作为次贷危机发源地的美国。没错，欧洲正在进入深度的衰退之中。一些银行相继倒闭，爱尔兰和英国正在为金融业的泡沫式发展而付出代价——遭受了金融危机猛烈的打击。人们普遍担心中欧和东欧的局势，因为信贷资金已经不再流向这两片土地。但总体上，欧洲仍旧傲然挺立着。面对金融动荡，欧洲央行反应迅速，并表现了坚定的决心。经过一些争吵，欧洲重要的几个国家已经基本可以步调一致的安排工作，并通过了一个旨在解决银行业危机和出台刺激政策的计划。如果非要找到哪点比美国好的话，整体而言，欧洲地区没有国际收支赤

❶ 译者注：北欧斯堪的纳维亚地区在国际货币基金组织中24个执行董事席中共占有1席。

字，而且预算情况好于美国。更重要的是，成长十年的欧元，在金融动荡中对欧洲大陆起到了很好的保护作用。

上述自以为是的感觉没有持续几年，就贻笑大方了。2012年，欧元区尚未恢复到2007年的产出水平，但它却已经再次陷入衰退的泥淖之中。整个欧元区经济割裂为两个部分：一个是繁华依旧的“北区”（北部地区），另一个是危机四伏的“南区”（南部地区）。南区的国内生产总值（GDP）年复一年不断缩水，高升的失业率似乎也势不可挡，主权债券要么是被市场抛弃无法入市发行，要么是融资成本（利率）高昂而几乎濒临无法偿付的风险。私人资本已经不再从北向南自由流动，这迫使政府部门通过替代性注资来解决问题。银行业仍然在（艰难的）修复之中。面对如此艰难的局面，在监管当局的恐吓下，导致仅有的几家有意愿从事跨国贷款的银行不得不停下手来。数不尽的峰会和部长级会议接踵而来，不断侵蚀着欧元被赋予的非凡信誉。在各方的国际会议中，从国际货币基金组织到二十国集团（G20）会议，欧洲问题一直成为独一无二的核心议题，但国际伙伴们却对欧洲问题越来越恼火。最糟糕的是，欧元区内部变得相互猜忌，相互提防：北方国家看不起南方的同伴们，告诫他们慈善般的救助是有限度的；南方国家们愈发感觉难以抑制内心的愤懑，难以忍受这些以恩人自居的北方佬们。

有一点可以肯定，欧洲从未失去过能动性。金融危机爆发的这些年，我们可以看到欧洲在逐渐学习经验教训。从2010年起，当局便采取了一系列的能动性措施（尽管有些激进，有些保守），也同时进行了一系列改革（尽管有些是边际性的，有些是全面性的）。一个接一个的峰会背后，展示的是欧元区领袖们共同的意愿，为了挽救共同的货币，他们不惜突破底线，赴汤蹈火。一届接一届选举的背后，公民们也已经表示出共度时艰的意愿，而不是悄然踏上前往未知的旅程。各国政府也已经开展更为严厉的财政整固和改革措施。关于欧元区逼近解体的可怕预言，也被证明是荒谬错误的。但是，在本人写书的同时，欧元区的经济仍然陷于羸弱之中，财政分立问题仍然四面楚歌，政治混乱也随处可见。

自从我和延斯·亨里克森谈话后，又发生了什么？为什么会发生？此外，更为重要的是，欧洲如何才能终结这次苦难？基于对经济危机的不同解读，上述问题可能有三种答案。

第一种解读与北欧国家的看法大体一致，他们认为，一群不愿意遵守稳定货币联盟规则的国家导致了危机的发生。问题不断升级，是因为有些国家的政府没有遵守欧元区统一的财政纪律，以及没有满足在签署欧洲经济货币联盟中达成的准则要求。违反规定是错误的，所以当前他们国内的人民遭受苦难根本就是自作自受。与其他国家相比，希腊尤其是这种失败的典型，但是毫无疑问，我们不应该仅仅指责希腊一个国家。法国和德国也应当承担相应的责任，二者在2003年担任轮值主席国期间，放松了欧元区财政纪律的要求，而原本法德应该是欧元区财政纪律的守护者。同样，将各界对信贷和房地产业泡沫风险警示当做耳边风，使得西班牙人也只能以悲剧收场。意大利由于没有执行促进经济增长和培养竞争力的改革，而饱受诟病。与此同时，欧洲相关机构因为没有严厉的执行准则纪律而失职难赦。

