



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

10. ROCZNICA EBC

BIULETYN MIESIĘCZNY

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

1998-2008

BIULETYN MIESIĘCZNY
10. ROCZNICA EBC



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY
PIERWSZE DZIESIĘĆ LAT



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



BIULETYN MIESIĘCZNY 10. ROCZNICA EBC

W 2008 roku
wszystkie
publikacje EBC
będą zawierały
motyw pochodzący
z banknotu 10€.



© Europejski Bank Centralny 2008

Adres

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Niemcy

Adres do korespondencji

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Niemcy

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

Biuletyn został przygotowany pod kontrolą Rady Nadzorczej EBC. Tłumaczenia zostały wykonane w krajowych bankach centralnych.

Wszystkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystywanie materiałów zawartych w Biuletynie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.

Zdjęcia:

ESKQ
EUMETSAT
Claudio Hils
Martin Joppen

Dane statystyczne zamieszczone w biuletynie – stan na dzień 9 kwietnia 2008 r.

ISSN 1830 0103 (druk)
ISSN 1830 009X (internet)



SPIS TREŚCI

PRZEDMOWA	5	Ramki	
KONTEKST HISTORYCZNY	8	1 Modelowanie gospodarki strefy euro	36
WSTĘP	11	2 Główne narzędzia i kanały komunikacji wykorzystywane przez EBC	51
SYSTEM INSTYTUCJINALNY I DZIAŁANIA STREFY EURO	21	3 Podstawowe zasady systemu zabezpieczeń Eurosystemu	56
STRATEGIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC I JEJ WDROŻENIE	33	4 Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej	61
WYZWANIA POLITYKI GOSPODARCZEJ I ROZSZERZENIE	69	5 Zrozumieć uporczywość inflacji oraz czynniki kształtujące wynagrodzenia	86
POZYCJA MIĘDZYNARODOWA EURO ORAZ JEGO WPŁYW NA WYMIANĘ HANDLOWĄ I PRZEPŁYWU KAPITAŁU	95	6 Wstępne wnioski z prac EBC nad rozwojem finansowym	113
INTEGRACJA FINANSOWA	109	7 Znaczenie zharmonizowanego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych	149
STABILNOŚĆ FINANSOWA I NADZÓR	129		
STATYSTYKA	147		
BANKNOTY EURO – TRWAŁY SYMBOL INTEGRACJI	155		
UWAGI KOŃCOWE	161		
ANEKS			
Statystyki dotyczące strefy euro z 10 lat na tle statystyk największych obszarów gospodarczych	165		

SKRÓTY

PAŃSTWA

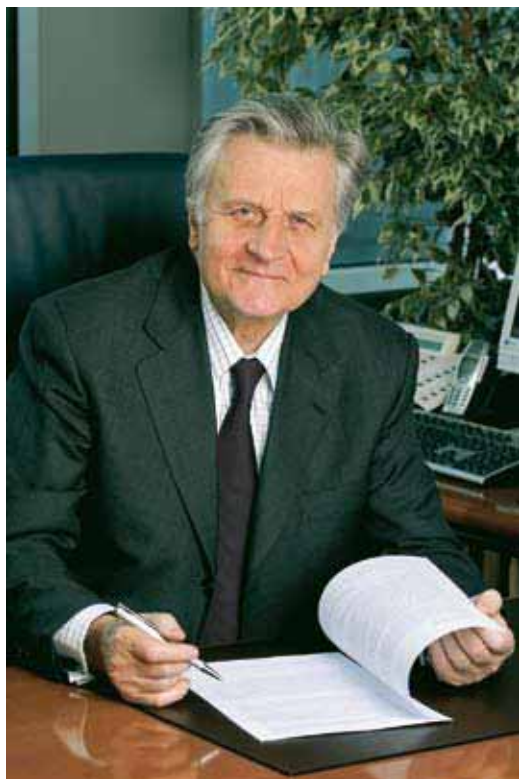
BE	Belgia	HU	Węgry
BG	Bułgaria	MT	Malta
CZ	Czechy	NL	Holandia
DK	Dania	AT	Austria
DE	Niemcy	PL	Polska
EE	Estonia	RO	Rumunia
GR	Grecja	PT	Portugalia
ES	Hiszpania	SI	Słowenia
FR	Francja	SK	Słowacja
IE	Irlandia	FI	Finlandia
IT	Włochy	SE	Szwecja
CY	Cypr	UK	Wielka Brytania
LV	Łotwa	JP	Japonia
LT	Litwa	US	Stany Zjednoczone
LU	Luksemburg		

INNE

BIS	Bank Rozrachunków Międzynarodowych
b.o.p.	bilans płatniczy
BPM5	<i>IMF Balance of Payments Manual</i> (Podręcznik Bilansu Płatniczego MFW, edycja 5)
CD	certyfikat depozytowy
c.i.f.	koszty, ubezpieczenie i fracht na granicy importera
CPI	Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych
ECB [EBC]	Europejski Bank Centralny
EER	efektywny kurs walutowy
EMI	Europejski Instytut Walutowy
EMU [UGW]	Unia Gospodarcza i Walutowa
ESA 95	Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych z 1995 r.
ESCB [ESBC]	Europejski System Banków Centralnych
EU [UE]	Unia Europejska
EUR	euro
f.o.b.	franco statek na granicy eksportera
GDP [PKB]	produkt krajowy brutto
HICP	zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych
HWWI	Hamburski Instytut Gospodarki Dwiatowej
ILO [MOP]	Międzynarodowa Organizacja Pracy
IMF [MFW]	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MFI [MIF]	monetarna instytucja finansowa
NACE Rev. I	statystyczna klasyfikacja działalności gospodarczej we Wspólnocie Europejskiej
NCB [KBC]	krajowy bank centralny
OECD	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
PPI	Indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu
SITC Rev. 3	<i>Standard International Trade Classification</i> (Międzynarodowa Standardowa Klasyfikacja Handlu, zmiana 3)
ULCM	jednostkowy koszt pracy w przetwórstwie przemysłowym
ULCT	jednostkowy koszt pracy w całej gospodarce

Zgodnie z przyjętą we Wspólnocie praktyką, państwa członkowskie UE wymienione są w niniejszym Biuletynie w porządku alfabetycznym, na podstawie nazw w językach ojczystych poszczególnych państw.

PRZEDMOWA



Europejski Bank Centralny został utworzony 1 czerwca 1998 r. jako niezależny bank centralny wspólnej waluty europejskiej – euro – wprowadzonej w styczniu 1999 r. Waluta ta nie mogłaby istnieć bez wspólnego banku centralnego i wspólnego systemu banków centralnych. W związku z tym Europejski Bank Centralny (EBC) i Europejski System Banków Centralnych (ESBC), składający się z EBC i banków centralnych wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej (UE), otrzymały mandat do utrzymywania stabilności cen i ochrony wiarygodności euro.

W maju 1998 r. Rada Europejska podjęła jedną z najbardziej doniosłych decyzji w historii integracji europejskiej. Przywódcy UE zdecydowali, że 11 państw członkowskich spełniło warunki niezbędne do wprowadzenia euro. Decyzja ta stanowiła zwieńczenie procesu, który zaczął się w 1992 r., kiedy na mocy traktatu z Maastricht ustalono porządek instytucjonalny ESBC. Traktat nadał polityce monetarnej charakter ponadnarodowy i uwolnił ją od wszel-

kich nacisków, w tym nacisków rządów, gwarantując EBC całkowitą niezależność i dając mu wyłączne prawo do zezwalania na emisję banknotów.

Przy negocjacjach i ratyfikacji traktatu z Maastricht parlamentom państw członkowskich przyświecało założenie, że w miarę upływu czasu euro wprowadzą wszystkie kraje należące do UE, w związku z czym ESBC będzie realizował wszystkie zadania związane ze wspólną walutą. Jednak zanim to nastąpi, kluczową rolę odgrywa grupa banków centralnych w ramach ESBC – Eurosystem, na który składa się EBC i banki wszystkich państw członkowskich strefy euro. Głównym organem decyzyjnym Eurosystemu jest Rada Prezesów EBC, złożona z sześciu członków Zarządu EBC i z prezesów banków centralnych krajów strefy euro.

Rada Prezesów EBC zdefiniowała stabilność cen jako dodatnią stopę inflacji wynoszącą poniżej 2% i ogłosiła, że celem Rady jest utrzymanie inflacji na poziomie niewiele poniżej 2% w średnim okresie. Stabilność cen udało się generalnie utrzymać przez prawie dziesięć lat mimo silnego wzrostu cen surowców na świecie (choć polityka pieniężna nie ma na nie bezpośredniego wpływu), który odbił się niekorzystnie na Europie i reszcie świata oraz doprowadził do tego, że od wprowadzenia euro średnia stopa inflacji wynosi nieco powyżej 2%. To niebywale osiągnięcie, biorąc pod uwagę wszystkie wstrząsy, które miały miejsce w tym okresie i dane z tego obszaru sprzed powstania strefy euro. Przez kilkadziesiąt lat przed wprowadzeniem euro przeciętna roczna inflacja w poszczególnych krajach strefy była znacznie wyższa od inflacji w strefie euro przez ostatnie dziesięć lat.

Stabilne ceny są niezwykle ważne nie tylko dlatego, że chronią wartość dochodów całych społeczeństw, a w szczególności najsłabszych i najuboższych obywateli, ale również z uwagi na to, że stabilność cen i wiarygodność działań na rzecz jej zachowania w średnim okresie stanowią warunki konieczne zrównoważonego wzrostu i tworzenia miejsc pracy. Dzięki ustabilizo-



waniu oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie, zgodnie z naszą definicją stabilności cen, EBC ograniczył premie za ryzyko inflacyjne, tworząc warunki finansowe sprzyjające wzrostowi i tworzeniu miejsc pracy. W okresie od wprowadzenia euro do końca roku 2007 w strefie euro powstało ponad 15 milionów nowych miejsc pracy, a stopa bezrobocia spadła do poziomu najniższego od początku lat 80.

Euro odgrywa bardzo ważną rolę w usprawnianiu funkcjonowania dużego rynku w Europie, a tym samym w tworzeniu prawdziwie wspólnego rynku. W ostatnich latach euro pomogło również chronić gospodarkę strefy euro przed licznymi wstrząsami i niebezpiecznymi zawirowaniami.

Te osiągnięcia wymagały czasu i znacznego wysiłku, gdyż EBC poruszał się po nieznanym obszarach, podejmując bardzo skomplikowane decyzje na wielką skalę i wcielając je w życie wspólnie ze wszystkimi członkami Eurosystemu – krajowymi bankami centralnymi strefy euro. Realizując w ostatnich latach nasze liczne zadania, musieliśmy przewidzieć, jak będzie funkcjonować nowo utworzona unia walutowa i jak będzie kształtować się skomplikowana dynamika dużego obszaru gospodarczego dążącego do integracji gospodarczej i walutowej.

W niniejszym wydaniu specjalnym przedstawiono przebieg prac EBC na przestrzeni ostatnich dziesięciu przełomowych lat, omówiono niektóre z najtrudniejszych zmian, jakie zaszły w tym okresie, oraz opisano wyzwania, przed którymi stoi EBC i strefa euro na progu drugiej dekady istnienia.

Do najważniejszych wyzwań należy zwiększenie elastyczności strefy euro i jej zdolności do dostosowywania się do zmian poprzez usprawnianie polityki strukturalnej i fiskalnej oraz zwiększanie potencjału wzrostu tego obszaru. Ustalenie czynników wywołujących presję inflacyjną wymaga zrozumienia zmian nieustannie zachodzących w gospodarce i przystosowania do nich naszych narzędzi. Aby zagwarantować wiarygodność polityki pieniężnej, trzeba stale mieć się na baczności, utrzymując ocze-

kiwania inflacyjne na poziomie zgodnym z naszą definicją stabilności cen. Musimy też wypracować najlepszy sposób przygotowania się na przyjęcie nowych członków do strefy euro.

Osiągnięcia ostatnich dziesięciu lat są zasługą wizji i determinacji członków Rady Prezesów – zarówno obecnych, jak i byłych – oraz inicjatywy i wysiłków wszystkich pracowników Eurosystemu. Przy tej okazji chciałbym podziękować wszystkim, którzy pomogli zbudować solidne podstawy euro. Wspólna waluta stała się chlubnym symbolem kontynentu europejskiego i przyczyniła się do wzrostu jego znaczenia w świecie.

Eurosystem działa jako zespół, służąc 320 milionom obywateli z 15 krajów, które postanowiły połączyć swoje losy. Euro jest naszą wspólną walutą, a Europejczycy wiedzą, że z determinacją będziemy wypełniać powierzony nam mandat.

Serdecznie dziękuję wszystkim pracownikom EBC i krajowych banków centralnych, którzy uczestniczyli w pracach nad niniejszym biuletynem rocznicowym, za ich wkład w przygotowanie tej publikacji.



Jean-Claude Trichet, Prezes EBC

**Zarząd w czerwcu 1998 r.:****Drugi rząd (od lewej):**

Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmár Issing,
Eugenio Domingo Solans

Pierwszy rząd (od lewej):

Christian Noyer (wiceprezes),
Wim F. Duisenberg (prezes),
Sirrka Hämäläinen

**Zarząd w czerwcu 2008 r.:****Drugi rząd (od lewej):**

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Pierwszy rząd (od lewej):

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (prezes),
Lucas D. Papademos (wiceprezes)

KONTEKST HISTORYCZNY

Początki europejskiej integracji walutowej przypadają na wczesne lata 60., kiedy sześć państw należących do Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej (EWG) rozpoczęło współpracę walutową. Mniej więcej w tym samym czasie powstał także pierwszy konkretny projekt europejskiej unii gospodarczej i walutowej, zgodnie z którym do końca lat 60. strefa wolnego handlu utworzona na mocy traktatu rzymskiego miała przekształcić się w unię gospodarczą. Jednak ponieważ przez następnych kilka lat międzynarodowy system walutowy był stabilny, nie podjęto żadnych działań w tym kierunku. Dopiero po serii kryzysów walutowych i kryzysów bilansów płatniczych w 1969 r. przywódcy sześciu państw należących do EWG postanowili opracować plan utworzenia unii gospodarczej i walutowej. Bezpośrednim skutkiem ich decyzji był powstały w 1970 r. plan Wernera przewidujący utworzenie unii w trzech etapach, które miały zakończyć się przed 1980 r. Zainteresowanie tym ambitnym przedsięwzięciem zmalało w 1971 r. po załamaniu się systemu kursów stałych z Bretton Woods. Jednocześnie kraje europejskie zrozumiały, że nieograniczone wahania kursów walutowych mogą stanowić przeszkodę w dalszej integracji handlowej. Na początku celem działań, które rozpoczęły się w 1972 r. i polegały na utworzeniu „węża walutowego”, była zatem stabilizacja wzajemnych kursów niektórych walut europejskich. Projekt ten zakończył się jednak niepowodzeniem, do czego przyczyniła się niespokojna sytuacja na rynkach walutowych oraz międzynarodowa recesja wynikła z pierwszego kryzysu paliwowego w 1973 r. System oparty na „wężu walutowym” zyskiwał i tracił członków, aż pod koniec 1977 r. stał się tzw. strefą marki niemieckiej, obejmującą Niemcy, kraje Beneluksu i Danię.

W 1979 r. Francja i Niemcy powróciły do idei integracji walutowej, czego skutkiem było utworzenie Europejskiego Systemu Walutowego (ESW), który istniał do wprowadzenia euro w 1999 r. W ramach systemu skupiono się na koordynacji i konwergencji w dziedzinie polityki pieniężnej w celu zapewnienia stabilności cen, która miała sprzyjać stabilnym kursom

walutowym. W tym okresie jeszcze bardziej zacieśniono powiązania między bankami centralnymi, korekty kursu walutowego uzależniono od determinacji, z jaką w polityce danego kraju dążono do osiągnięcia konwergencji, w celu zmniejszenia częstotliwości i skutków destruktywnej dewaluacji (do której mimo wszystko czasami dochodziło), usunięto kontrolę przepływu kapitału, w każdym z krajów prowadzono politykę niskiej inflacji i poczyniono znaczne postępy w dziedzinie integracji gospodarczej. Długoletnie doświadczenia wyniesione z funkcjonowania ESW pokazały, jak ważna jest trwała konwergencja nominalna oraz dyscyplina budżetowa.

Pod koniec lat 80. powrócono do dyskusji nad wykonalnością projektu unii gospodarczej i walutowej. Rada Europejska powołała komitet złożony z ekspertów pod przewodnictwem Jacquesa Delorsa. Zadaniem komitetu było opracowanie różnych scenariuszy utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej (UWG). Przygotowany „Raport Delorsa” stał się podstawą traktatu z Maastricht, podpisanego przez głowy państw lub szefów rządów państw członkowskich UE w 1992 r., a następnie ratyfikowanego przez wszystkie kraje UE w 1993 r. Niespełna dziesięć lat później raport ten posłużył jako fundament wprowadzenia wspólnej waluty. Do tego czasu jednak skoncentrowano się na przyspieszeniu procesu konwergencji oraz przygotowywaniu niezbędnych rozwiązań instytucjonalnych. Europejski Instytut Walutowy (EIW), powołany do życia w 1994 r., zajął się tworzeniem regulacyjnych, organizacyjnych i logistycznych podstaw funkcjonowania nowego ponadnarodowego systemu bankowości centralnej. Były one niezbędne, aby utworzyć EBC i ESBC oraz powierzyć im określone zadania, a także wprowadzić nową wspólną walutę.

W maju 1998 r. Rada Unii Europejskiej oświadczyła, że 11 krajów spełniło kryteria konwergencji, czyli warunki, które należy spełnić, by wprowadzić euro. Następnie – 1 czerwca 1998 r. – utworzono EBC i ESBC. Dopóki wszystkie państwa członkowskie nie przyjmą euro, główną rolę odgrywa jednak Eurosystem złożony z EBC i krajowych banków centralnych państw strefy euro. Głównym organem decyzyjnym Eu-

rosystemu jest Rada Prezesów EBC, w skład której wchodzi sześciu członków Zarządu EBC i prezesi krajowych banków centralnych krajów strefy euro.

Od samego początku przed Europejskim Bankiem Centralnym i Eurosystemem stały poważne zadania. Po pierwsze, jako nowa instytucja, EBC musiał zyskać wiarygodność i zaufanie obywateli oraz rynków finansowych, że zagwarantuje utrzymanie stabilności cen. Musiał również ustalić zasady sprawnej współpracy między krajowymi bankami centralnymi w ramach Eurosystemu. Realizacja tych zadań była o tyle trudniejsza, że EBC przyszło funkcjonować w zupełnie nowych warunkach gospodarczych i instytucjonalnych. Euro stanowiło nowy byt natury ekonomicznej i finansowej, którego cechy nie zostały jeszcze do końca poznane, a konsekwencje utworzenia wspólnej waluty nie były wówczas w pełni zrozumiałe.

Niniejsze wydanie rocznicowe Biuletynu Miesięcznego opisuje prace oraz dokonania EBC i Eurosystemu z ostatnich dziesięciu lat. Przedstawia także najważniejsze wyzwania i plany na przyszłość dotyczące poszczególnych dziedzin w ramach kompetencji EBC. Przy omawianiu prac EBC i Eurosystemu należy zwrócić uwagę na dwa następujące zagadnienia:

- Po pierwsze, w dziedzinie integracji walutowej i integracji gospodarczej postępy czyniono równocześnie. Sposób, w jaki kraje europejskie utworzyły UGW, jest jedynym tego rodzaju przedsięwzięciem w historii, ponieważ u podstaw unii leży idea jednolitego rynku wspólnego dla niezależnych krajów. UGW znacznie różni się od unii walutowych tworzonych w przeszłości, ponieważ w ich przypadku najpierw powoływano do życia unię polityczną (państwo narodowe), a następnie tworzono wspólny rynek, zapewniający jednolite warunki funkcjonowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Naszym zdaniem euro będzie miało korzystny wpływ na dalszą integrację gospodarczą i finansową. Zagadnienie to zostało omówione w roz-

działach 4, 5 i 6, które są poświęcone odpowiednio integracji gospodarki realnej, zwiększaniu stopnia otwartości handlu oraz integracji rynków finansowych.

- Po drugie, w Eurosystemie decyzje podejmuje się w sposób scentralizowany, natomiast wprowadza w życie w sposób decentralizowany. Zasada decentralizacji stosowana w Eurosystemie ma trzy główne zalety. Po pierwsze, dzięki decentralizacji EBC korzysta z doświadczenia i wiedzy specjalistycznej, infrastruktury oraz możliwości operacyjnych krajowych banków centralnych należących do Eurosystemu. Po drugie, ze względu na znajomość języka i kultury danego państwa krajowe banki centralne ułatwiają EBC dotarcie do obywateli mieszkających w strefie euro. Po trzecie, krajowe banki centralne pomagają instytucjom kredytowym w swoim kraju uzyskać dostęp do sieci banków centralnych, co jest istotne z uwagi na wielkość strefy euro i istnienie budowanych przez lata relacji między bankami centralnymi a środowiskami bankowymi w poszczególnych krajach. Przez ostatnie dziesięć lat system ten działał sprawnie. Sprostął także zadaniu rozszerzenia Unii Europejskiej oraz strefy euro o nowych członków.

Ostatnie dziesięć lat upłynęło niezwykle szybko. W tym czasie EBC udało się zyskać wysoki stopień wiarygodności na całym świecie. Ważne jest, by utrzymać tę wiarygodność w przyszłości oraz sprostać wyzwaniom, przed którymi strefa euro stanie w drugiej dekadzie swojego istnienia. W niniejszym wydaniu rocznicowym Biuletynu Miesięcznego pragniemy pokazać, jak pod wieloma względami dzielimy wspólny los.

EUROPEJSKI SYSTEM BANKÓW CENTRALNYCH (ESBC)



EUROSYSTEM





I WSTĘP

„... zapewnienie ogólnej współpracy, pokazanie, że mimo różnic i granic dzielących ludzi, łączą ich wspólny interes”.

Jean Monnet

Niniejsze wydanie specjalne Biuletynu Miesięcznego przedstawia opis pierwszych dziesięciu lat działalności Europejskiego Banku Centralnego (EBC) i Eurosystemu obejmującego EBC i banki centralne państw członkowskich Unii Europejskiej, które wprowadziły euro. Opisano w nim pracę tej nowej instytucji i systemu w pierwszej, nader dynamicznej dekadzie i przedstawiono wyzwania, którym trzeba będzie sprostać w ciągu następujących dziesięciu lat oraz w dalszej przyszłości.

EBC wykonuje swoje podstawowe zadanie, czyli dąży do utrzymania stabilności cen, a jego strategia w zakresie polityki pieniężnej jest wiarygodna i zrozumiała. Prowadzenie wspólnej polityki pieniężnej jest z pewnością najłatwiej dostrzegalnym zadaniem EBC, ale w żadnej mierze nie jedynym. Jego realizacja wymaga od EBC podejmowania innych działań i wykonywania różnorodnych zadań określonych w traktacie z Maastricht lub takich, które są niezbędne do prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej. Niniejsze wydanie specjalne ma pomóc w lepszym zrozumieniu różnych zadań EBC i Eurosystemu.

W wyniku utworzenia EBC i ESBC oraz wprowadzenia euro powstał nowy porządek instytucjonalny Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Podstawy tego porządku tworzą scentralizowana polityka pieniężna oraz zdecentralizowana polityka fiskalna i strukturalna. Rozdział 2 wyjaśnia, w jaki sposób uprawnienia do prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej zostały przeniesione na szczebel ponadnarodowy (czyli na szczebel wspólnotowy). Nowo powstała instytucja odpowiedzialna za politykę pieniężną, czyli EBC, uzyskała na mocy Traktatu dużą niezależność, na którą składają się niezależność instytucjonalna, osobista, finansowa i operacyjna. Nowy traktat lizboński wymienia EBC jako jedną z instytucji unijnych, co odzwierciedla niepodzielność polityki pieniężnej i konieczność zachowania niezależności przez banki centralne w celu zapewnienia stabilności cen. Natomiast polityka budżetowa prowadzona jest efektywniej na szczeblu krajowym – pod warunkiem zachowania parametrów Paktu Stabilności i Wzrostu – ponieważ musi uwzględniać charakter danego kraju i jego instytucje. Także politykę strukturalną tworzy się i prowadzi na szczeblu krajowym, ale podlega ona wzajemnej weryfikacji i koordynacji zgodnie z postanowieniami strategii lizbońskiej.

Nowy porządek instytucjonalny UGW dostarcza właściwych procedur koordynacyjnych uwzględniających coraz ściślejsze powiązania między krajami strefy euro. W związku z tym EBC i Eurosystem muszą wymieniać informacje i często komunikować się z innymi instytucjami i organami europejskimi, takimi jak rada zraszająca ministrów finansów (Rada ECOFIN) i jej różne komitety przygotowawcze, Eurogrupa i Komisja Europejska. Ponadto EBC ma obowiązek składania sprawozdań Parlamentowi Europejskiemu. Od września 1998 r. system skutecznie działa w praktyce. W miarę postępowania integracji strefy euro polityka opracowana na szczeblu krajowym będzie jednak musiała spełniać wymogi wspólnotowe.

Rada Prezesów EBC odpowiada za ustalanie polityki pieniężnej dla strefy euro oraz przygotowywanie wytycznych dotyczących jej wdrażania. W październiku 1998 r. Rada podjęła działania w tym kierunku: ogłosiła strategię stabilnej polityki pieniężnej, której celem jest osiągnięcie podstawowego celu określonego w traktacie z Maastricht, czyli utrzymanie stabilności cen. Strategia ta, którą doprecyzowano w 2003 r., składa się z dwóch głównych elementów: ilościowej definicji stabilności cen oraz tzw. struktury dwufilarowej. Zgodnie z definicją głównym celem EBC

EBC ma jeden podstawowy cel: stabilność cen.

Porządek instytucjonalny UGW opiera się na połączeniu scentralizowanej polityki pieniężnej...

...ze zdecentralizowaną polityką fiskalną i strukturalną...

...oraz wymaga wymiany informacji i koordynacji.

Rada Prezesów ustala politykę pieniężną.



Dwufilarowa struktura analizy przeprowadzanej dla strefy euro

jest utrzymanie inflacji poniżej, ale blisko 2%. Faktycznie panuje przekonanie, że polityka pieniężna najskuteczniej przyczynia się do dobrobytu gospodarczego, jeśli dąży do utrzymania stabilności cen. Drugi element to „dwufilarowa struktura” oparta na analizie ekonomicznej i monetarnej. Oba rodzaje analizy są ważne przy ocenie różnych rodzajów ryzyka zagrażającego stabilności cen. Analizę ekonomiczną prowadzi się w krótkim i średnim okresie przy wykorzystaniu różnego rodzaju statystyk gospodarczych i finansowych oraz wskaźników dostarczających informacji o poziomach cen w przeszłości. Analizę monetarną z kolei prowadzi się w średnim i długim okresie. Koncentruje się ona na zjawiskach monetarnych i akcji kredytowej. Dwufilarowa struktura pozwala na dobre zorganizowanie analizy wewnętrznej i ułatwia komunikację ze społeczeństwem oraz rynkami finansowymi.

Eurosystem stoi przed pionierskim zadaniem.

Rozdział 3 przedstawia szczegółowe informacje na temat najważniejszych cech i elementów strategii oraz jej wdrażania, a także realizacji polityki pieniężnej od wprowadzenia euro w 1999 r. Rozdział ten opisuje również rozległy zakres prac, które były konieczne, aby Eurosystem sprawnie funkcjonował. Prace te obejmowały stworzenie infrastruktury niezbędnej do wdrożenia wspólnej polityki pieniężnej. EBC musiał również opracować własną organizację i procedury. W rozdziale tym zwrócono uwagę na to, że EBC i Eurosystem rozpoczęły działalność, dysponując ograniczoną wiedzą o tym, jak będzie funkcjonować strefa euro po wprowadzeniu wspólnej waluty. Prowadzenie polityki pieniężnej nie jest łatwe nawet w normalnych warunkach, dlatego pierwsze w historii przejście od sprawdzonego modelu polityki prowadzonej na szczeblu krajowym do nowatorskiej koncepcji polityki ponadnarodowej było szczególnym wyzwaniem. Wiązało się to od początku z dużymi nakładami na badania, analizy i statystyki, a prace nad rozwojem wielu modeli i narzędzi, które pozwalają uzyskiwać najbardziej aktualne dane, trwają przez cały czas. Wiele analiz publikuje się i poddaje weryfikacji, przez co stają się one dobrem publicznym.

Reformy gospodarcze mają kluczowe znaczenie dla sprawnego funkcjonowania strefy euro.

Rozdział 4 przedstawia wyzwania polityczne stojące przed strefą euro i jej wyniki makroekonomiczne. Analiza polityki gospodarczej i trendów występujących w gospodarce realnej ma różne cele i wykorzystywana jest na przykład we wspomnianej powyżej analizie dwufilarowej oraz w analizie procesów transmisji monetarnej; umożliwia ona także identyfikację tendencji makroekonomicznych, za które odpowiadają polityka strukturalna i fiskalna oraz zmiany na rynkach światowych, i pokazuje ich wpływ na inflację. W rozdziale tym przedstawiono wybrane tendencje związane ze wzrostem realnym, produktywnością oraz rynkami pracy, jakie występowały w strefie euro w ostatniej dekadzie. Należy zwrócić uwagę, że w tym okresie ogólna struktura UGW wspierała trwały wzrost zatrudnienia. W dalszej części rozdziału omówiono politykę fiskalną i przedstawiono pewne fakty dotyczące wpływu różnic pomiędzy krajami na realny wzrost produkcji i inflację.

Z tego rozdziału wynika kilka wniosków. Reformy strukturalne i zdrowa polityka fiskalna będą miały w przyszłości kluczowe znaczenie dla utrzymania ogólnej stabilności makroekonomicznej oraz uzyskania dobrych wyników w tych dziedzinach, tj. wysokiego zatrudnienia i wzrostu produkcji, niskiej stopy bezrobocia naturalnego oraz zmniejszania się różnic pomiędzy krajami. Różnice w kosztach i wskaźnikach inflacji pomiędzy poszczególnymi krajami, wynikające z nieodpowiednich zmian wynagrodzeń oraz braku elastyczności systemów fiskalnych i strukturalnych, mogą powodować utratę konkurencyjności i negatywnie wpływać na wzrost zatrudnienia i produkcji. Właściwe funkcjonowanie mechanizmu dostosowywania się do konkretnych wstrząsów wymaga elastycznych rynków pracy i produktów, zakończenia prac nad tworzeniem wspólnego rynku oraz dobrze zaprojektowanej, zrównoważonej polityki fiskalnej. Kraje, które chcą wprowadzić euro w przyszłości, powinny uwzględnić powyższe kwestie w swoim procesie konwergencji, gdy podejmą decyzję o przystąpieniu do strefy euro.

Wspólna waluta stopniowo zmienia gospodarkę strefy euro. Niektóre koszty działalności gospodarczej, na przykład koszty wymiany walut czy zabezpieczeń przed zmianą kursów, zniknęły lub całkowicie znikły. Spadają także koszty informacji, związane na przykład z potrzebą porównywania cen dóbr i usług w różnych krajach. Oczekuje się również, że euro przyczyni się do rozkwitu wspólnego rynku – tzn. usunie istniejące wciąż bariery w przepływie osób, dóbr i usług – dzięki zwiększonej przejrzystości cen i utrudnionej dyskryminacji cenowej, co powinno pomóc w ograniczeniu segmentacji rynku i sprzyjać konkurencji. Euro jest też skuteczniejszym środkiem wymiany i jednostką rozrachunkową niż różne waluty, które zastąpiło. W niniejszym wydaniu specjalnym Biuletynu Miesięcznego dokonano analizy, w jaki sposób euro pomaga zmieniać rynki finansowe i wyniki makroekonomiczne w Europie. Oczywiście wpływ waluty euro, która przyczynia się do większej integracji strefy euro, nie jest zauważalny natychmiast i może stać się widoczny dopiero za kilkadziesiąt lat.

Jednym z obszarów, w których zmiany można już w zasadzie poddać analizie kwantytatywnej, jest pozycja euro na rynkach międzynarodowych. W rozdziale 5 zmiany te przedstawiono z uwzględnieniem czterech aspektów: obrotu towarami i usługami, przepływów kapitału, międzynarodowej roli euro oraz relacji EBC z krajami trzecimi oraz międzynarodowymi instytucjami i organami. Analizie poddano zarówno zmiany w poszczególnych krajach strefy euro (tj. wewnątrz strefy euro), jak i w strefie euro jako całości w porównaniu z resztą świata (tj. poza strefą euro). Niepotwierdzone dane i analiza ekonomiczna wskazują, że euro korzystnie wpływa na handel, bezpośrednie inwestycje zagraniczne oraz transgraniczne inwestycje portfelowe między krajami strefy euro. Oznacza to, że strefa euro inwestuje sama w siebie. Sprzyjając wymianie handlowej pomiędzy krajami strefy euro, wspólna waluta wzmacnia konkurencję w strefie euro i przyczynia się do konwergencji cen. Jednocześnie euro pomaga zwiększać wydajność zarówno w krajach inwestujących za granicą, jak i w krajach przyjmujących te inwestycje, dzięki przemieszczeniu kapitału, szczególnie w sektorze produkcyjnym. Ponadto, wpływając na wzrost przepływów inwestycji portfelowych między krajami strefy euro, euro przyczynia się do dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego i konsumpcyjnego. Oczekuje się, że te zjawiska będą występować również w przyszłości. Obecność euro na rynkach międzynarodowych i wykorzystanie tej waluty do celów rezerw i transakcji różnie. Euro stało się drugą pod względem znaczenia walutą międzynarodową po dolarze amerykańskim, który ma większy zasięg globalny.

W minionej dekadzie EBC i ESBC przykładały szczególną wagę do właściwego funkcjonowania systemu finansowego. System finansowy i jego stabilność są istotne dla banków centralnych z dwóch powodów. Po pierwsze, system finansowy musi właściwie funkcjonować, aby wykonać swoje główne zadanie, jakim jest zapewnienie stabilności cen. System finansowy jest podstawowym kanałem prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej – z tego powodu, aby zapewnić sprawną i efektywną transmisję impulsów polityki pieniężnej na całą strefę euro, musi być on dobrze zintegrowany, stabilny i sprawny. Na jego bezpieczeństwo i sprawność wpływ ma m.in. skuteczne działanie systemów płatności i rozrachunku, za co główną odpowiedzialność ponoszą banki centralne. Po drugie, dobrze funkcjonujący system finansowy przyczynia się do sprawniejszej alokacji środków finansowych w czasie i przestrzeni i w związku z tym służy osiągnięciu wyższego i bardziej zrównoważonego wzrostu. To ważny cel polityki, do realizacji którego aktywnie przyczyniają się banki centralne.

Strefa euro jest wielonarodowa. Od samego początku jednym z głównych celów Eurosystemu było usprawnienie funkcjonowania rynków finansowych, tzn. wspieranie finansowej integracji europejskiej. W rozdziale 6 omówiono postępy dokonane w zakresie integracji finansowej począwszy od wprowadzenia euro, a także najważniejsze czynniki sprzyjające integracji i ją utrudniające

Wpływ Unii Walutowej
na gospodarkę

Obecność euro na rynkach
międzynarodowych

EBC/ESBC uważnie
monitorują system finansowy.

Celem Eurosystemu jest
wspieranie integracji
finansowej...

oraz wkład EBC i Eurosystemu w proces integracji. Pokazano, że EBC i Eurosystem wspierają proces integracji finansowej na cztery główne sposoby: a) poprzez rozwój i szerzenie wiedzy oraz monitorowanie postępów w dziedzinie integracji finansowej; b) działając jako katalizator inicjatyw rynkowych, które mają wspierać integrację finansową, na przykład w odniesieniu do ustanowienia Jednolitego Europejskiego Obszaru Płatności w Euro (SEPA); c) udzielając porad w kwestiach unijnych ram prawnych i regulacyjnych w zakresie usług finansowych; oraz d) świadcząc usługi z zakresu bankowości centralnej, obejmujące na przykład rozwiązania umożliwiające transeuropejskie zautomatyzowane błyskawiczne rozrachunki brutto w czasie rzeczywistym (tzw. TARGET) czy transgraniczną obsługę zabezpieczeń (tzw. CCBM) oraz inicjatywę dotyczącą papierów wartościowych TARGET2, która bada sposoby rozrachunku transakcji papierami wartościowymi w pieniądzu banku centralnego.

...i przyczynianie się do zapewnienia stabilności finansowej.

Rozdział 7 poświęcony jest kolejnemu podstawowemu obowiązki Eurosystemu, a mianowicie ochronie stabilności finansowej. To zadanie nabrało znaczenia w ostatnich latach, w miarę znacznego poszerzania się sektora finansowego w stosunku do gospodarki realnej, a co za tym idzie, rosnącego znaczenia stabilności finansowej w gospodarce. Zasadniczo najpoważniejszym wkładem Eurosystemu w zapewnianie stabilności finansowej jest ochrona stabilności cen, lecz dodatkowo podejmuje on dwa inne rodzaje działań w tym obszarze. Po pierwsze, Eurosystem realizuje określone zadania związane ze stabilnością cen na poziomie strefy euro. Obejmują one monitorowanie i ocenę stabilności finansowej strefy – EBC dwa razy do roku publikuje przegląd stabilności finansowej (ang. *Financial Stability Review*) – a także realizację operacji rynkowych w odpowiedzi na ogólne wstrząsy finansowe i aby zmniejszyć napięcia na rynku pieniężnym. Po drugie, Eurosystem uczestniczy w opracowywaniu polityki w zakresie stabilności cen prowadzonej przez właściwe władze krajowe i unijne, podejmując trzy główne rodzaje działań: a) wspierając monitorowanie i ocenę stabilności finansowej na poziomie krajów i UE, b) doradzając w kwestiach regulacji finansowych i nadzoru oraz c) uczestnicząc w zarządzaniu kryzysami finansowymi. Poza tym Eurosystem jest bezpośrednio odpowiedzialny za nadzorowanie infrastruktury rynku, w tym przede wszystkim systemów płatności, co również wzmacnia stabilność systemu finansowego. Rozdział 7 opisuje zadania EBC i najważniejsze osiągnięcia w dziedzinie stabilności cen i nadzoru.

Dobre statystyki są niezbędne do prowadzenia dogłębnej analizy.