这种观点产生了对未来发展两种不同的看法。乐观主义者坚持认为，在欧元区建立的前十年中，没有成功遵守准则的国家，必须一起努力行动弥补过错。欧洲的目标是，通过加强准则制定和程序执行来鼓励和刺激经济发展。紧缩的经济政策导致了经济困难，这是过去犯错必须偿付的代价，也是未来欧洲救赎的动力之源。简而言之，以上就是德国总理默克尔（Angela Merkel）一直以来提出的解决方案（虽然最后她做出了温和的妥协）。但是，其他人从相同的分析中却得到了令人更加悲观的结论。北欧的一些阵营认为，依靠那些失败国家来自我救赎简直就是天方夜谭：希腊和其他南欧国家连最简单地遵守利于货币联盟基本稳定的原则性纪律都做不到，他们最终必须脱离欧元区。

此外，许多欧美经济观察员有着更加激进的另一面解读：他们觉得，多个独立国家共用一种货币的模式本身从一开始就是一个不该涉足的坏主意，这个模式注定要失败，所以想走出危机，最直接方法就是回归到使用

国别货币上。也许,1997年哈佛大学的马丁·费尔德斯坦(Martin Feldstein)所写的题为《欧洲货币联盟和国际冲突》^①(*EMU and International Conflict*)的文章是引爆这种观点的源头。当时,这篇文章在欧洲受尽嘲讽,因为它等同于说欧洲货币联盟将带来政治上的剑拔弩张。费尔德斯坦的观点是,如果在参与的国家间,没有一个强有力的调整机制,整个欧元区就会出现不平衡的发展,使得一部分地区受到失业率的困扰,而其他地区则备受通货膨胀的折磨,最终导致参与国都不幸福,甚至愤怒。不幸的是,他言中了。

跟德国人的观点不同,大部分美国学者并不认为松弛的财政纪律导致了欧洲货币联盟的危机。当然,他们不否认非审慎的财政政策是导致希腊危机的主要原因,但是他们并不认为欧元区应该把执行严格的财政纪律作为改革的第一位。学者们认为,对问题的剖析应该更深一步,根源在于产品、劳动力等要素市场融合不力,金融体系整合有限,同时缺乏共同的财政预算框架。把各个主权国家一起束缚在财政的纪律约束中,不但不会解决问题,反而会火上浇油,愈演愈烈。因为欧洲货币联盟已经剥夺了各个国家货币政策独立性,接下来又要剥夺各国独立的财政政策。货币联盟也许不值得一救。如果不计后果,要拼死一救的话,欧洲应该更进一步,打破现存的经济边界,创造一个共同的财政预算联盟。

执着的欧洲人提出了第三种观点。他们认为,欧元区如此困顿的原因在于没有建立一个完备的货币联盟。20世纪90年代前期,欧洲货币联盟建立了基本框架,本意是为迈向一个更加统一和雄心勃勃的联盟。这一内在逻辑暗示,欧洲统一体要承担额外的政策责任,具体来说,就是在财政和预算领域,必须从欧元区的整体角度出发,通过成立一个决策有力的政策制定机构,来加强整个联盟的治理。既然要共享单一货币,那就不得不共担风险。最后一点,政策的一致性必须与政治上的一致性相匹配、相互支持。但货币联盟成立之初的十年中,由于各国政府和人民都不想把权利

^① 马丁·费尔德斯坦,“欧洲货币联盟和国际冲突”,《外交事务》1991年11~12月。Martin Feldstein, “EMU and International Conflict” *Foreign Affairs*, November ~ December 1997.

移交给布鲁塞尔^①，所以以上举措毫无进展。结果是，直到危机爆发之时，欧洲一体化进程还像原来一样不完善，使得整个欧盟犹如一条行使在风暴中的未完工的舰船，危机重重。

这个观点，至少含蓄地表明了欧盟机构和各国政府在处理欧洲政策事务的态度。欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）以及他的前任让-克洛德·特里谢^②（Jean-Claude Trichet）都十分详细地解释了这个观点：虽然他们没有明确说明，但是他们都明显感觉到——如果欧洲各国政府没有履行诺言的执行力，欧洲一体化的目标无论如何都难以达成。短期来看，他们一直强调为货币联盟添加一个更有效的财政政策框架，以更好地应对各国的财政政策分立问题；以及建立必要的银行业联盟。长期来看，他们号召更加紧密的政治一体化以及更加精细化的治理框架。