Rozdział 8 wyjaśnia znaczenie wysokiej jakości statystyk dla strefy euro i konieczność pozyskiwania przez EBC zestawu terminowych, wiarygodnych i spójnych statystyk monetarnych, finansowych i gospodarczych, dzięki czemu bank może realizować swoje zadania, w szczególności prowadzić ocenę ryzyka zagrażającego stabilności cen. W rozdziale przedstawiono też zharmonizowany wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wykorzystywany przez EBC do oceny stabilności cen. Od 1999 r. liczba statystyk ESBC uległa niemal potrojeniu. Statystyki monetarne, finansowe i zewnętrzne są publikowane regularnie z zachowaniem najwyższych standardów jakości. Dokumentacja referencyjna jest ogólnie dostępna i przyczynia się do rozwoju światowych standardów statystycznych, dotyczących np. statystyk pieniężnych i finansowych. Różnorodne statystyki EBC zostały obecnie włączone do pełnych kwartalnych rachunków finansowych i niefinansowych strefy euro. Załącznik statystyczny do niniejszego wydania specjalnego przedstawia pewne wybrane porównania międzynarodowe.

Znak Unii Walutowej w naszych kieszeniach

Rozdział 9 omawia różne aspekty bankotów euro, a także pokrótce przedstawia historię ich powstania w latach dziewięćdziesiątych i wprowadzenia do obiegu w 2002 r. Zawiera również informacje o obecnej i przyszłej sytuacji oraz sprawozdawczości w odniesieniu do obiegu euro i zarządzaniu walutą. Banknoty stanowią widoczny symbol sukcesu UGW i są prawdziwym osiągnięciem, biorąc pod uwagę skalę planowania i działań organizacyjnych, które poprzedziły ich wprowadzenie.

Niniejsze specjalne wydanie Biuletynu Miesięcznego pokazuje, że osiągnięcia EBC i Eurosystemu w ostatniej dekadzie należy oceniać w różnych horyzontach czasowych. Widoczne są też jednak wspólne wątki, które jednocześnie obrazują przyszłe wyzwania:

- Eurosystem łączy scentralizowany proces decyzyjny ze zdecentralizowanym wdrażaniem decyzji przez krajowe banki centralne (KBC). Dotyczy to wszystkich zadań i działań omawianych w niniejszym wydaniu specjalnym. Z organizacyjnego punktu widzenia członkami różnych komitetów technicznych i grup roboczych są eksperci z EBC oraz ze wszystkich KBC. Komitety i grupy pomagają w regularnym przetwarzaniu znacznych ilości danych i informacji ze wszystkich krajów strefy euro, co pozwala gromadzić najcenniejsze doświadczenia i wiedzę krajowych banków centralnych Eurosystemu. Jednocześnie wszystkie komitety i grupy robocze przyjmują w swych pracach perspektywę strefy euro. Ten model sprawdził się w kolejnych etapach rozszerzenia UE i wykazał odpowiednie zdolności dostosowawcze.
- Początki Eurosystemu były skromne. Wiedza o funkcjonowaniu strefy euro po integracji monetarnej była ograniczona. Prowadzenie polityki pieniężnej w pełnym niepewności światła wstrząsanym gwałtownymi zmianami jest wyzwaniem dla każdego banku centralnego, a biorąc pod uwagę nowatorski charakter rozwiązań, w początkowych latach funkcjonowania strefy euro trudności jeszcze się nasiliły, co omówiono w rozdziale 3. Wyjaśnia to znaczne inwestycje w narzędzia analityczne, badania i statystykę, opisane w rozdziałach 3, 4, 5, 6 i 8. Na przestrzeni lat opracowano wiele modeli i narzędzi analitycznych, które są stosowane obecnie i ciągle ulepszone. Większość tych informacji i analiz jest ogólnie dostępna, znaleźć je można w serwisie internetowym i w publikacjach EBC. Podlegają one ocenie publicznej i wzajemnej weryfikacji.
- Strategia polityki pieniężnej EBC opiera się na najlepszych doświadczeniach krajowych banków centralnych Eurosystemu i łączy tę wiedzę z nowymi elementami. Biorąc pod uwagę zawarte w Traktacie zadanie utrzymania stabilności cen, Rada Prezesów jasno określiła cel inflacyjny, co z kolei zwiększa przejrzystość i pozwala lepiej zdefiniować odpowiedzialność EBC. Analiza ekonomiczna i monetarna – składające się na dwufilarową strukturę – pozwalają podejść do oceny ryzyka zagrażającego stabilności cen z dwóch wzajemnie uzupełniających się perspektyw. Zapewniają one również narzędzie organizacyjne dla celów analizy wewnętrznej i komunikacji zewnętrznej. Strategia ta jest obecnie zrozumiała i wiarygodna, a wiarygodność ta pomaga w stabilizowaniu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych i ograniczaniu zmienności stóp inflacyjnych. W rozdziale 2, 7 i 9 niniejszego wydania specjalnego pokazano, w jaki sposób sprawne funkcjonowanie strategii polityki pieniężnej EBC jest pomocne w wykonywaniu różnych innych zadań EBC i Eurosystemu.
- Wprowadzenie euro wpłynęło na siły rynkowe i pociągnęło za sobą zmiany instytucjonalne i organizacyjne oraz działania legislacyjne. W zamyśle nowa waluta miała zadziałać jako katalizator integracji gospodarczej i finansowej. Takie zmiany wymagają jednak czasu. Proces integracji gospodarczej, finansowej i pieniężnej Europy rozpoczął się w latach pięćdziesiątych i od tego czasu postępuje stopniowo. Decyzja o wprowadzeniu euro opierała się na głębokim przekonaniu, że kraje strefy euro są na nią gotowe i że nowa wspólna waluta rozpocznie proces stopniowego zbliżania się do siebie tych krajów. Pewne kwestie omówione w niniejszym Biuletynie Miesięcznym nadal wymagają jednak rozwiązania. W niektórych krajach strefy euro wciąż widać rozbieżności między inflacją postrzeganą przez społeczeństwo a inflacją faktycznie mierzoną. Kwestia ta zostanie omówiona w rozdziale 3. Oczekuje się też, że gospodarki strefy euro staną się bardziej elastyczne i odporne na wstrząsy zewnętrzne, o czym mówi rozdział 4. Ponadto należy zauważyć, że europejska integracja re-

Komitety przyjmują perspektywę strefy euro.

Ograniczona wiedza na temat tego, jak funkcjonować będzie strefa euro.

Strefa stabilności cen poszerzyła się.

Euro jako katalizator integracji

gionalna postępuje równolegle do globalizacji, co pociąga za sobą daleko idące i powszechnie odczuwalne skutki, jak pokazano w rozdziałach 5 i 6. W związku z tym strefa euro będzie zmuszona rozwijać się dalej z uwzględnieniem opisanych zjawisk.

- Coraz silniejsze wzajemne powiązania w strefie euro zmieniają nasze poglądy na Unię Gospodarczą i Walutową. Euro jest również ważnym symbolem tożsamości Europy.

Obecnie wspólną walutą posługuje się 320 milionów ludzi w strefie euro. Euro funkcjonuje też w obrocie międzynarodowym w większym zakresie niż waluty, które zastąpiło, i jest coraz częściej wykorzystywane przez międzynarodowe rynki finansowe, co omówiono w rozdziale 5. Niniejsze wydanie specjalne pokazuje, że euro przyniosło już korzyści w pewnych dziedzinach, na przykład poprzez stabilizację cen czy niskie stopy procentowe. Z tych pozytywnych zmian wynikają kolejne, pojawiające się stopniowo, lecz stale, w tym rosnący obrót towarami i usługami i większa integracja finansowa, co z kolei przyczynia się do pogłębienia i modernizacji rynków finansowych. Złożone środowisko międzynarodowe charakteryzuje się również olbrzymią elastycznością. Naszym zdaniem te osiągnięcia będą niesłychanie ważne w obliczu wszelkich obecnych i przyszłych wyzwań stojących przed strefą euro i będą wspierać procesy adaptacyjne gospodarek krajowych. Rozdział 10 zawiera pewne uwagi podsumowujące. Tabela poniżej przedstawia listę wydarzeń istotnych z punktu widzenia kształtowania się porządku instytucjonalnego Eurosystemu.

Najważniejsze wydarzenia w historii kształtowania się porządku instytucjonalnego Eurosystemu w latach 1998–2008

1998		
Maj	Rada Europejska ogłasza, że 11 krajów spełniło kryteria konwergencji i może wprowadzić euro (trzeci etap UGW).	zob. „Przedmowa”
Czerwiec	Utworzenie EBC i ESBC.	zob. „Kontekst historyczny”
Wrzesień	Pierwsze wystąpienie prezesa EBC przed Parlamentem Europejskim.	zob. rozdział 2
Październik	Po raz pierwszy prezes EBC uczestniczy w spotkaniu grupy G7.	
Październik	Ogłoszenie strategii polityki pieniężnej.	zob. rozdział 3.1
Listopad	Przyjęcie rozporządzenia Rady UE dotyczącego zbierania informacji statystycznych przez EBC.	zob. rozdział 8
Grudzień	Ogłoszenie ilościowej wartości referencyjnej odnoszącej się do wzrostu podaży pieniądza.	
Grudzień	Przyznanie EBC statusu obserwatora przy Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW).	
Grudzień	Nieodwołalne ustalenie kursów wymiany.	zob. „Kontekst historyczny”
1999		
Styczeń	Wprowadzenie euro jako pieniądza fiducjarnego (niemającego pokrycia w dobrach materialnych). Początek wspólnej polityki pieniężnej dla strefy euro.	zob. rozdział 2
Styczeń	Początek funkcjonowania ERM II, którego pierwszymi uczestnikami są Dania i Grecja.	zob. rozdział 2
Kwiecień	Podpisanie porozumienia w ramach Eurosystemu w sprawie zapewnienia awaryjnego wsparcia płynnościowego.	zob. rozdział 7
Lipiec	Kilka drukarni rozpoczyna druk banknotów euro.	zob. rozdział 9
Listopad	EBC zostaje członkiem Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS).	
2000		
Marzec	Rada Europejska przyjmuje strategię lizbońską.	zob. rozdział 2
2001		
Styczeń	Przystąpienie Grecji do strefy euro.	zob. rozdział 2
Kwiecień	Podpisanie ogólnounijnego porozumienia pomiędzy organami sprawującymi nadzór nad systemami płatności i organami nadzoru bankowego.	zob. rozdział 7
Sierpień	Upublicznienie projektów banknotów euro.	zob. rozdział 9
Wrzesień	Wstępna dystrybucja banknotów euro i zestawów startowych monet euro.	zob. rozdział 9

Najważniejsze wydarzenia w historii kształtowania się porządku instytucjonalnego Eurosystemu w latach 1998–2008

2002		
Styczeń	Wymiana pieniądza: z końcem lutego 2002 r. banknoty i monety euro stają się jedynym prawnym środkiem płatniczym we wszystkich krajach strefy euro.	zob. rozdział 9
Listopad	Publikacja pierwszego raportu EBC na temat struktur bankowych.	zob. rozdział 7
2003		
Luty	Publikacja pierwszego raportu EBC na temat stabilności sektora bankowego w UE.	zob. rozdział 7
Marzec	Podpisanie ogólnounijnego porozumienia w sprawie współpracy między organami nadzoru i bankami centralnymi podczas kryzysu finansowego.	zob. rozdział 7
Marzec	Porozumienie określające podział obowiązków w dziedzinie statystyki gospodarczej i finansowej pomiędzy EBC i Eurostatem.	zob. rozdział 8
Maj	Wyjaśnienie strategii polityki pieniężnej EBC.	zob. rozdział 3.1
2004		
Marzec	Zmiany ram operacyjnych.	zob. rozdział 3.3
Maj	Krajowe banki centralne dziesięciu nowych państw członkowskich UE stają się częścią ESBC.	zob. rozdział 2
Czerwiec	Waluta estońska, litewska i słoweńska przystępują do ERM II.	zob. rozdział 2
Grudzień	Publikacja pierwszego przeglądu zatytułowanego <i>Financial Stability Review (Przegląd Stabilności Finansowej)</i> .	zob. rozdział 7
2005		
Marzec/ kwiecień	W wyniku przeglądu przeprowadzonego przez grupę ekspertów wysokiego szczebla pod przewodnictwem Wima Koka zostaje zreformowana strategia lizbońska.	zob. rozdział 2
Marzec/ czerwiec	Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu.	zob. rozdział 2
Maj	Podpisanie ogólnounijnego porozumienia w sprawie współpracy między organami nadzoru, bankami centralnymi i ministerstwami finansów podczas kryzysu finansowego.	zob. rozdział 7
Maj	Waluta cypryjska, lotewska i maltańska przystępują do ERM II.	zob. rozdział 2
Sierpień	Eurosystem publikuje materiały stanowiące jego wkład w konsultacje przeprowadzone przez Komisję na temat polityki w zakresie usług finansowych UE (na lata 2005-2010).	zob. rozdział 7
Wrzesień	Po raz pierwszy EBC publikuje wskaźniki integracji finansowej w strefie euro.	zob. rozdział 6
Listopad	Korona słowacka przystępuje do ERM II.	
2006		
Lipiec	EBC inicjuje utworzenie systemu TARGET2-Securities.	zob. rozdział 6
2007		
Styczeń	Słowenia przystępuje do strefy euro.	zob. rozdział 2
Styczeń	Krajowe banki centralne Bułgarii i Rumunii stają się częścią ESBC.	zob. rozdział 2
Marzec	Publikacja pierwszego raportu EBC na temat integracji finansowej w Europie.	zob. rozdział 6
Maj	Opublikowanie <i>Publicznego zobowiązania dotyczącego działalności statystycznej ESBC</i> .	zob. rozdział 8
Czerwiec	Po raz pierwszy EBC i Eurostat wspólnie publikują zintegrowane finansowe i gospodarcze rachunki kwartalne strefy euro według sektorów instytucjonalnych.	zob. rozdział 8
Listopad	Eurosystem publikuje materiały stanowiące jego wkład w przegląd procedury Lamfalussy'ego w zakresie regulacji finansowej i nadzoru.	zob. rozdział 7
Grudzień	Podpisanie traktatu lizbońskiego.	zob. rozdział 2
2008		
Styczeń	Malta i Cypr przystępują do strefy euro.	zob. rozdział 2
Kwiecień	Publikacja <i>Zasad jakości statystyk EBC</i> .	zob. rozdział 8
Kwiecień	Podpisanie nowego ogólnounijnego porozumienia w sprawie współpracy między organami nadzoru, bankami centralnymi i ministerstwami finansów podczas kryzysu finansowego.	zob. rozdział 7

Rada Prezesów w czerwcu 1998 r.:

Drugi rząd (od lewej):

Luis Ángel Rojo,
Alfons Verplaetse,
Antonio Fazio,
Yves Mersch,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala,
Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Jean-Claude Trichet,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

Pierwszy rząd (od lewej):

Eugenio Domingo Solans,
Otmár Issing,
Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Sirikka Hämäläinen,
Tommaso Padoa-Schioppa



Rada Prezesów w czerwcu 2008 r.:

Ostatni rząd (od lewej):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

Środkowy rząd (od lewej):

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

Pierwszy rząd (od lewej):

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides





Rada Ogólna w czerwcu 1998 r.:

Drugi rząd (od lewej):

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio,
Urban Bäckström,
António José Fernandes de Sousa,
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,
Nout Wellink,
Lucas D. Papademos,
Edward A. J. George,
Maurice O'Connell,
Hans Tietmeyer

Pierwszy rząd (od lewej):

Alfons Verplaetse, Yves Mersch,
Christian Noyer,
Willem F. Duisenberg,
Bodil Nyboe Andersen,
Jean-Claude Trichet



Rada Ogólna w czerwcu 2008 r.:

Ostatni rząd (od lewej):

Erkki Liikanen, Andrés Simor,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Axel A. Weber,
Reinoldijus Šarkinas,
Nout Wellink, Andres Lipstok

Środkowy rząd (od lewej):

John Hurley, Nils Bernstein,
Christian Noyer,
Ilmārs Rimšēvičs,
Zdeněk Tůma,
Stefan Ingves, Marko Kranjec,
Mugur Constantin Ișărescu

Pierwszy rząd (od lewej):

Miguel Fernández Ordóñez,
Ivan Šramko,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Michael C. Bonello,
Athanasios Orphanides,
Yves Mersch

KOLEJNE ROZSZERZENIA UNII EUROPEJSKIEJ



KOLEJNE ROZSZERZENIA STREFY EURO (1999–2008)



2 SYSTEM INSTYTUCJONALNY I DZIAŁANIA STREFY EURO



Politykę makroekonomiczną w strefie euro prowadzi się na podstawie jasno określonych zakresów odpowiedzialności. Kompetencje do prowadzenia polityki monetarnej przyporządkowano instytucji ponadnarodowej, tj. EBC. Z drugiej strony polityka gospodarcza pozostaje w dużej mierze w rękach państw członkowskich, choć podlega procedurom koordynacyjnym. Traktat z Maastricht dał EBC/Eurosystemowi niezależność konieczną do prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej i wypełniania innych zadań. Jednocześnie Traktat nakłada na EBC pewne wymogi sprawozdawcze wobec ogółu społeczeństwa oraz jego wybranych przedstawicieli – Parlamentu Europejskiego. EBC uczestniczy też w różnych spotkaniach na szczeblu europejskim i regularnie wymienia poglądy z instytucjami wspólnotowymi.

Pierwsza dekada Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) pokazała, że system instytucjonalny, którego EBC jest integralną częścią, opiera się na solidnych fundamentach, co potwierdził traktat lizboński, który nie wprowadził poważniejszych zmian w strukturze instytucji unijnych. Pewne istotne wyzwania wciąż wymagają jednak rozwiązania. W szczególności decydenci z poszczególnych krajów powinni właściwie wypełniać swoje obowiązki w ramach systemu, co jeszcze poprawiłoby wyniki makroekonomiczne strefy euro.

Niniejszy rozdział ma następującą strukturę: w podrozdziale 2.1 przedstawiono pokrótce system instytucjonalny strefy euro oraz zmiany, jakie wprowadzono w nim na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat; w podrozdziale 2.2 omówiono interakcje EBC z innymi instytucjami i organami wspólnotowymi; podrozdział 2.3 przedstawia kroki proceduralne, jakie należy podjąć w celu dalszego poszerzenia Unii Europejskiej i strefy euro.

2.1 SYSTEM INSTYTUCJONALNY

W ramach systemu instytucjonalnego Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) wprowadzonego Traktatem z Maastricht jasno określono podział obowiązków pomiędzy szczeblem wspólnotowym a szczeblem krajowym. W wyniku wprowadzenia wspólnej waluty kompetencje dotyczące polityki pieniężnej strefy euro zostały przeniesione na szczebel Wspólnoty. Aby móc wypełniać swój podstawowy cel jakim jest utrzymanie stabilności cen, Eurosystem uzyskał znaczną niezależność od wpływów politycznych. Z drugiej strony, polityka gospodarcza (na przykład polityka fiskalna czy strukturalna) pozostaje w dużej mierze w gestii państw członkowskich, chociaż została wbudowana w ramy systemu europejskiego, który ma zapewnić jej zdyscyplinowanie. Główną przyczyną tej dychotomii jest to, że polityka pieniężna w unii monetarnej jest z natury niepodzielna, podczas gdy polityka gospodarcza musi uwzględniać specyfikę danego kraju oraz jego system instytucjonalny i w związku z tym skuteczniejsze jest prowadzenie jej na szczeblu krajowym. Ponadto pozostawienie polityki gospodarczej w dużej mierze w gestii rządów poszczególnych krajów zapewnia pewien stopień konkurencji w zakresie prowadzonej polityki, co ma na celu jej usprawnienie i wzajemne przejmowanie najlepszych praktyk¹.

Wspólna waluta prowadzi do większej integracji gospodarek krajowych, co z kolei zwiększa ich wzajemne zależności (na przykład w ciągu ostatnich dziesięciu lat wzrosły przepływy kapitałowe i handlowe; zob. rozdział 5). Nadmierna decentralizacja i brak koordynacji przy podejmowaniu decyzji dotyczących prowadzonej polityki może dać wyniki odwrotne od zamierzonych, co jest skutkiem niewystarczającego uwzględnienia rosnących współzależności. Niezależne procesy decyzyjne są na ogół mniej skuteczne szczególnie w obliczu zwykłych wstrząsów gospodarczych,

¹ Bardziej szczegółowy opis obecnej struktury znajduje się w artykule *The economic policy framework in EMU (Ramy polityki gospodarczej w UGW)* zamieszczonym w Biuletynie Miesięcznym z listopada 2001 r.

Jasny podział obowiązków

dotykających większość albo nawet wszystkie kraje w zasadniczo podobny sposób. Ponadto państwa członkowskie muszą uwzględniać potencjalny wpływ swoich decyzji w zakresie prowadzonej polityki na inne kraje. Polityka gospodarcza poszczególnych państw członkowskich musi być także ukierunkowana na utrzymanie stabilności, aby zapewnić zgodność z podstawowym celem wspólnej polityki pieniężnej. Jest to tym bardziej konieczne, że kraje należące do strefy euro nie mogą już samodzielnie prowadzić polityki pieniężnej czy krusowej i aby wspierać konkurencyjność i właściwie reagować na wstrząsy muszą stosować innego rodzaju politykę. Powyższe względy uzasadniają koordynację w dziedzinie polityki gospodarczej. Koordynacja może polegać na podporządkowaniu polityki zasadom opartym na „twardym” prawie lub procedurach albo na podejściu „miękkim”, opartym na naciskach lub zachętach innych krajów członkowskich i dialogu na szczepelu Wspólnoty.

Trzy sposoby prowadzenia polityki pieniężnej

Traktat przewiduje trzy sposoby prowadzenia polityki w różnych obszarach UGW: a) pełne przeniesienie kompetencji w zakresie polityki pieniężnej na szczebel wspólnotowy; b) koordynację opartą na „twardych” zasadach w odniesieniu do polityki fiskalnej; c) „miękką” koordynację dla innych rodzajów polityki gospodarczej. Sposoby te przedstawione zostaną w kolejnych częściach niniejszego rozdziału.

System instytucjonalny jest zdrowy.

Z niniejszego rozdziału wynika przede wszystkim to, że struktury instytucjonalne strefy euro zapewniły odpowiednie ramy wspierające funkcjonowanie UGW przez pierwszych dziesięć lat. Nowy traktat lizboński w zasadzie nie zmienił struktur instytucjonalnych UGW, tym samym potwierdzając, że są one właściwe².

SZCZEBEL WSPÓLNOTOWY

Niezależność banków centralnych, odpowiedzialność i przejrzystość

Teoria ekonomii i przykłady historyczne z poprzednich dziesięcioleci dają mocne dowody na to, że niezależność banków centralnych jest warunkiem koniecznym do osiągnięcia i utrzymania stabilności cen. W związku z tym Traktat określa i sankcjonuje wielowymiarową niezależność EBC.

W stronę niezależności banków centralnych: tendencja światowa

Ewolucję systemu polityki monetarnej na świecie w ciągu ostatnich kilkadziesiąt lat charakteryzowało globalne dążenie do niezależności banków centralnych. Jak pokazano poniżej, taka koncepcja ma wiele wymiarów. Większe uprawnienia i autonomia wymagają demokratycznego usankcjonowania, co wiąże się z wysokim stopniem przejrzystości w prowadzeniu polityki pieniężnej oraz koniecznością prowadzenia intensywnego dialogu ze społeczeństwem. Ten trend bazuje na radykalnej zmianie sposobu myślenia ekonomistów w latach siedemdziesiątych i uznaniu fundamentalnej roli oczekiwań w zachowaniach gospodarczych.

Uzasadnienie niezależności banków centralnych

Niezależność banków centralnych, tzn. ochrona polityki pieniężnej prowadzonej przez banki centralne przed wpływami politycznymi, pozwala skoncentrować politykę pieniężną na utrzymaniu stabilności cen, a tym samym ułatwia stabilizację inflacji i oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Po okresie wysokiej inflacji w latach siedemdziesiątych zastanawiano się, dlaczego banki centralne nie zapanowały nad inflacją i rozważano sposoby zapobiegania wysokiej inflacji w przyszłości. Podstawowym wytłumaczeniem utraty kontroli nad inflacją przez banki centralne był brak niezależności, który uniemożliwia rzetelne ukierunkowanie polityki pieniężnej na utrzymywanie

² Traktat lizboński został podpisany przez głowy państw lub szefów rządów Unii Europejskiej 13 grudnia 2007 r. Zmienia on Traktat o Unii Europejskiej i Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską; w zamierzeniu ma zapewnić bardziej demokratyczne, przejrzyste i skuteczne funkcjonowanie rozszerzonej Unii Europejskiej. Traktat lizboński ma wejść w życie w 2009 r., po ratyfikacji przez wszystkie państwa członkowskie.

stabilności cen, gdyż w takich okolicznościach polityka pieniężna w każdej chwili może ulec preferencjom politycznym zmierzającym do stymulowania produkcji w krótkim okresie kosztem wyższej inflacji w dalszej perspektywie. Społeczeństwo rozumie jednak ten problem i od początku spodziewa się wyższej inflacji, toteż zakładany krótkoterminowy cel w postaci wzrostu produkcji kosztem inflacji nie zostanie osiągnięty a jedynym pewnym skutkiem będzie utrzymująca się wyższa stopa inflacji. Ten problem można rozwiązać jedynie w taki sposób, że prowadzenie polityki pieniężnej zostanie przekazane niezależnemu bankowi centralnemu wyraźnie uprawnionemu do ochrony stabilności cen.

Uzasadnienie gospodarcze niezależności banków centralnych trzeba jednak w praktyce przełożyć na szczegółowe i kompleksowe ramy prawne. Z Traktatu wynikają przedstawione poniżej wymiary niezależności polityki pieniężnej, które zapewniają niezbędną niezależność EBC/ESBC.

Artykuł 108 Traktatu gwarantuje niezależność instytucjonalną EBC od wszelkich wpływów, w tym ingerencji rządów. Artykuł ten wyraźnie stwierdza, że wykonując swoje uprawnienia ani EBC ani żaden członek jego organów decyzyjnych nie będzie zwracał się o instrukcje, ani przyjmował instrukcji od instytucji czy organów wspólnotowych, rządów państw członkowskich ani żadnego innego organu. Traktat stanowi ponadto, że tę zasadę muszą respektować instytucje i organy wspólnotowe oraz rządy państw członkowskich, które nie będą dążyć do wywierania wpływu na członków organów decyzyjnych EBC. Niezależność instytucjonalną EBC uzupełniają jego własne uprawnienia do stanowienia prawa oraz doradcza rola w odniesieniu do projektów krajowych i wspólnotowych przepisów prawnych podlegających kompetencji EBC.

Niezależność EBC
ma cztery wymiary.

Postanowienia Traktatu dają EBC wszystkie niezbędne kompetencje i uprawnienia do wykonywania swojego mandatu, tym samym zapewniając mu pełną niezależność. EBC ma na przykład wyłączne kompetencje w zakresie polityki pieniężnej w strefie euro. Pełna kontrola EBC nad bazą monetarną wynika z jego monopolu na emisję banknotów euro i wymogu zatwierdzenia przez EBC emisji monet przez państwa członkowskie. Także art. 101 Traktatu chroni Eurosystem przed naciskami dotyczącymi finansowania długu publicznego przez bank centralny, zabraniając Eurosystemowi kredytowania sektora publicznego.

Osobista niezależność członków Rady Prezesów zabezpiecza sprawowanie urzędu przez okres kadencji i pomaga unikać konfliktu interesów. Statut ESBC/EBC chroni osobistą niezależność organów decyzyjnych EBC, wprowadzając umowy z ich członkami na dość długi, określony czas i wykluczając możliwość ich odwołania z powodu prowadzonej wcześniej polityki. Największe znaczenie w tym kontekście ma zapewnienie członkom organów decyzyjnych banków centralnych mandatów znacznie dłuższych niż mandaty polityków, dzięki czemu mogą oni przyjąć bardziej długofalową perspektywę i skoncentrować się na kwestiach średniookresowych, podczas gdy cele polityczne są zazwyczaj krótkookresowe, gdyż determinują je cykle wyborcze.

Ważna jest także niezależność finansowa, czyli autonomia banku centralnego w kwestii zasobów finansowych i dochodów, ponieważ dzięki niej bank centralny może skutecznie realizować swoje zadania. W UGW tę niezależność zapewnia przydzielenie EBC własnego budżetu, niezależnego od budżetu UE, oraz pełna subskrypcja i wpłaty na poczet kapitału EBC dokonywane przez krajowe banki centralne Eurosystemu.

Traktat lizboński wyraźnie wymienia EBC jako jedną z instytucji unijnych. Ta zmiana statusu prawnego EBC nie ma istotnego wpływu na jego pozycję w systemie instytucjonalnym UE, gdyż traktat lizboński

Niezależność wymaga odpowiedzialności.

nie zmienia żadnej z podstawowych cech instytucjonalnych EBC, takich jak podstawowy cel i zadania, prawo do uchwalania aktów prawnych czy własna osobowość prawna i niezależność.

Szeroki zakres niezależności nadany EBC Traktatem i Statutem musi być właściwie usankcjonowany, by zapewnić zgodność z demokratycznymi podstawami społeczeństwa europejskiego. Niezależność wiąże się z odpowiedzialnością wobec społeczeństwa i demokratycznie wybranych organów. Demokratycznie usankcjonowana niezależność banków centralnych została różnie uregulowana w poszczególnych systemach demokratycznych. Ich mandaty mogą być także odmienne w zależności od liczby celów, jakie mają realizować.

Mówiąc o demokratycznej legitymacji EBC/ESBC należy podkreślić trzy elementy. Po pierwsze ratyfikacja Traktatu i zmiany wprowadzone do statutów krajowych banków centralnych przepisami krajowymi stanowią podstawowe źródło ich demokratycznej legitymacji. Po drugie istotnym elementem jest także mianowanie członków Rady Prezesów EBC, łącznie z członkami Zarządu EBC i prezesami krajowych banków centralnych przez instytucje demokratyczne. Poza tym EBC musi zdawać sprawozdania ze swojej działalności.

W ramach rozliczania z odpowiedzialności EBC ma obowiązek wyjaśniania obywatelom i ich przedstawicielom w Parlamencie sposobu wypełniania swojego mandatu. W szczególności od EBC wymaga się złożenia raportu rocznego na temat polityki pieniężnej i innych działań Parlamentowi Europejskiemu, Radzie, Komisji i Radzie Europejskiej (więcej informacji o tych organach przedstawiamy w części 2.2 poniżej). EBC musi przedstawić ten raport Parlamentowi Europejskiemu i Radzie. Ponadto Prezes EBC i pozostali członkowie Zarządu mogą być przesłuchani przez właściwe komitety Parlamentu Europejskiego na wniosek Parlamentu lub na własne życzenie (zobowiązania sprawozdawcze EBC wobec Parlamentu Europejskiego wyjaśniono w części 2.2).

Przedstawienie sprawozdania ułatwia jasno określony mandat banku centralnego. W UE Traktat określa wyraźny podstawowy cel EBC/ESBC – utrzymywanie stabilności cen. Gdyby bank centralny musiał realizować kilka celów naraz, pociągnięcie go do odpowiedzialności za ewentualne niewypełnianie mandatu mogłoby być trudne. Ponadto Rada Prezesów EBC ustaliła skwantyfikowaną definicję celu Banku oraz określiła odpowiednią i kompleksową strategię realizacji tego celu, co ogranicza uznaniowość decyzji oraz wywieranie wpływu na podejmowane decyzje poszczególne osoby.

Większa niezależność prowadzi do niższej inflacji.

Ograniczenie inflacji na całym świecie i udana stabilizacja oczekiwań inflacyjnych w ostatnich dwudziestu latach zbiegające się w czasie z globalnym trendem w kierunku zapewnienia niezależności banków centralnych potwierdza, że niezależność banków centralnych to warunek konieczny do osiągnięcia i utrzymania stabilności cen. Pogląd ten potwierdzają także oficjalne obserwacje empiryczne. Wiele badań wykazało, że kraje, w których banki centralne cieszą się niezależnością, odnotowuje się niższą średnią inflację³.

POLITYKA PIENIĘŻNA

Traktat z Maastricht przypisuje EBC odpowiedzialność za wspólną politykę pieniężną i powierza mu realizację podstawowego celu, jakim jest utrzymanie stabilności cen. Bez względu na cel podstawowy, polityka pieniężna wspiera ogólną politykę gospodarczą Wspólnoty. Taka struktura opiera się na zasadzie – popartej dowodami empirycznymi i badaniami naukowymi oraz powszechnie akceptowanej – że utrzy-

3 Krótki zarys dotyczący obserwacji i ocen znajduje się w artykule P. Moutot, A. Jung i F. Mongelli (2008), *The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making* (Działania Eurosystemu. Przygotowania w zakresie polityki pieniężnej i podejmowanie decyzji) opublikowanym w: Annex 1, ECB Occasional Paper No 79.

manie stabilności cen to najlepszy wkład polityki pieniężnej w realizację celów polityki gospodarczej Wspólnoty, takich jak wysoka stopa zatrudnienia oraz zrównoważony i bezinflacyjny wzrost. Główne cechy polityki pieniężnej oraz sposób jej wdrażania opisano w rozdziale 3. Doświadczenia ostatnich dziesięciu lat potwierdziły rzetelność i potencjał takiego podejścia, co przedstawia rozdział 4, w którym opisano wyniki makroekonomiczne strefy euro.

Decyzje w zakresie polityki pieniężnej w strefie euro podejmuje Rada Prezesów EBC złożona z sześciu członków Zarządu EBC oraz z prezesów krajowych banków centralnych krajów należących do strefy euro, zgodnie z zasadą „jedna osoba, jeden głos”. Jeśli chodzi o działania służące wprowadzaniu decyzji polityki pieniężnej, Rada Prezesów, jeśli jest to możliwe i właściwe, realizuje je za pośrednictwem krajowych banków centralnych, zgodnie z zasadą decentralizacji operacyjnej⁴ (na przykład, chociaż minimalną stopę ofertową cotygodniowych podstawowych operacji refinansujących ustala centralnie EBC, same operacje przetargowe prowadzone są przez banki centralne i ich kontrahentów rynkowych).

W stosunku do euro obowiązuje płynny kurs wymiany. Oznacza to, że wartość zewnętrzna euro – tak jak wartość innych podstawowych walut, np. dolara amerykańskiego – ustala rynek. Kurs wymiany nie stanowi instrumentu polityki gospodarczej, ponieważ stworzenie euro, a następnie poddanie swojej polityki pieniężnej wymogom zewnętrznym, a nie wewnętrznym nie miałyby przecież sensu. Stabilność cen jest celem zarówno polityki pieniężnej, jak i kursowej, w związku z czym nie ma docelowego kursu euro. Prowadząc politykę pieniężną, EBC bierze pod uwagę kurs wymiany w takim zakresie, w jakim ma on wpływ na sytuację gospodarczą i perspektywę stabilności cen.

SZCZEBEL KRAJOWY

Polityka fiskalna

Sprawne funkcjonowanie Unii walutowej wymaga dyscypliny fiskalnej; słaba polityka fiskalna może prowadzić do pojawienia się oczekiwań lub nacisków politycznych na bank centralny, aby uwzględnił wyższą inflację w celu zmniejszenia długu publicznego lub utrzymania niskich stóp procentowych. W związku z tym Traktat zawiera postanowienia pozwalające uniknąć takiego ryzyka. Szczegółowy opis polityki fiskalnej i jej skutków przedstawiamy w rozdziale 4.

Przede wszystkim Traktat wyraźnie zabrania finansowania deficytu budżetowego przez banki centralne. Traktat stanowi także, że sektor rządowy nie powinien mieć uprzywilejowanego dostępu do instytucji finansowych. Ponadto klauzula nieudzielania gwarancji przewidziana Traktatem (ang. *no bail-out clause*) wyraźnie stanowi, że ani Wspólnota, ani żadne państwo członkowskie nie powinno odpowiadać za zobowiązania innego państwa członkowskiego.

Traktat określa również obowiązek państw członkowskich do unikania nadmiernego deficytu. Państwa członkowskie, które nie utrzymują dopuszczalnego poziomu deficytu budżetowego i długu publicznego określonego w Protokole w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu załączonym do Traktatu, mogą być ukarane sankcjami finansowymi.

⁴ Analiza zasady decentralizacji oraz różnica w porównaniu z zasadą subsydiarności przedstawiona jest w: Zilioli, *ESZB-Satzung, Artikel 12, in von der Groeben-Schwarze hrsg., Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union*, 2003 r., 6. wydanie, str. 427–428 oraz Zilioli, Selmayr, *The Law of the ECB* (Regulacje prawne dotyczące EBC), Hart publishing 2001 r., str. 70–71.

Rada Prezesów EBC
ustala politykę pieniężną.

Zasada płynnego kursu
wymiany euro

Konieczna solidna
polityka fiskalna

System fiskalny znacznie usprawniono w 1997 r. przez wprowadzenie Paktu Stabilności i Wzrostu⁵. Część prewencyjna Paktu wprowadza bardziej sprecyzowane procedury wielostronnego nadzoru, zgodnie z którymi państwa członkowskie strefy euro przedstawiają program stabilizacji, a państwa członkowskie spoza tej strefy – programu konwergencji. Te roczne programy prezentują przegląd zmian gospodarczych i fiskalnych w każdym z krajów, średniookresowy cel polityki fiskalnej i ścieżki dostosowawcze niezbędne do jego osiągnięcia. Rada może również wydawać zalecenia będące formą wczesnego ostrzeżenia. Ponadto korzystając z funkcji korekcyjnej Pakt wyjaśnił i usprawnił różne kroki i harmonogram działań związanych z procedurą nadmiernego deficytu.

Jeśli chodzi o część korekcyjną, reforma Paktu w 2005 r. zapewniła większą elastyczność procedur. W szczególności umożliwiono szerszą uznaniowość przy ustalaniu nadmiernego deficytu i przedłużono terminy proceduralne. W odniesieniu do części prewencyjnej, zmieniony Pakt wprowadził również większą uznaniowość w ustalaniu celów średniookresowych i określaniu postępów w ich osiągnięciu. Wielu obserwatorów, w tym EBC, wyraziło obawy, że zmiany te podważą zaufanie do systemu fiskalnego i zrównoważonego rozwoju finansów publicznych członków strefy euro i w efekcie skomplikują je i doprowadzą do ograniczenia przejrzystości.

Polityka strukturalna

Traktat wymaga, aby każde państwo członkowskie uznało politykę gospodarczą za „przedmiot wspólnego zainteresowania”. Fundamentem tego systemu są ogólne wytyczne polityki gospodarczej (ang. *Broad Economic Policy Guidelines*). Traktat przewiduje też system wielostronnego nadzoru nad polityką zatrudnienia, łącznie z przyjęciem wytycznych w sprawie zatrudnienia (ang. *Employment Guidelines*). Rada może przedstawiać zalecenia państwom członkowskim, które nie przestrzegają ogólnych wytycznych polityki gospodarczej, ale Traktat nie przewiduje żadnych mechanizmów nakazowych ani sankcji w tym zakresie.