以上三种观点看上去都似乎有点势不两立的样子，其实不尽然。欧元危机的发生是由各种各样的原因导致的，这三种观点都不同程度地指出了欧元区前十年运行中的矛盾性。不过，我们在问题解决上，仍然有妥协的空间：传统的德国人和美国学术界可能都赞成希腊重新使用原先的货币——德拉克马（drachma）；美国学术界和那些执着的欧洲人，可能在呼吁建立一个统一的银行业联盟和财政联盟。后者可能赞成加强欧盟及欧元区治理框架和共同纪律的落实。但是，无论如何，以上三种观点出自不同的分析框架，同时指出了不同的改革方向。

写本书的目的不是支持任何一种观点，而是帮助读者解读欧元的危机，进而形成可能的解决方案。本书的灵感来自2011年11月我在法国发表的名为 *Le Réveil des Démons* 论文，我不但更新了相关内容，而且对这一版的书稿进行了补充和完善。在过去几年中，作为一位一直深入参与欧元区危机讨论的经济学家，我在欧元区危机的发展、危机的应对管理，以及长期可能的解决方案等方面都颇有感慨。作为这家智库——布勒哲尔的主任，我就这些论题组织过不计其数的研讨和会议，发布过大量论文，一些

① 译者注：布鲁塞尔为欧盟的总部所在地。这里意为不想将权利移交给欧盟。

② 2012年春季以来，作者一直担任布勒哲尔研究中心的主任。

观点成为许多政策建议的源泉。但是，这不是一本为吸引经济学家眼球的专业书籍，因为欧洲货币联盟的利弊作为经济学家之间争论的时点早已过去。我们所看到的是，这些扑面而来的大事及其潜在结果，大大出乎我们的意料，并已经远远超出经济学的范畴。

现在利益攸关的不只是欧元区货币政策的选择，而是，在欧洲人踏上他们孜孜以求的共同体之路 55 年后，他们仍然有团结统一的意愿。1991 年，作为对冷战结束的回答，政治学家们对欧共体能否继续存在产生过疑问。在 20 世纪 90 年代和 21 世纪头十年，全球化的浪潮席卷全球，经济学家质疑，区域经济一体化能否在全球经济自由化中生存下去。戈登·布朗（Gordon Brown）当时担任英国布莱尔政府的财政大臣，甚至将此观点纳入了 2005 年的国情咨文^①。1998 年，1944 年出生的格哈德·施罗德（Gerhard Schröder）成为赫尔穆特·科尔（Helmut Kohl）的继任者出任德国总理，而施罗德的兄弟参加第二次世界大战时不幸牺牲。历史学家想知道新一代领导人，能否延续前辈们推动欧洲一体化的激情。事实上，欧盟仍然存活了下来，而且一体化进程加深了一步，整个组织也充满活力。但是，这也可以被看成一次历史的见证，见证了现代民主政治中存在不同政见的重要性。眼下，似乎是对这些涉及欧洲未来的棘手问题加以解答的时候了。

然而，与此同时，欧洲普通民众对于欧元未来的争论一直喋喋不休，迷惑不解。原来一直仅限于专家知晓的晦涩词语，比如，利差、违约风险、欧元债券等，现在已经走进寻常百姓家，成为茶余饭后的话题，甚至是电视脱口秀的主题。国际金融危机后，那些曾经叫嚣着驯服市场的政治家们，现在却解释道——需要通过大量削减公众消费和增加税收来避免一场债务危机。然而，2009 年，这些财长们却声称，我们需要扩张财政预算来刺激经济，降低全球经济衰退的风险，后来他们又同样自负地说道，要想经济繁荣，只有财政紧缩这一条路可走。经济学家认为，造成现在困境

^① 全球欧洲：充分就业的欧洲，英国财政部，2005 年 10 月。Global Europe: Full Employment Europe, HM Treasury, October 2005。

的根源在于货币一体化进程过于仓促，可是为了解决现有的问题，唯一的办法只能是进一步加速一体化进程。

更糟糕的是，领导者们已经次次暴露出他们的无能。在几个漫漫长夜的峰会后，各国政府首脑出台了所谓的权威声明，提出了各种设计巧妙的缩写语，并承诺了万亿欧元的资金，然而几周后，他们不得不再次召集，并认识到之前的所作所为是何等的徒劳。政策的公信力正在空前绝后地以更快的速度被无度的挥霍，除却公信力，一个更加稀缺的东西——信任也被弃之不顾。欧洲领袖们、专家们、友邻们都已经失信于欧洲的普通民众。

我希望这本书能够帮助读者们了解旷日持久的欧洲危机，以及解决问题的方法建议。本书由四个部分组成，本部分对整个欧洲危机概况做了说明，第一部分是关于乌托邦的构想，简略介绍了欧洲货币的起源和发展的早期情况。第二部分是危机预言——意料之中还是意料之外的危机，讨论危机发生的必然性与偶然性，回顾了欧元的十年历程，日积月累的不平衡发展，以及最终的危机。第三部分题为痛苦的抉择，研讨了欧洲政策制定者自 2010 年起的政策选择和他们解决问题的方法或是怎么失败的。第四部分是整固计划，回顾了政策的变革历程，也规划了未来的政策选择。

让·皮萨尼-费里

布鲁塞尔/巴黎，2013 年 4 月

远未结束的故事

危机骤然而至又暂渐而逝。怡然自乐、忧心忡忡、得意洋洋，市场情绪风云骤变。在未来的日子里，谁知道它是否会回归恐惧之中。当一切安好，似乎没有东西会严重到能点亮警醒之灯。而在危机的高潮时刻，却没有任何行动足以抑制惊恐。亚洲在 20 世纪 90 年代末期的那场危机中领教了市场颠覆的悲惨境况，10 余年之后，这次轮到欧洲了。

欧元危机对欧洲而言是一次巨大的创伤。在 2008 年全球金融危机颠覆时刻点燃欧元危机引信之后，这次危机历程之长，足以超过亚洲金融危机。特别是，从 2010 年暖春到 2012 年严冬，大部分欧洲政策决策者为欧元危机殚精竭虑、彻夜未眠。这场危机使得欧洲货币面临生与死的考验，亦使得全球经济复苏面临偏离轨道的风险。它使得诸如希腊等重债国陷入深度衰退的羸弱之中，希腊 GDP 萎缩了四分之一，失业问题影响了四分之一希腊人的生活。

此时此景，欧洲又回到了怡然平和的日子。国际资本市场现在甚至愿意以 2.5% 的利率借钱给西班牙人。一年前，相同的 10 年期国债收益率是 4.5%；两年前，即使西班牙人愿意支付高达 7% 的利息却难以从债券市场获得融资。然而，这是同一个国家，同一个市场，同一个问题。

市场平静不能成为自鸣得意的借口。在欧元保卫战中的胜利果实以及在欧元体系中进行广泛的改革，足以让欧洲人引以为豪。但是，平静的时光应该好好珍惜。它带给我们停下来反思的机会：到底发生什么？为什么会发生？如何防止历史重演？

欧元危机所具的巨大挑战性决定了这种反思不是一个简简单单的任务。这场危机直接引发了对单一货币体制基本假设的质疑，而这些假设是成员国参与合作、共建欧元的根基。同时，危机提出了创造一个区域货币所需要回答的基本问题：所有国家的相关性、货币体系的差异性以及与邻国合作的紧密度。

欧元是一个超越主权的货币。欧盟是一个法律层面上的共同体，欧盟设有政策机构，拥有独立预算体系，甚至选举议会，但是，欧盟无法享受主权利力：没有成员国的一致同意，欧盟不能提高税负、更改宪法或者独立宣布战争。欧盟可以采取协商一致的规则，但是，他真正的自由裁决能力真是极其有限。与欧元体系设计师们的预期相比，欧元未曾亦尚未走向与美国或澳大利亚相似的联邦制。

这是欧元体系试验极其有趣之所在。依据相同的逻辑，我们知道在酝酿生命的体外环境就已经决定了什么是新生命生存的最低条件，而创立欧元之初大家亦都知道什么是这个单一货币生存的最低要求。

欧元诞生之后其境况波澜不惊，似乎还发现缺乏一个主权国家的支撑不会引发任何显性问题。更有甚者认为，行政权力作为一种潜在的干预，其缺失反而是央行独立性的一种保障。超越于国家的制度安排，使得政客无法对中央银行施加压力，从而保证了物价稳定目标的实现。

只有少部分观察家和决策者知晓，政府权力的缺失对欧元体系更多是一种危险而不是保障。虽然政府倾向于引致过度的需求和过高的预期，而这些往往是央行所无法全部满足的。但是，欧元诞生之后10年，真正的危险才到来。当市场投机力量开始危及欧元的生存之时，谁是这个货币最后的保卫者才显得那么的重要。

由于缺乏统一主权，欧元区成员国成为这个货币的共同捍卫者。实际上他们过去已经一次又一次宣称要担当此任。政府首脑们信誓旦旦称：一旦有需要，我们将携手共进，保卫欧元。但是，在危机爆发伊始，他们坚持“最终保障”思维，坚持不救援原则，强调只有最后危急关头，他们才会共同行动。先发制人的行动已在规则之外，因为对一个国家采取毫无条