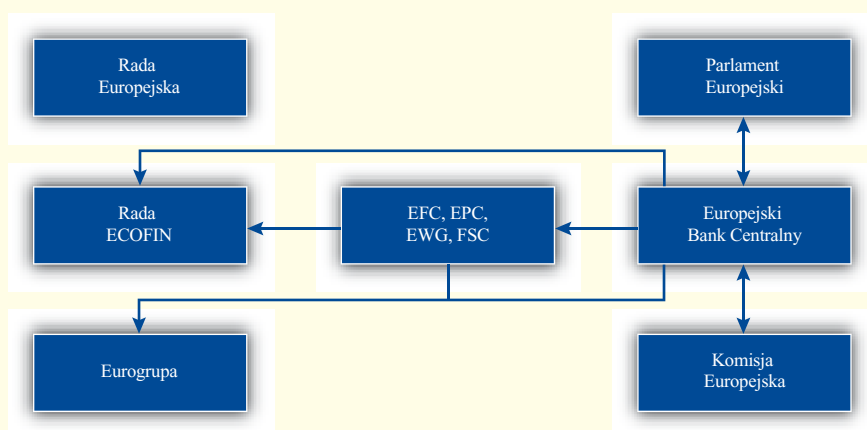
Polityka strukturalna stanowi istotny element całościowego koordynowania polityki gospodarczej i jest przedmiotem podejścia „miękkiego”, to znaczy jest głównie poddawana naciskom ze strony innych państw członkowskich lub jest przez nie wspierana. Jak przedstawiono w rozdziale 4 warunkiem koniecznym sprawnego funkcjonowania UGW jest wysoka elastyczność i konkurencyjność rynków, ponieważ kraje nie mogą już odwoływać się do niektórych mechanizmów korygujących stosowanych przed powstaniem UGW, aby przywrócić swoją konkurencyjność (np. dokonując dewaluacji waluty krajowej). Polityka gospodarcza po stronie podaży musi uwzględniać szczególne warunki w każdym z krajów, w związku z czym możliwa jest wyłącznie „miękką” koordynacja polityki poszczególnych państw.

W marcu 2000 r. obradująca w Lizbonie Rada Europejska dopracowała to podejście, przyjmując tzw. Strategię Lizbońską, która przewidywała ambitny program reform strukturalnych, które miały zwiększyć potencjał wzrostu Unii Europejskiej. Strategia wprowadziła dwie innowacje instytucjonalne: a) wiosenne posiedzenia, na których Rada Europejska jest proszona o nadanie biegu projektom politycznym i przedstawienie wskazówek dotyczących polityki gospodarczej i reform strukturalnych; oraz b) nową „otwartą metodę koordynacji” (ang. *Open Method of Coordination*) (nową formę zarządzania w UE) jako metodę rozszerzenia współpracy poprzez definiowanie „najlepszych praktyk”.

Wyniki Strategii Lizbońskiej pięć lat po jej opracowaniu są jednak zróżnicowane. Po przeglądzie przeprowadzonym przez zespół na wysokim szczeblu pod przewodnictwem Wima Koka, byłego pre-

⁵ Pakt Stabilności i Wzrostu przyjęty w czerwcu 1997 r. składa się z uchwały Rady Europejskiej i Rozporządzenia nr 1466/97 oraz nr 1467/97. Zob. też J. Stark, (2001), *The genesis of a pact* (Geneza paktu), w: Brunila, A., M. Buti and D. Franco (red.), *The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU* (Pakt Stabilności i Wzrostu. Architektura polityki fiskalnej w UGW). Basingstoke: Palgrave.

Wykres I Relacje EBC z innymi instytucjami/organami wspólnotowymi



miera Holandii, Rada Europejska na wiosennym posiedzeniu w 2005 r. zgodziła się istotnie zmodyfikować Strategię Lizbońską. W szczególności Strategię ukierunkowano na wzrost i zatrudnienie, a także usprawniono zarządzanie nią w celu zwiększenia odpowiedzialności poszczególnych krajów za reformy strukturalne, a tym samym zwiększenia legitymacji politycznej całego procesu.

Na wiosennym posiedzeniu w 2005 r. Rada Europejska zgodziła się również połączyć ogólne wytyczne polityki gospodarczej i wytyczne dotyczące zatrudnienia w jeden pakiet zintegrowanych wytycznych, tak aby zwiększyć ich spójność. Przyjęte na okres trzech lat zintegrowane wytyczne będą w razie potrzeby aktualizowane raz do roku. Ponadto wiele raportów sporządzanych wcześniej zastąpiły krajowe programy reform, które pozwalają na coroczną ocenę dotychczasowych postępów.

Biorąc pod uwagę wielkość strefy euro, różnice w wynikach finansowych jej członków nie powinny budzić zdziwienia (zob. część 3 rozdziału 4, gdzie porównano wyniki makroekonomiczne poszczególnych krajów strefy euro i różnice między nimi). Podobne zjawisko można zaobserwować na innych dużych obszarach danej waluty, takich jak np. Stany Zjednoczone. Trwałość rozbieżności gospodarczych w strefie euro wskazuje jednak, że gospodarki tej strefy nie są wystarczająco elastyczne. W związku z tym jest niezwykle ważne, by rządy dalej starały się realizować cele Strategii Lizbońskiej, aby czerpać korzyści z UGW.

2.2 WZAJEMNE RELACJE MIĘDZY EBC A INNYMI INSTYTUCJAMI I ORGANAMI WSPÓLNOTOWYMI

Opisane powyżej ramy instytucjonalne UGW wymagają bardziej intensywnych relacji pomiędzy instytucjami wspólnotowymi i ponadnarodowymi. Niniejszy podrozdział uzupełnia powyższe rozważania na temat ogólnych zasad dotyczących ram instytucjonalnych UGW. W szczególności przedstawiono w nim interakcje pomiędzy EBC a kluczowymi instytucjami wspólnotowymi⁶.

⁶ Należy zwrócić uwagę, że powyższy wykres przedstawia jedynie wzajemne relacje między EBC a innymi instytucjami/forami Wspólnoty, a nie relacje pomiędzy tymi ostatnimi. Bardziej kompleksowa analiza przedstawiona jest w artykule *The ECB's relation with institutions and bodies of the European Community* (Relacje EBC z instytucjami i organami Wspólnoty Europejskiej) w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z października 2000 r.

EBC ma obowiązek składania sprawozdań Parlamentowi Europejskiemu.

RELACJE Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM

Jak wspomniano wcześniej niezależność EBC wymaga zachowania pełnej przejrzystości i spełniania przez EBC różnych wymogów sprawozdawczych, szczególnie wobec Parlamentu Europejskiego. W tym kontekście Prezes EBC i inni członkowie Zarządu mogą, na żądanie Parlamentu lub z własnej inicjatywy być przesłuchani przez właściwe komisje Parlamentu. W praktyce Prezes EBC występuje co kwartał przed Komisją ds. Gospodarczych i Monetarnych. Raport roczny EBC jest przedstawiany zarówno Komisji ds. Gospodarczych i Monetarnych, jak i na plenum Parlamentu Europejskiego.

Ponadto – w uzupełnieniu do wymagań Traktatu – EBC i Parlament Europejski utrzymują również innego rodzaju kontakty, na przykład w formie nieformalnych wizyt. EBC zgodził się również odpowiadać na pisemne zapytania członków Parlamentu Europejskiego. Aby zapewnić większą przejrzystość, zapytania i odpowiedzi publikuje się w Dzienniku Urzędowym UE.

Taki system pozwala na skuteczne rozliczanie EBC z odpowiedzialności wobec wybranych przedstawicieli i wobec społeczeństwa.

RELACJE Z RADĄ ECOFIN I JEJ KOMITETAMI PRZYGOTOWAWCZYMI

Prezes EBC może uczestniczyć w posiedzeniach Rady ECOFIN.

Rada ECOFIN, czyli spotkanie Rady w gronie ministrów finansów, zajmuje się problematyką polityki gospodarczej i finansowej w kontekście całej UE i (w przeciwieństwie do Eurogrupy, zob. następny podpunkt) może podejmować oficjalne decyzje. Traktat przewiduje uczestnictwo prezesa EBC w posiedzeniach Rady, gdy rozważa ona kwestie dotyczące celów i zadań EBC/Eurosystemu. Zgodnie z Traktatem prezes Rady (*de facto* prezes całej Eurogrupy) może również uczestniczyć w posiedzeniach Rady Prezesów EBC bez prawa głosu.

Decyzje Rady ECOFIN przygotowuje Komitet Ekonomiczno-Finansowy (EFC), w którym zasiadają wyżsi rangą przedstawiciele krajowych ministerstw finansów i banków centralnych, Komisji Europejskiej i EBC. EFC odgrywa kluczową rolę w przeglądzie sytuacji gospodarczej i finansowej państw członkowskich i Wspólnoty, koordynuje również stanowiska Unii na forach międzynarodowych. Komitet ds. Usług Finansowych (FSC) uczestniczy w przygotowaniu decyzji ECOFIN dotyczących usług finansowych i nadzoru. EBC jest również członkiem Komitetu Polityki Gospodarczej (EPC), który odgrywa kluczową rolę w przygotowywaniu obrad Rady ECOFIN dotyczących reform strukturalnych.

RELACJE Z EUROGRUPĄ

Dialog w ramach Eurogrupy...

Nadzór gospodarczy w strefie euro w dużej mierze opiera się na nieformalnych rozmowach w ramach Eurogrupy. Ten nieoficjalny organ ustanowiony uchwałą Rady Europejskiej w Luksemburgu w grudniu 1997 r. co miesiąc gromadzi ministrów finansów państw strefy euro. Na jego spotkania zapraszani są również Komisarz ds. Gospodarczych i Walutowych oraz Prezes EBC.

Eurogrupa umożliwia bezpośrednią i otwartą wymianę poglądów pomiędzy głównymi decydentami politycznymi strefy euro. Dyskusje zapewniają EBC informacje z pierwszej ręki i pozwalają wyjaśniać swoje decyzje z zakresu prowadzonej polityki.

...zyskał na znaczeniu.

Znaczenie Eurogrupy w ostatniej dekadzie wzrosło, co odzwierciedla jej program, który cały czas się poszerza. Eurogrupa koncentrowała się głównie na polityce fiskalnej, ale obecnie zajmuje się

również innymi kwestiami, takimi jak reformy strukturalne, zmiany konkurencyjności poszczególnych krajów strefy euro, stabilność finansowa czy sytuacja dotycząca kursów wymiany. Nieformalną rolę Eurogrupy ujęto w protokole dołączonym do nowego Traktatu Lizbońskiego, który określa cel „ściślejszej koordynacji polityki gospodarczej w strefie euro”.

RELACJE Z KOMISJĄ EUROPEJSKA

Komisja Europejska pełni ważną rolę w systemie instytucjonalnym UGW. W szczególności ma ona prawo do zgłaszania inicjatyw dotyczących prawa wspólnotowego, które przyjmuje Parlament Europejski i Rada. Odgrywa również ważną rolę w monitorowaniu procesu wdrażania decyzji i umów zawieranych na szczeblu europejskim. EBC regularnie kontaktuje się z Komisją i wymienia poglądy z jej przedstawicielami w kontekście spotkań europejskich. Ponadto Komisarz ds. Gospodarczych i Monetarnych może uczestniczyć w posiedzeniach Rady Prezesów bez prawa głosu. Poza tymi oficjalnymi kontaktami, EBC utrzymuje kontakty nieformalne z służbami Komisji.

Ścisłe relacje z Komisją

2.3 PROCES ROZSZERZENIA

ROZSZERZENIE UE

Pierwsze dziesięć lat istnienia euro zbiegło się z bezprecedensową ekspansją Unii Europejskiej. W dniu 1 maja 2004 r. do Unii przystąpiło dziesięć krajów, a kolejne dwa – 1 stycznia 2007 r. To rozszerzenie jest pod wieloma względami największym i najbardziej kompleksowym w historii Unii Europejskiej. Łączna liczba państw członkowskich wzrosła z 15 do 27, a łączna liczba mieszkańców powiększyła się o około 100 milionów, osiągając 500 milionów. Skutki gospodarcze tego wzrostu generalnie były jednak stosunkowo ograniczone. Łączny PKB wzrósł o niecałe 10%, gdyż dochód na głowę mieszkańca w nowych państwach członkowskich był w momencie przystąpienia znacznie niższy od średniej unijnej.

Znaczne rozszerzenie UE

Unia będzie rozszerzać się w przyszłości, ale będzie to następowało w wolniejszym tempie. Status kandydata otrzymały trzy kraje: Turcja w 1999 r., Chorwacja w 2004 r. i była Jugosłowiańska Republika Macedonii w 2005 r. Wszystkie pozostałe kraje Bałkanów Zachodnich są potencjalnymi kandydatami i mają szansę przystąpienia do Unii.

Ocejuje się, że państwa członkowskie przyjmą w przyszłości euro i dlatego też Eurosystem będzie nadal z uwagą śledził proces ekspansji Unii. Rada Ogólna EBC regularnie analizuje wydarzenia gospodarcze, finansowe i pieniężne w krajach kandydujących i krajach ubiegających się o status kandydata do członkostwa w Unii. Eurosystem nawiązał również ścisły dialog z bankami centralnymi krajów przygotowujących się do wejścia do Unii. W szczególności przed kolejną rundą akcesyjną Eurosystem wraz z krajowymi bankami centralnymi zorganizował szereg seminariów dotyczących procesu przystąpienia do Unii, które pomogły bankom centralnym krajów przystępujących w sprawnej integracji z ESBC. EBC utrzymuje również intensywne kontakty i wymienia informacje, między innymi w corocznym dialogu politycznym na wysokim szczeblu, z bankami centralnymi krajów obecnie kandydujących.

ROZSZERZENIE STREFY EURO

Euro zaczęło funkcjonować jako wspólna waluta 11 państw członkowskich. Dziesięć lat później stało się walutą 15 państw członkowskich. Strefa euro do tej pory rozszerzyła się trzy razy: o Gre-

Droga do przyjęcia euro...

cję w 2001 r., Słowenię w 2007 r. oraz Cypr i Maltę w 2008 r. W przyszłości oczekiwane jest dalsze rozszerzenie.

Kraje Unii dążą do przyjęcia euro zgodnie ze ściśle określoną procedurą złożoną z kilku etapów.

...przystąpienie do ERM II...

Pierwszy etap kończy się wraz z przystąpieniem państwa członkowskiego do mechanizmu kursów walutowych ERM II. Na tym etapie polityka monetarna i kursowa danego kraju podlega trzem podstawowym wymogom Traktatu. Po pierwsze, kraj musi traktować własną politykę kursową jako przedmiot wspólnego zainteresowania. Po drugie, należy dążyć do utrzymania stabilności cen jako do pierwszoplanowego celu polityki pieniężnej. Po trzecie, kraj musi unikać nadmiernego deficytu (choć sankcje finansowe z tytułu nadmiernego deficytu można stosować dopiero po przyjęciu euro).

...utrzymanie się w paśmie wahań...

Drugi etap rozpoczyna się, gdy państwo członkowskie przystąpi do ERM II. Zgodnie z tym mechanizmem, waluta krajowa podlega reżimowi sztywnych, ale możliwych do korygowania, kursów wobec euro w pobliżu centralnego parytetu i w przedziale wahań +/- 15% wokół tego parytetu. Mechanizm stanowi bezpośrednie następstwo pierwotnego mechanizmu kursów walutowych, który stosowany był od 1979 r. do wprowadzenia euro w styczniu 1999 r. Mechanizm kursów walutowych odgrywa rolę stabilizującą, pomaga ukierunkować politykę makroekonomiczną na ścieżkę zrównoważonego rozwoju i przyczynia się do stabilizacji oczekiwań inflacyjnych. ERM II jest dla państw członkowskich testem rynkowym na drodze do przyjęcia euro, ponieważ oczekuje się, że te kraje będą prowadziły politykę stabilizującą kursy wymiany i zapewniającą nominalną konwergencję. Tym samym ERM II można uznać za „kurs” kwalifikujący do przyjęcia euro.

...spełnienie kryteriów konwergencji

Przyjęcie euro to trzeci etap, który może nastąpić dopiero gdy dany kraj w sposób trwały spełni wszystkie kryteria konwergencji (zob. też część 4.4). Kryteria te określił Traktatem z Maastricht, a szczegółowo opisano je w protokole do tego Traktatu. Ich celem jest zapewnienie trwałej nominalnej konwergencji w odniesieniu do cen, długoterminowych stóp procentowych oraz deficytu budżetowego i zadłużenia publicznego. Ponadto od państw członkowskich oczekuje się dwuletniego uczestnictwa w ERM II. Przez ten czas powinny one bez większych trudności utrzymywać kursy walut krajowych w ramach dopuszczalnych pasm wahań. W tym okresie wymaga się od nich pełnego dostosowania przepisów krajowych (w szczególności przepisów dotyczących statutu właściwych banków centralnych) do postanowień Traktatu i Statutu ESBC.

Decyzję o osiągnięciu przez państwo członkowskie odpowiedniego dla przyjęcia euro stopnia trwałej konwergencji podejmuje Rada ECOFIN w porozumieniu z głowami państw lub szefami rządów. Decyzję wydaje się na podstawie raportu o konwergencji sporządzonego przez EBC i Komisję Europejską, opinii Parlamentu Europejskiego i propozycji Komisji Europejskiej. Ponadto Rada ECOFIN uchwała przepisy niezbędne do wprowadzenia euro w nowym państwie członkowskim, łącznie z przepisem ustalającym nieodwołalny kurs wymiany danej waluty krajowej na euro.

Ogólnie rzecz biorąc, Unia Europejska określiła przejrzystą procedurę przewidującą ostateczne przyjęcie euro jako zakończenie etapów procesu konwergencji w systemie z udziałem wielu stron. W związku z tym jednostronna oficjalna euroizacja byłaby niezgodna z Traktatem.

Wejście do strefy euro wiąże się z licznymi konsekwencjami operacyjnymi i wymaga intensywnego przygotowania technicznego, szczególnie w związku z wymianą pieniądza, instrumentami niezbędnymi do wdrażania polityki monetarnej oraz uczestnictwem w infrastrukturze rynku euro

służącej obsłudze płatności i transakcji zabezpieczających. W związku z tym Eurosystem prowadzi różne kampanie informacyjne, aby zapoznać osoby i instytucje zajmujące się obsługą gotówki oraz społeczeństwo z wyglądem i zabezpieczeniami banknotów i monet euro (na przykład poprzez rozprowadzanie ulotek informacyjnych do domów czy organizowanie konferencji i seminariów dla środowisk gospodarczych). Po przyjęciu euro krajowe banki centralne stają się członkami Eurosystemu, a ich prezesi wchodzi w skład Rady Prezesów.

2.4 WNIOSKI

Struktura instytucjonalna wprowadzona Traktatem z Maastricht łączy scentralizowaną politykę pieniężną ze zdecentralizowaną polityką fiskalną i polityką strukturalną. Poza jasnym podziałem obowiązków, zapewnia ona właściwe procedury koordynacyjne z uwzględnieniem wyższej współzależności państw strefy euro po wprowadzeniu wspólnej waluty.

Doświadczenia z pierwszego dziesięciolecia funkcjonowania UGW wydają się potwierdzać, że taka struktura funkcjonuje sprawnie, co potwierdzono również w nowym Traktacie Lizbońskim, który nie zmienił struktury zastanych instytucji unijnych. Nie wszystkie organy decyzyjne państw członkowskich wypełniały jednak swoje zobowiązania i przestrzegały uzgodnień zawartych na szczeblu Wspólnoty. W związku z tym w drugiej dekadzie swojego funkcjonowania UGW powinna uwzględnić jedno podstawowe założenie: wszyscy decydenci muszą wywiązywać się ze swoich zobowiązań w ramach UGW, dzięki czemu UGW będzie kontynuować swoje sukcesy w przyszłości.