件性的保护将会引发更加轻率的行为，即所谓的道德风险。

欧盟干预成员国政策决策的权力是极其有限的。在一个中央集权国家，甚至在一些联邦制国家，中央政府对地方政府提供必要的支持，与此对应，中央政府亦具有强制地方政府采取特定行动的权力。但是，在欧洲，欧盟对各国成员国的决策根本没有否决权。由于担心道德风险，欧盟坚守着“最终保障”逻辑，但是，这个逻辑具有本质的缺陷性。它触发了一个足以引发市场危机的恐慌情绪，认为成员国之间在应对困境之时并非真心实意、以诚待人、共度难关，成员国的团结程度不足以避免欧元体系的崩溃。

在这个背景下，即便是行动和言语双管齐下，欧洲中央银行在取代成员国发挥应对危机职能时经历了漫漫长路。最为著名的时刻就是马里奥·德拉吉行长在2012年7月26日所宣称的：欧洲央行将采取任何可能政策全力以赴保卫欧元。“相信我，足矣！”短短的一句话却道出了欧洲央行的真实意图：他已经把自己当成欧元生存的保卫者。市场情绪为之沸腾：几周内，支持欧元成为一种市场潮流。但是，为数不多的观察家注意到在这个句子之前还有三个重要的词语：在它的职权内。实际上，这意味着欧洲央行不是主权国家的权力代表，他只能在中央银行职能范畴内见机行事。

随着德拉吉行长振臂一呼而来的是，一群德国教授将此诉诸至德国宪法法院。他们一丝不苟地宣称：欧洲中央银行宣布成员国政府在面临无法融资风险之时欧洲央行将购买他们的债券，这已经明显超越了欧洲央行的法定职权范围。实际上，2013年1月德国宪法法院认为，欧洲央行的政策违反了欧盟条约，但是，在如何判决上已经超越了法院的能力。德国宪法法院将这个案件转交给欧盟最高法院，时至今日此案仍未判决。不管最高法院作出何种裁决，法律问题争辩暗示着欧洲央行并不能享受“采取任何可能政策”的绝对自由。

正如任何中央银行一样，欧洲中央银行拥有巨大的权力，可以随意创造货币。这正是欧洲央行成功重塑市场信心的行事之道。成员国政府失败之处却是欧洲央行成功所倚，欧洲央行几乎可以毫无约束地干预市场。而

由于一些政策最后可能会是纳税人无法填补的“无底洞”，这些政策往往是各国政府所不愿意从事的。但是，对欧洲央行权力的约束是他不具有在成员国之间从事重新分配的合法性。正如德国教授原告们所指出的，拿一个国家纳税人的钱去支持另外一个国家的纳税人本质上是一个财政运作和重新分配问题，此类资金转移需要获得议会的同意。议会拥有制定财税政策的权力，但是，这个权力不属于欧洲议会，而属于资金转移发起国的国家议会。

财政政策和货币政策的界限似乎可能是虚幻的。毕竟，货币创造最后肯定会导致某种程度的财政责任重新分配问题：重债国可能会引发债务危机，中央银行作为最后贷款人可能蒙受损失，而财政又是真正的兜底者。这就模糊了财政政策与货币政策的区别性。但是，在一个国家中，由于拥有政府的支持，中央银行在借款人破产之时可以采取重新资本化或快速下调利率加以应对；而对于欧洲，这需要欧洲央行成员国一致同意，而成员国担心欧洲央行最终会遭遇损失并会将与此相关的财政责任转嫁给成员国。那些反对救助行动的成员国坚称欧洲央行的行动不应该产生任何形式的财政责任重新分配。

相似问题很快以另外一种方式呈现。正如本书所详细阐释，随着危机日益恶化，越来越明显的事实是银行机构与重债国的命运更加紧密相连。无论何时政府的偿付能力受到质疑，总部设在该国的银行都将受到重创，反之亦然。这个“命运之环”主要根源于银行和国债的风险集中在国家层面，而二者是相互依赖的。国家是银行潜在的担保人，银行则是国家违约最大受害者。

这个风险相关性在欧元创立之时被极大地忽视了，但是在危机中它却迅速成为市场脆弱性和坍塌的主要根源。欧洲央行大规模的流动性注入很大程度缓解了这种风险相关性，但却无法彻底解决。对于银行监管和处置的责任最终从成员国层面转移到了欧元区层面，这就是所谓的银行联盟。

一旦问题根源和应对机制变得清晰，决策将迅速作出并加以实施。银行联盟的建立将银行业监管责任亦首次赋予了欧洲中央银行（将在2014年11月生效），同时针对银行业危机的处置机制及政策框架亦建立起来，