3 STRATEGIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC I JEJ WDROŻENIE

Aby rzetelnie wypełnić swoją misję utrzymania stabilności cen w strefie euro, od samego początku istnienia unii monetarnej Rada Prezesów ucieka się do swojej strategii polityki pieniężnej ogłaszanej publicznie. Przez ostatnie dziesięć lat strategia ta dobrze służyła EBC. Decyzje podejmowane w zakresie polityki pieniężnej stanowiły bezpieczną kotwicę dla długoterminowych oczekiwań inflacyjnych na poziomach odpowiadających stabilności cen. Jednocześnie elastyczność podstawowych zasad operacyjnych Eurosystemu oraz szeroki zakres instrumentów i procedur służących wdrażaniu polityki pieniężnej okazały się skuteczne i w pełni spełniające swoją funkcję, również w trudnych czasach.

Struktura niniejszego rozdziału jest następująca: w podrozdziale 3.1 pokrótce przedstawiono strategię polityki pieniężnej EBC. Pokazano w szczególności ewolucję analiz ekonomicznych i monetarnych przeprowadzonych w ostatnim dziesięcioleciu w ramach podejścia 2-filarowego Rady Prezesów do oceny zagrożeń dla stabilności cen. Podrozdział 3.2 pokazuje, jak w praktyce prowadzona jest jednolita polityka pieniężna i jak udało się skutecznie dzięki niej kształtować oczekiwania inflacyjne w sytuacji stale zmieniających się warunków oraz wyzwań gospodarczych i finansowych. Bardziej szczegółowa analiza sposobu prowadzenia polityki pieniężnej zawarta w podrozdziale 3.2 wyróżnia 5 głównych etapów: 1) przystąpienie do unii monetarnej (od połowy 1998 r. do połowy 1999 r.), 2) zacieśnienie polityki pieniężnej w celu powstrzymania presji inflacyjnej (od połowy 1999 r. do końca 2000 r.), 3) korekta w dół podstawowych stóp procentowych EBC (od początku 2001 r. do połowy 2003 r.), 4) utrzymanie podstawowych stóp procentowych EBC na niezmiennym poziomie (od połowy 2003 r. do końca 2005 r.) oraz 5) odejście od akomodacyjnej polityki pieniężnej (od końca 2005 r.). W podrozdziale 3.3 opisano procedury, a także instrumenty operacyjne wykorzystywane przez EBC w procesie wdrażania decyzji związanych z polityką pieniężną. W podrozdziale 3.4 zawarto wnioski oraz prognozy na przyszłość.

3.1 STRATEGIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC

CZEMU SŁUŻY STABILNOŚĆ CEN? JAKIE PRZYNOŚI KORZYŚCI?

Traktat o Unii Europejskiej (nazywany również „Traktatem z Maastricht”) ustanowił przejrzystą hierarchię celów Eurosystemu, przykładając największą wagę do stabilności cen. Wybór ten opiera się zarówno na jednoznacznych dowodach historycznych, jak i teorii ekonomicznej. Stabilność cen sprzyja podnoszeniu standardu życia za pośrednictwem różnych kanałów.

Stabilność cen chroni realną wartość dochodów i majątku, natomiast nieoczekiwana inflacja nieuchronnie prowadzi do niezamierzonej i przypadkowej redystrybucji. Stabilność cen jest najbardziej korzystna dla grup społecznych, które są w największym stopniu narażone na ryzyko. Grupy te dużą część swoich oszczędności przechowują w gotówce i na rachunkach oszczędnościowych, których realna wartość spada w wyniku inflacji. Z reguły ich dostęp do rynków finansowych jest raczej ograniczony, przez co ich możliwości uniknięcia „podatku inflacyjnego” są niewielkie¹. Pod tym względem emeryci, którzy utrzymują się ze świadczeń emerytalnych i oszczędności zgromadzonych w okresie zatrudnienia, stanowią grupę szczególnie narażoną na niekorzystne skutki inflacji. Stabilność cen przyczynia się zatem do spójności społecznej.

Stabilność cen
jako cel podstawowy

Korzyści płynące
ze stabilności cen

¹ Bardziej szczegółowe omówienie tej kwestii, zob. W. Easterly i S. Fischer, *Inflation and the Poor* (Inflacja a ludzie ubodzy), „World Bank Policy Research Working Paper”, nr 2335, 2000.

Ponadto w warunkach stabilnych cen łatwiej jest oddzielić zmiany cen relatywnych (tj. zmiany cen poszczególnych towarów i usług) od zmian ogólnego poziomu cen. Oznacza to, że można w pełni polegać na sygnalizującej i informacyjnej funkcji cen poszczególnych towarów i usług. W takiej sytuacji wiadomo, że wszelkie zmiany cen związane są ze zmianami „względego niedoboru” konkretnych towarów i usług w wyniku zmian poziomu ich podaży i popytu na nie. W tym znaczeniu stabilność cen ułatwia porównywanie cen, a tym samym podejmowanie decyzji w zakresie konsumpcji oraz inwestycji na podstawie większej ilości informacji, co przyczynia się do sprawnego i wydajnego funkcjonowania rynków.

Stabilność cen wpływa również na obniżenie zarówno nominalnych, jak i realnych stóp procentowych. Inflacja powoduje na przykład spadek realnej wartości aktywów nominalnych. W środowisku inflacyjnym pożyczkodawcy żądają zwykle premii inflacyjnej jako rekompensaty za ryzyko inflacyjne związane z inwestycją, natomiast w środowisku stabilnych cen nie muszą tego robić. Przyczyniając się do zmniejszenia premii inflacyjnych stabilność cen powoduje obniżenie realnych stóp procentowych, co z kolei wpływa na podniesienie rentowności projektów inwestycyjnych. Niższe stopy procentowe przyczyniają się zatem wyższemu poziomowi zatrudnienia i wzrostu gospodarczego.

Jeden instrument, jeden cel

Ponadto stabilność cen jest optymalnym – i jedynym – wkładem, jaki wiarygodna polityka pieniężna może wnieść we wzrost gospodarczy, tworzenie nowych miejsc pracy i spójność społeczną. Stanowi to odzwierciedlenie tego, że decydenci kontrolujący tylko jeden instrument nie mogą osiągnąć więcej niż jednego celu ani odpowiadać za osiągnięcie większej ich liczby. Pogoń za dodatkowymi celami niesie za sobą ryzyko nadmiernego obciążenia polityki pieniężnej, co może w ostateczności skutkować podwyższeniem inflacji i wzrostem bezrobocia. W dłuższym okresie polityka pieniężna może wpływać wyłącznie na poziom cen w gospodarce, bez możliwości wywarcia trwałego wpływu na aktywność gospodarczą. Ta ogólna zasada nazywana jest „neutralnością pieniądza w długim okresie” (ang. *long-run neutrality of money*). W takim kontekście Traktat przewiduje jasny i skuteczny podział obowiązków, a polityce pieniężnej przypisuje on podstawowy cel, jakim jest utrzymywanie stabilności cen.

Zebrane w ostatnim czasie dowody mówią, że związek pomiędzy inflacją a wzrostem gospodarczym może nawet być w dłuższej perspektywie negatywny, gdyż stały wzrost inflacji doprowadzić może do straty netto realnych dochodów². Przemawia to silnie za tym, by przypisać bankom centralnym w sposób wyraźny odpowiedzialność za utrzymanie stabilności cen. W ten sposób polityka pieniężna nie tylko minimalizuje koszty inflacji, ale również pomaga maksymalizować potencjał produkcyjny gospodarki w długim okresie.

ELEMENTY STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Kiedy w październiku 1998 r., tj. w dobrym okresie przed utworzeniem Europejskiego Instytutu Walutowego, Rada Prezesów EBC przyjmowała i ogłaszała strategię polityki pieniężnej, jedno z podstawowych pytań brzmiało, czy strategia będzie w stanie uwzględnić wszystkie uwarunkowania, z którymi nowo tworzona strefa euro będzie musiała się zmierzyć od samego początku jej istnienia i w późniejszym okresie. Dlatego też wypada na początku przedstawić pokrótce wszystkie główne elementy tej strategii oraz ich uzasadnienie.

2 Zob. artykuł zatytułowany *Price stability and growth* (Stabilność cen a wzrost) opublikowany w Biuletynie Miesięcznym EBC z maja 2008 r.

Strategia polityki pieniężnej została opracowana w wyniku szeroko zakrojonych prac przygotowawczych prowadzonych przez EIW (poprzednik EBC). Zapewnia ona spójne i systemowe podejście do sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. Strategia składa się z dwóch głównych elementów: 1) ilościowej definicji podstawowego celu EBC, jakim jest stabilność cen oraz 2) ogólnej zasady podejścia 2-filarowego jako głównej zasady analizy leżącej u podstaw prognoz zmian poziomu cen. Od samego początku polityka pieniężna EBC zapewniała solidną podstawę prowadzenia polityki pieniężnej i informowania o niej. W 2003 r. dokonując kompleksowej oceny strategii polityki pieniężnej, Rada Prezesów podtrzymała jej główne założenia.

ILOŚCIOWA DEFINICJA EBC DOTYCZĄCA STABILNOŚCI CEN

Traktat w jasny sposób wskazuje na stabilność cen jako podstawowy cel polityki pieniężnej, nie podaje jednak dokładnej, ilościowej definicji tego celu. Aby zapewnić jednoznaczne kryterium, według którego społeczeństwo mogłoby oceniać działalność EBC i mając na celu zakotwiczenie długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, w 1998 r. Rada Prezesów przyjęła ilościową definicję stabilności cen. Mówi ona, że „stabilność cen definiowana jest jako roczny wzrost zharmonizowanego indeks cen konsumpcyjnych (HICP) dla strefy euro o mniej niż 2%. Stabilność cen należy utrzymać w średnim okresie”. Ponadto w wyniku szczegółowej oceny strategii polityki pieniężnej w 2003 r. Rada Prezesów wyjaśniła, że Rada – nadal mieszcząc się w tej definicji – będzie dążyła do utrzymywania inflacji HICP „poniżej, ale blisko, 2%”. Podejście to jest wystarczające, aby zabezpieczyć się przed ryzykiem zarówno bardzo niskiej inflacji, jak i deflacji.

Gdy w 1998 r. Rada Prezesów przyjmowała ilościową definicję stabilności cen, wzięto pod uwagę wiele konkretnych cech strefy euro:

- Po pierwsze, wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych dla całej strefy – w tym przypadku wskaźnik HICP (zob. ramka 1 w rozdziale 8) – stanowi naturalny wybór EBC jako punkt odniesienia dla stabilności cen, gdyż skupia się on na transakcjach pieniężnych w strefie euro.
- Po drugie, definicja koncentruje się na strefie euro jako całości, odzwierciedlając fakt, że w unii monetarnej polityka pieniężna nie może zajmować się kwestiami właściwymi dla poszczególnych państw.
- Po trzecie, definicja jasno mówi, że inflacja przewyższająca 2% nie odpowiada podstawowemu celowi EBC, jakim jest stabilność cen. Jednak oznacza ona również, że bardzo niska stopa inflacji, a w szczególności deflacja, także nie jest zgodna ze stabilnością cen.

Definicja stabilności cen podkreśla ponadto średnioterminową orientację polityki pieniężnej EBC. Ponieważ polityka pieniężna może mieć wpływ na zmiany cen jedynie w znacznych, zróżnicowanych odstępach czasu i jedynie w niepewnym zakresie, dlatego też bank centralny nie jest w stanie stale utrzymywać inflacji na ustalonym wcześniej poziomie ani przywrócić jej do pożądanego poziomu w bardzo krótkim czasie. Polityka pieniężna musi więc być prowadzona w sposób wybiegający w przyszłość i skupiać się na średnim okresie – pomaga to uniknąć nadmiernego aktywizmu, jak też zbędnej niestabilności gospodarki realnej. Wskutek tego pewna krótkoterminowa zmienności stóp inflacji jest nieunikniona.

Roczna stopa inflacji HICP poniżej 2%, ale blisko tego poziomu...

...w średnim okresie

DWA FILARY STRATEGII POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC

Podjęcie 2-filarowe

Ogólne podejście EBC do analizy i oceny informacji, które są istotne w długofalowej ocenie zagrożeń dla stabilności cen opiera się na dwóch analitycznych punktach widzenia, nazywanych często dwoma filarami. Podejście 2-filarowe jest organizacyjną zasadą analizy wewnętrznej, która leży u podstaw rozważań nad polityką pieniężną EBC i decyzji z nią związanych, a także informowania o niej rynków finansowych i opinii publicznej.

Analiza ekonomiczna

Celem analizy ekonomicznej jest rozpoznanie zagrożeń stabilności cen w krótkim i średnim horyzoncie czasowym. Aby to osiągnąć, EBC próbuje ustalić wstrząsy gospodarcze istotne dla zrozumienia zmian cen i trendów w produkcji w krótkim i średnim horyzoncie czasowym, szczególnie w kontekście analizy cyklu koniunkturalnego. Analizie poddawany jest szeroki wachlarz wskaźników aktywności gospodarczej, cen i kosztów, głównie na zagregowanym poziomie strefy

Ramka I

MODELOWANIE GOSPODARKI STREFY EURO

Modele gospodarki są ważnym narzędziem wykorzystywanym przez wiele banków centralnych w analizach makroekonomicznych. Modele te są często określane mianem „strukturalnych”, ponieważ ich celem jest poznanie najważniejszych przypadkowych czynników występujących na co dzień i warunkujących decyzje ekonomiczne w sprawie konsumpcji, inwestycji itp. Poprawność tych modeli jest wykazywana w sposób empiryczny lub są one „szacowane”, poprzez zestawienie ich znaczenia dla określonych zmiennych makroekonomicznych z wynikami uzyskanymi w przeszłości. Po oszacowaniu modele mogą być wykorzystywane jako narzędzia laboratoryjne służące do uzyskiwania odpowiedzi na różne pytania dotyczące gospodarki: dzięki nim mogą powstawać prognozy przyszłych warunków gospodarczych; pomagają one interpretować w sposób ilościowy skutki konkretnych zdarzeń gospodarczych w całej gospodarce, np. zmian sposobu ustalania wynagrodzeń lub zmian w prowadzeniu polityki fiskalnej. Można je również wykorzystywać do oceny wpływu, jaki działania w sferze polityki pieniężnej wywierają na osiągnięte wyniki gospodarcze.

Od początku 1999 r. stosowane w EBC modele makroekonomiczne uległy istotnym modyfikacjom. Pierwszym modelem wykorzystywanym do opisu gospodarki strefy euro na zagregowanym poziomie był model strefowy dla całej strefy euro (ang. *area-wide model – AWM*)¹. Opracowanie tego modelu było szczególnym wyzwaniem z powodu nowych warunków stworzonych przez UGW. Na przykład empiryczne potwierdzenie słuszności tego modelu oparto z konieczności na danych z okresu sprzed ustanowienia unii monetarnej, nawet jeżeli można było oczekiwać, że unia monetarna przyniesie zmianę struktury gospodarki strefy euro. Ponadto krajowe urzędy statystyczne były przygotowane do udostępniania danych dla całej strefy euro. Dane te musiały zostać opracowane w procesie gromadzenia danych krajowych, który w pewnych przypadkach wymagał tworzenia pewnych założeń *ad hoc*. Pomimo tych trudności AWM dobrze sprawdził się jako narzędzie używane w ilościowej analizie zmian makroekonomicznych w strefie euro. Takie całościowe podejście do strefy euro zostało przyjęte w większości kolejnych modeli tworzonych przez EBC².

¹ Zob. G. Fagan, J. Henry i R. Mestre, *An Area-Wide Model (AWM) for the Euro Area* (Model strefowy dla strefy euro), *Economic Modelling* 2005, nr 22, s. 39–59.

Na przestrzeni lat struktura AWM była rozwijana w wielu kierunkach. Jednocześnie coraz to nowe pozycje literatury naukowej wywoływały potrzebę przeprowadzenia bardziej radykalnej analizy podstawowych wymogów, jakie musi spełniać model ekonomiczny. EBC opracował prototyp nowej generacji modeli ekonomicznych, który okazał się przydatny w wielu bankach centralnych: model Smetsa-Woutersa dla strefy euro³. Model ten ma wiele innowacyjnych właściwości. Wyjaśnia na przykład obserwowane zagregowane wyniki, takie jak powolne dostosowywanie cen do zmian egzogenicznych w sposób jednoznaczny i sprowadzając je do poziomu firm i gospodarstw domowych (lub „mikropodstaw”). Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, podejmując swoje decyzje, mogą reagować na zmiany perspektyw gospodarczych, a nie tylko na zmiany, jakie miały miejsce w przeszłości. Na koniec model zostaje oszacowany z uwzględnieniem wszystkich istotnych informacji, a zatem może on konkurować z typowo statystycznymi narzędziami pod względem formułowania prognoz krótkoterminowych.

Ostatnio struktura modelu Smetsa-Woutersa została jeszcze bardziej rozszerzona w modelu Christiano, Motto i Rostagno, w którym zwraca się szczególną uwagę na rolę zmiennych monetarnych i finansowych w strukturze gospodarki⁴. Model ten obejmuje jasno sprecyzowany sektor bankowy świadczący usługi w zakresie pośrednictwa między kredytodawcami a kredytobiorcami, a także nadaje niebagatelne znaczenie agregatom pieniężnym w gospodarce. Umożliwia on również endogeniczne przeniesienie stóp procentowych ustalanych w ramach polityki pieniężnej na stawki oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, zawierające premię rekompensującą bankom ryzyko niespłacenia kredytu przez kredytobiorcę.

Opracowano także nową, opartą na „mikropodstawach” wersję AWM, lub nowy AWM (NAWM), która ma zastąpić AWM jako podstawowe narzędzie używane w projekcjach makroekonomicznych⁵. W porównaniu z wcześniej wymienionymi modelami NAWM uwzględnia właściwości otwartej gospodarki, co pozwala na uzależnienie projekcji od założeń dotyczących między innymi zmian zewnętrznych. NAWM jest szczególnie odpowiedni do przeprowadzania analizy scenariuszy i oceny niepewności prognoz. Wersja NAWM, która jest wykorzystywana w projekcjach, została uzupełniona o bardziej szczegółową, skalibrowaną wersję uwzględniającą szerszy zakres kwestii dotyczących polityki pieniężnej.

Matematyczne modele gospodarki pełnią istotną funkcję wspierającą w zakresie ilościowej analizy aktualnej sytuacji gospodarczej i monetarnej w strefie euro. Niemniej jednak wszystkie te modele pozostają pod pewnymi względami mocno „wystylizowane”. Kierunki rozwoju istniejących modeli to bardziej zadowalający sposób traktowania polityki fiskalnej oraz bogatsza struktura rynku pracy. Symulacje polityki pieniężnej w modelach strukturalnych mogą w każdym razie stanowić tylko jeden z wielu elementów uwzględnianych przez Radę Prezesów w ogólnej ocenie perspektyw zmian cen w strefie euro.

² Obok AWM, EBC opracował wcześniej, we współpracy z KBC, model wielopaństwowy (ang. *multi-country model* – MCM). Struktura tego modelu jest bardzo podobna do struktury AWM, ale powiązania gospodarcze są szacowane na poziomie krajowym, a nie na poziomie całej strefy. Model ten może zatem stanowić istotny sprawdzian solidności wyników uzyskanych na podstawie modelu AWM.

³ Zob. F. Smets i R. Wouters, *An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area* (Dynamiczny stochastyczny model równowagi ogólnej), *Journal of the European Economic Association* 2003, nr 1, s. 1123–1175.

⁴ Zob. L. Christiano, R. Motto i M. Rostagno, *The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis* (Wielka depresja a hipoteza Friedmana-Schwartz), *Journal of Money, Credit and Banking* 2003, nr 35(6) – grudzień oraz L. Christiano., R. Motto i M. Rostagno, *Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001* (Wstrząsy, struktury czy polityka? Strefa euro i USA po 2001 r.), *Journal of Economic Dynamics and Control*, w przygotowaniu.

⁵ Zob. K. Christoffel, G. Coenen i A. Warne, *The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties* (Nowy model strefowy dla strefy euro: specyfikacja, szacunkowe wyniki i właściwości), nieopublikowany, czerwiec 2007 oraz G. Coenen, P. McAdam i R. Straub, *Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model* (Reforma podatkowa a wydajność rynku pracy w strefie euro: analiza symulacyjna z zastosowaniem nowego modelu strefowego), *Journal of Economic Dynamics and Control*, w przygotowaniu.

euro, lecz również na szczeblu sektorowym i krajowym. Wszystkie te czynniki pomagają w ocenie dynamiki realnej aktywności i prawdopodobnego kierunku zmian cen z punktu widzenia wzajemnej zależności pomiędzy podażą a popytem na rynkach towarów, usług i czynników produkcji w krótszych okresach. Kluczowym elementem analizy ekonomicznej są regularne prognozy głównych zmiennych makroekonomicznych strefy euro (zob. ramka 1). Aby móc podejmować właściwe decyzje w zakresie polityki pieniężnej Rada Prezesów musi dysponować dokładnie rozumieć aktualną sytuację gospodarczą oraz być świadoma specyficznego charakteru i skali zakłóceń gospodarczych zagrażających stabilności cen.

Analiza monetarna...

Celem analizy monetarnej jest rozpoznanie zagrożeń dla stabilności cen w średnim i długim okresie. Zmiany sytuacji monetarnej i kredytowej oraz czynniki, które je warunkują, odgrywają decydującą rolę, gdyż w długim okresie wzrost podaży pieniądza oraz inflacja są ze sobą ściśle powiązane (zob. wykres 1). Odzwierciedla to fundamentalną zasadę ekonomii, która stanowi, że w długim okresie inflacja staje się zjawiskiem monetarnym, a w szczególności, przypisując znaczącą rolę pieniądzu chroni średnioterminową kierunek polityki pieniężnej EBC. Wykres pokazuje ścisły związek pomiędzy składnikiem inflacji o niskiej częstotliwości a wzrostem podaży pieniądza, gdzie dynamika monetarna wywołuje zmiany poziomu inflacji (i potencjalnie sprzyja ich prognozowaniu).

...sięga do bogatego zestawu informacji...

W rzeczywistości analiza monetarna sięga do bogatego zestawu informacji monetarnych, finansowych i gospodarczych, wykorzystując w tym celu szeroki zakres narzędzi i technik uzupełniających, co – wraz z zastosowaniem dogłębnej oceny – pozwala na rozpoznanie w czasie rzeczywistym tendencji leżących u podstaw sytuacji monetarnej oraz dokonanie oceny jej wpływów na ryzyko dotyczące stabilności cen. Aby zaznaczyć, jak ważna dla niego jest analiza monetarna w kontekście prowadzonej strategii i zapewnić punkt odniesienia do oceny zmian sytuacji monetarnej, EBC ogłosił w grudniu 1998 r. wartość referencyjną 4,5% dla rocznej stopy wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego M3³. Przeciągająca ekspansja monetarna powyżej punktu odniesienia wskazuje na wzrostowe zagrożenie dla stabilności cen. Wybór tego właśnie agregatu był podyktowany tym, że ten agregat monetarny wykazuje bliskie powiązanie z poziomem cen. Jednocześnie od samego początku było wiadomo, że polityka pieniężna nie będzie reagowała na odchylenia wzrostu agregatu M3 od wartości referencyjnej w sposób automatyczny.

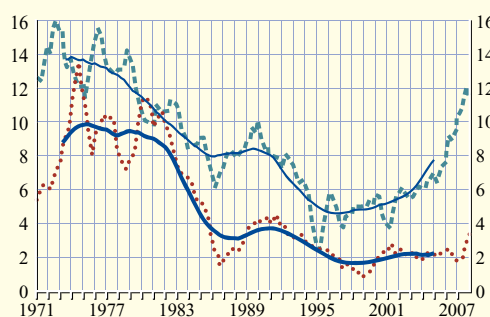
...i ewoluuje w czasie.

Należy podkreślić jednak, że narzędzia wykorzystywane do identyfikacji ryzyka związanego ze stabilnością cen ewoluują w czasie i są coraz lepsze; zwłaszcza w świetle wyzwań, jakie przed po-

Wykres 1 Zależność między HICP a M3 w strefie euro

(roczne stopy wzrostu, składnik o niskiej częstotliwości odzwierciedla okresowość > 10 lat)

— Składnik HICP o niskiej częstotliwości
 ... HICP
 - - - M3 skorygowany o szacowany wpływ zmian struktury portfela
 — Składnik M3 o niskiej częstotliwości



Źródło: obliczenia EBC.

Uwagi: składniki o niskiej częstotliwości otrzymano na podstawie pasmowo-przepustowego filtra symetrycznego Christiano-Fitzgeralda o stałej długości, zastosowanego do rocznych stóp wzrostu w ujęciu kwartalnym. Maksimum wzrostu agregatu pieniężnego wyprzedza inflację o 8 do 12 kwartałów.

3 Agregat ten obejmuje pieniądź w obiegu, depozyty bieżące typu *overnight*, lokaty terminowe o ustalonym terminie zapadalności do dwóch lat włącznie, depozyty z terminem wypowiedzenia do trzech miesięcy z umową odkupu, udziały i jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego oraz dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do dwóch lat.

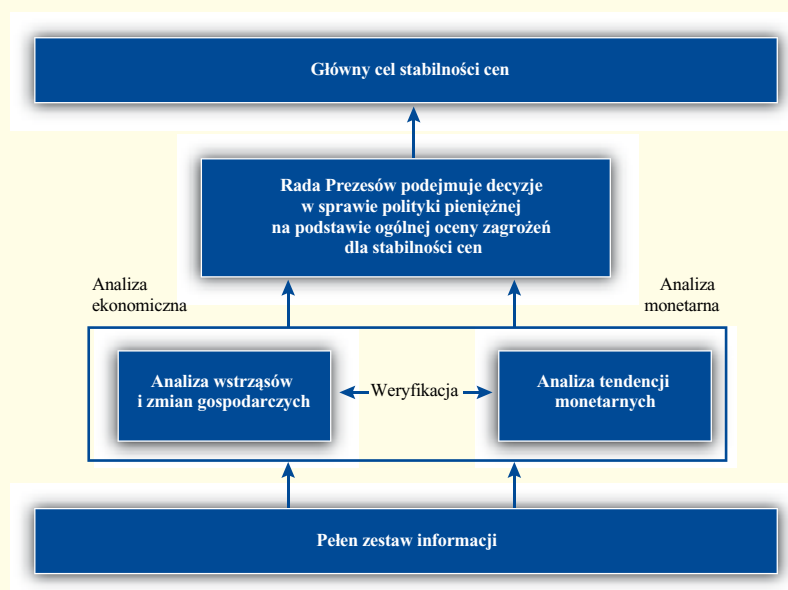
lityką pieniężną stawiają różnego rodzaju zmiany – głównie szybkie tempo wprowadzania nowych rozwiązań finansowych. W niekończącym się procesie i potrzebie ulepszenia swoich narzędzi analitycznych służących do identyfikacji zagrożeń dla stabilności cen, w 2007 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o dalszym rozszerzeniu zakresu analizy monetarnej w czterech kierunkach:

- Po pierwsze, aby lepiej zrozumieć zachowanie agregatów pieniężnych w czasie i w różnych sektorach modele popytu na pieniądź są udoskonalone i rozbudowywane;
- Po drugie, stale poprawiana jest jakość wskaźników ryzyka inflacyjnego opartych na pieniądzu, żeby rozszerzyć zakres ich zastosowania jako wskazówek przy podejmowaniu decyzji w zakresie polityki pieniężnej, mających na celu utrzymanie stabilności cen;
- Po trzecie, opracowuje się i udoskonala modele strukturalne odgrywające aktywną rolę przy ustalaniu dynamiki inflacji w odniesieniu do pieniądza i kredytów, co pomaga w ocenie zmian sytuacji monetarnej;
- Po czwarte, ważne jest, by rozszerzyć system analityczny, by wesprzeć weryfikację informacji i analiz będących rezultatem analiz monetarnej i makroekonomicznej.

Podejście 2-filarowe poprawia wysoką już jakość oceny Rady Prezesów w zakresie polityki pieniężnej w związku z niepewnością zarówno modeli, jak i danych. W szczególności wykorzystuje się wszystkie elementy uzupełniające obydwu filarów. Jest to najlepszy sposób, aby zagwarantować, że wszelkie informacje istotne przy ocenie zagrożeń dla stabilności cen są wykorzystywane w sposób spójny i skuteczny. Regularna weryfikacja wyników analiz makroekonomicznych z wynikami analizy monetarnej zapewnia przeprowadzenie spójnej oceny ogólnej, z uwzględnieniem

Weryfikacja gwarantuje spójność.

Wykres 2 Dwa filary strategii polityki pieniężnej EBC



informacji mających znaczenie zarówno w długim, jak i w krótkim okresie. Tak oto ogranicza się ryzyko pomyłek w polityce pieniężnej wynikających z nadmiernego polegania na pojedynczym wskaźniku, prognozie czy modelu. Wykres 2 podsumowuje kluczowe elementy podejścia 2-filarowego i jego rolę w realizacji polityki pieniężnej.

Po blisko 10 latach doświadczeń strategia EBC dostarcza wiarygodnych i solidnych podstaw, aby oceniać zagrożenia dla stabilności cen oraz aby skutecznie informować rynki finansowe i społeczeństwo o kierunkach polityki pieniężnej. Wyraźną oznaką trafności strategii polityki pieniężnej przyjętej przez EBC jest to, że do tej pory nie trzeba było modyfikować jej kluczowych elementów. W ostatnich latach wiele elementów strategii EBC zostało włączonych w ramy polityki pieniężnej innych banków centralnych. Nastawienie na średni okres staje się coraz bardziej popularne wśród banków centralnych, które zamierzają osiągnąć lub utrzymać docelowy poziom inflacji, gdyż w coraz większym stopniu dostrzegają one potrzebę zwiększenia elastyczności horyzontu czasowego swojej polityki pieniężnej.

Podobnie coraz atrakcyjniejszy staje się całościowy charakter podejścia 2-filarowego, ponieważ dzięki niemu możliwe jest połączenie wszystkich istotnych informacji pochodzących z modelu, a dotyczących koniunktury i ocen w jeden wspólny system. Wyraźny filar monetarny gwarantuje ponadto nastawienie w polityce pieniężnej EBC na średni okres. Zapewnia to również, że EBC dalej wzbogaca swoją znajomość zagadnień monetarnych i kredytowych. Ścisły związek pomiędzy zmianami sytuacji monetarnej a zaburzeniami równowagi na rynkach kredytów i aktywów oznacza, że analiza monetarna umożliwia wczesne wykrywanie tego typu nierównowagi i reagowanie na zagrożenie dla stabilności cen w odpowiednim czasie i patrząc jednocześnie w przyszłość. W tym właśnie względzie analiza monetarna dowiodła, że jest szczególnie cennym narzędziem w okresie napięć na rynkach finansowych.

3.2 PROWADZENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ STREFY EURO I SPOSÓB JEJ REALIZACJI W KONTEKŚCIE UTRZYMANIA STABILNOŚCI CEN⁴

W niniejszym podrozdziale zawarto przegląd osiągnięć jednolitej polityki pieniężnej od początku jej realizacji w styczniu 1999 r. W prezentacji jej nastawienia (zob. wykres 3) w kontekście zmieniającej się sytuacji i coraz to nowych wyzwań pomocne jest wprowadzenie podziału na pięć kolejnych etapów.

PROWADZENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

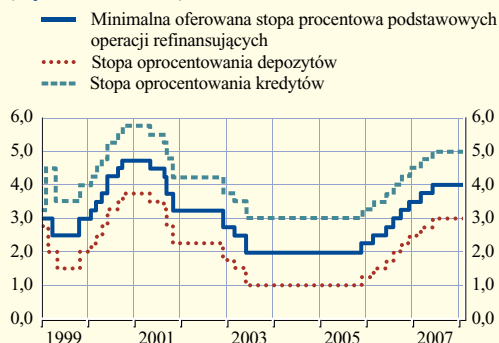
ETAP I – PRZECHODZENIE DO UNII MONETARNEJ (OD POŁOWY 1998 DO POŁOWY 1999 r.)

Eurosystem wziął na siebie odpowiedzialność za jednolitą politykę pieniężną w momencie, gdy stopy inflacji w strefie euro były raczej niskie, a perspektywy zmian cen – korzystne (zob. wykres 4). Jednocześnie aktywność gospodarcza nadal się rozwijała w środowisku bardzo niskich stóp procentowych (zob. wykresy 5 i 6) w warunkach ciągle sprzyjających zrównoważonemu rozwojowi. Jednak w 1998 r. reperkusje kryzysów finansowych, które miały miejsce w Azji w 1997 r.

4 Wszelkie odniesienia dotyczące wzrostu PKB oraz inflacji HICP odzwierciedlają skorygowane dane, dostępne na ostatni dzień okresu, którego dotyczy niniejszy raport (31 marca 2008 r.). Wykorzystanie uaktualnionych, skorygowanych danych zamiast danych dostępnych w momencie podejmowania decyzji w zakresie polityki pieniężnej nie zmienia toku rozumowania leżącego u podstaw rozważań nad tą polityką ani decyzji przedstawionych w niniejszym podrozdziale.

Wykres 3 Podstawowe stopy procentowe EBC od stycznia 1999 r.

(w procentach rocznie)

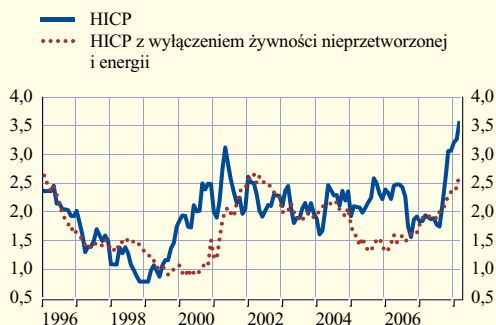


Źródło: EBC.

Uwaga: dla operacji rozliczonych przed 28 czerwca 2000 r., stopa podstawowych operacji refinansujących oznacza oprocentowanie stosowane w przetargach o stałej stopie procentowej. W przypadku operacji rozliczonych po tym terminie stopa ta oznacza minimalną oferowaną stopę stosowaną w przetargach o zmiennej stopie procentowej.

Wykres 4 Inflacja HICP w strefie euro

(zmiany roczne w procentach)



Źródło: Eurostat.

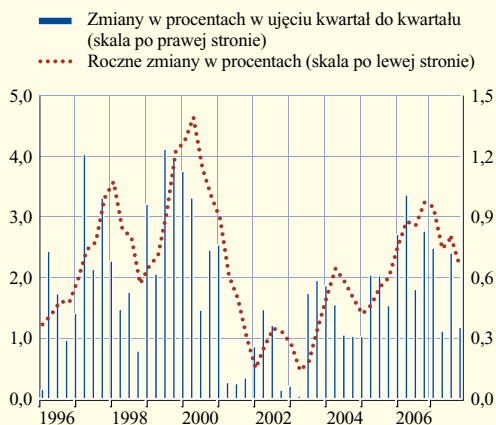
oraz w Rosji w sierpniu 1998 r., wraz ze zbliżającym się upadkiem funduszu hedgingowego LTCM we wrześniu 1998 r., spowodowały dużą zmienność rynków finansowych i znaczne wahania zaufania inwestorów. Po okresie długotrwałych napięć na rynkach finansowych perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro zostały przesłonięte przez bardzo wysoki poziom niepewności, co doprowadziło nie tylko do zmniejszenia oczekiwań dotyczących wzrostu dla całego 1998 r., lecz również do ograniczenia prognoz dotyczących wzrostu w 1999 r.

W 1998 r. uwaga polityki pieniężnej w krajach strefy euro zaczęła przesuwac się ze spraw krajowych na zagadnienia dotyczące całej strefy. W sytuacji korzystnych perspektyw dla stabilności

...doprowadziły do złagodzenia polityki pieniężnej w przeddzień powstania UGW.

Wykres 5 Realne PKB

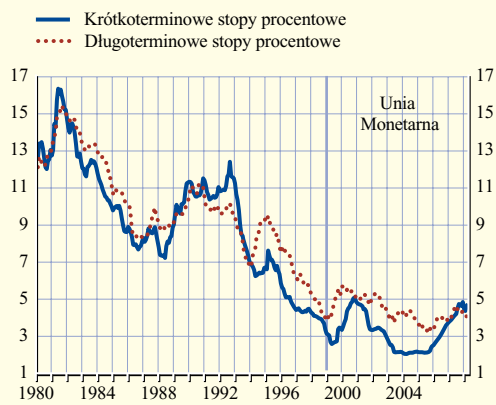
(zmiany w procentach)



Źródło: obliczenia EBC i Eurostat.

Wykres 6 Krótko- i długoterminowe nominalne stopy procentowe w strefie euro

(w procentach rocznie)



Źródła: KBC, Global Financial Data, BIS, Reuters i EBC.

Wykres 7 Ceny ropy Brent

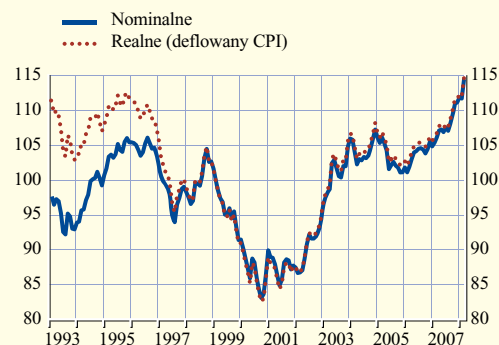
(w USD za baryłkę)



Źródła: MFW i EBC.

Wykres 8 Nominalne i realne efektywne kursy wymiany euro

(dane miesięczne; indeks obliczony na podstawie kursów walut 22 głównych partnerów handlowych; 1999 = 100)



Źródło: EBC.

Uwaga: wagi wykorzystane w celu zsumowania „teoretycznych” kursów euro przed 1999 r. opierają się na udziale poszczególnych państw strefy euro w handlu produktami przemysłowymi strefy euro w porównaniu z państwami spoza strefy euro (zob. załącznik II.6 w numerze 2. „ECB Occasional Paper” z 2002 r.).

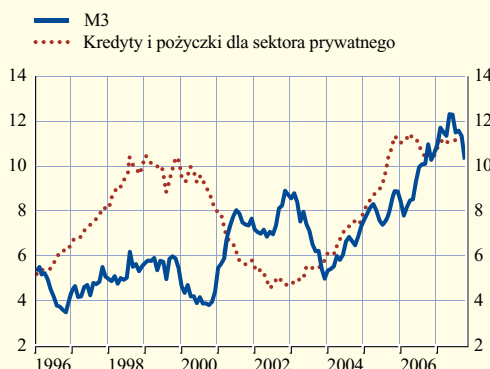
cen nastąpił proces konwergencji poprzez stopniową redukcję oficjalnych stóp procentowych do poziomów najniższych w mającej dopiero co powstać strefie euro. Proces ten przyspieszył w ostatnich kilku miesiącach 1998 r. Kulminacyjnym momentem okazał się dzień 3 grudnia 1998 r., kiedy to wszystkie krajowe banki centralne strefy euro obniżyły swoje podstawowe stopy procentowe do 3% w sposób skoordynowany (za wyjątkiem Banca d'Italia, który zredukował stopę dyskontową do 3,5%). Koordynacja działań związanych ze stopami procentowymi postrzegana była w rzeczywistości jako decyzja dotycząca poziomu stóp procentowych, z jakim Eurosystem rozpocznie trzeci etap UGW – był to *de facto* początek unii monetarnej w Europie.

Na początku 1999 r. Rada Prezesów odbierała sprzeczne sygnały pochodzące z analiz makroekonomicznych i monetarnych. Z jednej strony tendencja spadkowa zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie stawała się coraz bardziej wyraźna. Stopy inflacji wg historycznych standardów były bardzo niskie, znacznie poniżej pułapu zawartego w definicji EBC dotyczącej stabilności cen. Pojawiały się też oznaki znacznego spowolnienia gospodarczego. Z drugiej strony, po przedłużającym się okresie spadku cen ropy naftowej do poziomu poniżej 10 USD za baryłkę na przełomie 1998 i 1999 r., zaczęły one ponownie rosnać od połowy lutego 1999 r. (zob. wykres 7). Ponadto w pierwszych miesiącach 1999 r. euro uległo deprecjacji w ujęciu efektywnym (zob. wykres 8). Oba te czynniki mogły wywierać presję na wzrost cen.

Stopa wzrostu agregatu M3 zwiększyła się z poziomu zbliżonego do wartości referencyj-

Wykres 9 M3 a kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego

(roczne stopy wzrostu)



Źródło: EBC.

Wrzaz ze zmniejszającym się zagrożeniem dla stabilności cen...

nej do poziomu przekraczającego 5%, podczas gdy – pożyczek udzielanych sektorowi prywatnemu nadal szybko rosła do ok. 10% (zob. wykres 9). Jednak biorąc pod uwagę stosunkowo niewielkie odchylenie od wartości referencyjnej oraz niepewność związaną z analizą ówczesnej sytuacji monetarnej (utożsamianą ze zmianami statystycznymi wymuszonymi przez przejście do unii monetarnej), wyższy wzrost agregatu M3 niekoniecznie odzwierciedlał rzeczywiste tempo ekspansji monetarnej. Wskutek tego Rada Prezesów nie interpretowała sygnałów pochodzących z analizy monetarnej jako wskazujących na ryzyko wzrostu cen w średnim i długim okresie.

Na podstawie ogólnego obrazu sytuacji 8 kwietnia 1999 r. Rada Prezesów obniżyła stałą stopę głównych operacji refinansujących Eurosystemu o 50 punktów bazowych, czyli z 3,0% do 2,5%. Obniżenie podstawowych stóp procentowych EBC uznane zostało za działanie zapobiegawcze mające na celu utrzymanie stabilności cen w średnim okresie, co umożliwiło lepsze wykorzystanie potencjału wzrostu gospodarki strefy euro.

ETAP 2 – PODNOSZENIE STÓP PROCENTOWYCH CELEM POWSTRZYMANIA PRESJI INFLACYJNEJ (OD POŁOWY 1999 DO KOŃCA 2000 R.)

W tym okresie gwałtowny wzrost ceny ropy naftowej i ogólny wzrost cen importu nadal wywierał presję na wzrost cen w krótkim okresie. Do końca 2000 r. ceny ropy naftowej i ceny importu wzrosły do poziomów nienotowanych od początku lat dziewięćdziesiątych. Ponieważ wzrosty te były większe i trwały dłużej niż wcześniej przewidywano, w sytuacji silnego wzrostu gospodarczego znacznie zwiększyło się ryzyko wpływu skutków pośrednich i tzw. efektów drugiej rundy na inflację cen konsumpcyjnych poprzez politykę płacową. Obawy te zostały spotęgowane zmianami kursu euro. W tym okresie wartość euro nadal spadała, nabierając tempa szczególnie w drugiej połowie 2000 r., gdy tendencja ta coraz bardziej odbiegała od solidnych podstaw funkcjonowania strefy euro – dobrego stanu gospodarki [tł.]. W rezultacie wzrósł poziom zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie.

Na początku 2000 r. aktywność gospodarcza w strefie euro rozwijała się w bardzo szybkim tempie i oczekiwano, że tendencja ta będzie się nadal utrzymywała ze względu na korzystne warunki zewnętrzne. To właśnie silna dynamika gospodarki światowej w pierwszej połowie 2000 r. była źródłem optymizmu inwestorów, zwłaszcza w sektorach „nowej gospodarki”. Odzwierciedleniem tych pozytywnych nastrojów była poprawa indeksów giełdowych w największych gospodarkach, w tym w strefie euro, której szczyt przypadł na pierwszą połowę 2000 r.

Jeśli chodzi o analizę monetarną, przedłużająca się ekspansja monetarna ponad wartość referencyjną wskazywała na rosnące zagrożenie dla stabilności cen w średnim i długim okresie w ciągu 1999 r. i na początku 2000 r. Pomimo stopniowego spowolnienia latem 2000 r., dostępne dane w dalszym ciągu potwierdzały ryzyko rosnącej presji inflacyjnej przy utrzymującym się silnym wzroście gospodarczym. Ogólnie rzecz biorąc, za wyjątkiem pierwszych kilku miesięcy 1999 r., taka tendencja była zgodna z sygnałami wynikającymi z analizy makroekonomicznej.

Wobec rosnącej presji inflacyjnej stało się jasne, że spadkowe zagrożenie dla stabilności cen (ang. *downside risk to price stability*) zaobserwowane w czasie redukcji podstawowych stóp procentowych EBC w kwietniu 1999 r. nie jest już aktualne. Ponieważ wyniki analiz makroekonomicznej i monetarnej przeprowadzonych przez EBC wskazywały na wzrost zagrożenia dla stabilności cen, Rada Prezesów podniosła podstawowe stopy procentowe EBC łącznie o 225 punktów bazowych – zwiększając je wielokrotnie pomiędzy 1999 r. a październikiem 2000 r., w wyniku czego minimalna oferowana stopa podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu w październiku 2000 r. wyniosła 4,75%.

...kluczowe stopy EBC obniżono w kwietniu 1999 r.

Zwiększona presja cenowa...

...w sytuacji szybkiego wzrostu gospodarczego...

...i przedłużająca się ekspansja monetarna...

...doprowadziły do wyższych stóp procentowych EBC w okresie pomiędzy listopadem 1999 a październikiem 2000 r.

ETAP 3 – OBNIŻENIE PODSTAWOWYCH STÓP PROCENTOWYCH EBC (OD POCZĄTKU 2001 DO POŁOWY 2003 R.)

W tym okresie Rada Prezesów obniżyła podstawowe stopy procentowe łącznie o 275 punktów bazowych, przy czym minimalna oferowana stopa podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu osiągnęła w czerwcu 2003 r. najniższy poziom w historii, tzn. 2%. Jest to najniższy poziom stóp procentowych w Europie od czasu II wojny światowej. Decyzje o skorygowaniu w dół stóp procentowych były zgodne z celem polegającym na utrzymaniu wskaźnika inflacji HICP na poziomie niższym, ale zbliżonym do 2% w średnim okresie. Realizując politykę obniżania stóp procentowych Rada Prezesów odpowiedziała na utrzymujący się spadek presji inflacyjnej wywołany przez pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego ze względu na duże wstrząsy, które dotknęły gospodarkę światową i globalne rynki finansowe. Największe znaczenie miały ataki terrorystyczne w Stanach Zjednoczonych 11 września 2001 r., które zwiększyły niepewność ekonomiczną i zburzyły zaufanie. Mogło to nie tylko wzmocnić już przeważające tendencje spadkowe w aktywności gospodarczej, ale również zaburzyć funkcjonowanie rynków finansowych⁵.

Jeśli chodzi o zmiany cen, w 2000 r. i w pierwszej połowie 2001 r. nastąpił dalszy wzrost rocznej stopy inflacji HICP, pomimo wyraźnego spadku cen ropy naftowej i silnego wzmocnienia kursu euro w stosunku do wszystkich głównych walut. Aprecjacja euro miała miejsce po zdecydowanych interwencjach banku centralnego na rynku walutowym we wrześniu i listopadzie 2000 r. Roczna stopa inflacji HICP, która w styczniu 2001 r. wynosiła 2,4%, wzrosła do 3,1% w maju 2001 r. Wzrost ten był głównie wynikiem dużego wzrostu cen energii i żywności nieprzetworzonej związanego z wybuchem epidemii chorób zwierzęcych w wielu państwach strefy euro. Wzrost cen oznaczał zwiększenie zagrożenie dla stabilności cen w średnim okresie. Znalazło to również odzwierciedlenie w prognozach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu/EBC dotyczących inflacji HICP, które zostały w tym czasie skorygowane w górę.

Jednak obawy dotyczące tzw. efektów drugiej rundy stopniowo się rozwiewały, ponieważ w miarę upływu czasu perspektywy dla gospodarki strefy euro w dalszym ciągu się pogarszały, tym samym wskazując na pewne osłabienie presji inflacyjnej wynikającej z popytu krajowego oraz na mniejsze zagrożenie dla stabilności cen ze strony wynagrodzeń. W rzeczywistości pod koniec 2001 r. presja krótkoterminowa ustąpiła, a roczna inflacja HICP zmniejszyła się. Ogólnie rzecz biorąc średnioroczna inflacja HICP wynosiła 2,3% i 2,2% odpowiednio w 2001 r. i 2002 r., w porównaniu do 2,1% w 2000 r. Ta sytuacja się znacząco nie zmieniła w pierwszej połowie 2003 r., gdy inflacja HICP utrzymywała się na poziomie powyżej 2%. Jednak oczekiwano, że mniejsza dynamika aktywności gospodarczej i znaczna aprecjacja euro od wiosny 2002 r. ograniczą presję inflacyjną. W rzeczywistości w czerwcu 2003 r. istniały powody do oczekiwań, że roczna inflacja HICP z łatwością wyniesie znacznie poniżej 2% w średnim okresie. Cała ta sytuacja znalazła odzwierciedlenie w prognozach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu z czerwca 2003 r. oraz w prognozach innych instytucji międzynarodowych opracowanych w II kw. 2003 r.

Po pierwszych oznakach pojawiających się od końca 2000 r. i wskazujących na to, że wzrost cen ropy naftowej mógł się przyczynić do spowolnienia gospodarczego w strefie euro, aktywność gospodarcza w tej strefie uległa osłabieniu w 2001 r. W następstwie ataków terrorystycznych z 11 wrze-

⁵ W związku z tym 17 września 2001 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o zmniejszeniu podstawowych stóp procentowych EBC o 50 punktów bazowych. Decyzja ta została podjęta w zgodzie z równoznaczną decyzją Federalnego Komitetu Otwartego Rynku Systemu Rezerwy Federalnej USA, aby szybko zareagować na zaistniałe ze względu na wstrząsy globalne wyjątkowe okoliczności.

śnia coraz wyraźniejszy stało się to, że spowolnienie gospodarcze w strefie euro będzie trwało dłużej niż wcześniej oczekiwano. Spodziewano się dalszego spadku popytu zewnętrznego i opóźnienia powrotu popytu krajowego do poprzedniego poziomu spowodowanego wysokim poziomem niepewności wywołanym przez ataki terrorystyczne. Jednak chociaż na początku 2002 r. odnotowano niewielką poprawę sytuacji gospodarczej w strefie euro, straciła ona impet w ciągu roku. Główną przyczyną takiego rozwoju zdarzeń były ponowne zawirowania na rynkach finansowych latem i zwiększenie napięcia geopolitycznego w drugiej połowie roku, w połączeniu z ich negatywnym wpływem na ceny ropy naftowej i poziom zaufania.

Ogólnie rzecz biorąc, wzrost gospodarczy w strefie euro w 2002 r. był raczej niewielki. Roczny realny wzrost PKB wyniósł w tymże roku tylko 0,9% w porównaniu do 1,6% w 2001 r., czyli pozostawał poniżej możliwości zarówno w 2001, jak i w 2002 r. Sytuacja ta nie uległa znacznym zmianom w 2003 r., gdy realny wzrost PKB uległ w pierwszej połowie roku zahamowaniu na skutek zarówno eskalacji napięcia geopolitycznego w związku z sytuacją w Iraku, jak i na skutek niepewności panującej na rynkach finansowych. W takiej sytuacji tendencja spadkowa w dalszym ciągu stanowiła zagrożenie dla perspektyw wzrostu.

Patrząc na analizę monetarną roczny wzrost agregatu M3, po pewnym spowolnieniu w 2000 r. i na początku 2001 r., znacznie przyspieszył począwszy od połowy 2001 r. Jednak tego przyspieszenia z kilku powodów nie uznano za zagrożenie dla stabilności cen w średnim i długim okresie. Po pierwsze, część wzrostu M3 odzwierciedlała większe zapotrzebowanie podmiotów gospodarczych na środki potrzebne do prowadzenia regularnej działalności (ang. *transaction balances*) w celu dostosowania się do wcześniejszych wzrostów cen energii i żywności. Po drugie, stosunkowo płaska krzywa dochodowości w tamtym okresie oraz związany z tym niski koszt alternatywny utrzymywania gotówki (ang. *opportunity cost of holding money*) zwiększały atrakcyjność posiadania krótkoterminowych aktywów pieniężnych w porównaniu do bardziej ryzykownych instrumentów długoterminowych. I wreszcie, co najważniejsze, niepewność towarzysząca interpretacji sytuacji monetarnej była zwiększona na skutek występowania znacznych zmian struktury portfeli inwestorów prywatnych polegających na odchodzeniu od akcji i innych długoterminowych aktywów finansowych w kierunku bezpiecznych i bardziej płynnych aktywów pieniężnych zawartych w agregacie M3. Te przesunięcia portfelowe uznano za reakcję inwestorów na utrzymującą się niepewność w następstwie korekty na globalnym rynku akcji, obserwowaną od wiosny 2000 r. oraz ataków terrorystycznych z 11 września 2001 r., co wzmocniło tendencję do zapobiegawczego gromadzenia oszczędności. Zakres i przyczyny tych zmian struktury portfela były niespotykane i wiązały się z niezwykle wysokim poziomem niepewności co do ich interpretacji.

Ogólnie rzecz biorąc, przesunięcia portfelowe zostały uznane przez Radę Prezesów za tymczasowe, aczkolwiek potencjalnie przedłużające się, zjawisko, które będzie ustępowało po unormowaniu się warunków gospodarczych, finansowych i geopolitycznych. Argumentem wspierającym tę ocenę był fakt, że roczne tempo wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, zwłaszcza kredytów dla przedsiębiorstw, nadal malało w kontekście raczej niewielkiej aktywności gospodarczej. A zatem na tym etapie wskazówki wypływające z analizy monetarnej, a ważne dla polityki pieniężnej były raczej niejednoznaczne. Z jednej strony, biorąc pod uwagę zmiany struktury portfela, silny wzrost M3 nie był uznawany za oznakę presji inflacyjnej w perspektywie średnio i długookresowej. Z drugiej strony, wzrost M3 skorygowany o szacowany wpływ zmian struktury portfela nadal był raczej nieprzerwany, wskazując tym samym na rosnące ryzyko dla interpretacji dynamiki monetarnej, a co za tym idzie – perspektyw zmian cen w średnim do długiego okresu. Informacja

...podczas gdy popyt na aktywa płynne wzrósł w okresie zwiększonej niepewności.

ta miała szczególne znaczenie w 2002 r. i 2003 r., czyli w czasie, gdy na forum publicznym dyskutowano nad pojawieniem się ryzyka deflacji w strefie euro⁶.

ETAP 4 – NIEZMIENIONE PODSTAWOWE STOPY PROCENTOWE EBC (OD POŁOWY 2003 DO KOŃCA 2005 R.)

Podstawowe stopy procentowe EBC nie były zmieniane przez 2,5 roku.

Począwszy od czerwca 2003 r. Rada Prezesów utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie przez 2,5 roku, przy minimalnej oferowanej stopie podstawowych operacji refinansujących utrzymującej się na najniższym w historii poziomie wynoszącym 2,0%.

Zahamowana presja na wzrost cen krajowych

Jeśli chodzi o ceny, w drugiej połowie 2003 r. inflacja HICP nie malała tak szybko i w takim stopniu, jak tego wcześniej oczekiwano. Wynikało to głównie z negatywnych zmian cen żywności i wyższych niż oczekiwano cen ropy naftowej – chociaż wpływ tych drugich został złagodzony dzięki aprecjacji euro. Ponadto wzrost podatków pośrednich i cen kontrolowanych pod koniec 2003 r. i na początku 2004 r. miał negatywny wpływ na poziom inflacji. Pomimo znacznego wzrostu cen surowców i energii oraz w sytuacji rosnącego, ale wciąż stosunkowo umiarkowanego wzrostu gospodarczego, w 2004 r. i przez większą część 2005 r. krajowa presja inflacyjna była nadal opanowana. W szczególności w tym okresie wystąpił ograniczony wzrost płac. Mimo wszystko w 2005 r. inflacja zasadnicza była nadal nieco wyższa, głównie z powodu wysokiego wzrostu cen energii oraz, w mniejszym stopniu, wzrostu cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Ogólnie rzecz biorąc, roczna stopa inflacji HICP wynosiła 2,2% w 2005 r. Było to nieco więcej niż 2,1%, tj. poziom odnotowywany w dwóch poprzednich latach. W miarę upływu czasu w 2005 r. analiza makroekonomiczna wskazywała na rosnące zagrożenia, zwłaszcza w odniesieniu do ewentualnych tzw. efektów drugiej rundy przy ustalaniu płac i cen, które wynikały z wyższych cen ropy naftowej.

Trwająca poprawa sytuacji gospodarczej

Jeśli chodzi o aktywność ekonomiczną, ogólny obraz sytuacji poprawił się w drugiej połowie 2003 r., gdy eksport strefy euro znacznie wzrósł w wyniku ponownego wzrostu dynamiki gospodarki światowej. Podczas gdy popyt krajowy pozostawał na niskim poziomie w drugiej połowie 2003 r., istniały już warunki do poprawy sytuacji ekonomicznej, zwłaszcza w postaci niskich stóp procentowych i ogólnie korzystnych warunków finansowania. Ponadto, trwająca korekta w sektorze przedsiębiorstw mająca na celu zwiększenie wydajności i rentowności wzmacniała oczekiwania, że inwestycje przedsiębiorstw będą się stopniowo przynosiły dochód. (ang. *business investment will gradually recover*). Ogólnie rzecz biorąc, wszystkie dostępne prognozy i projekcje opracowane w drugiej połowie 2003 r., w tym prognozy makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu opublikowane w grudniu, wskazywały na ciągle umacnianie się wzrostu realnego PKB w strefie euro w latach 2004 i 2005.

W rzeczywistości poprawa koniunktury gospodarczej w strefie euro, która miała swój początek w drugiej połowie 2003 r., trwała nadal w 2004 r. i 2005 r. Realny PKB wzrósł średnio o 0,6% w ujęciu kwartał do kwartału w pierwszej połowie 2004 r. Był to największy wzrost odnotowany od pierwszej połowy 2000 r. Uległ on pewnemu spowolnieniu w drugiej połowie 2004 r. i pierwszej połowie 2005 r. To spowolnienie było częściowo wynikiem rosnących cen ropy naftowej, tymczasowego zwolnienia tempa wzrostu gospodarczego na świecie oraz opóźnionych skutków wcześniejszej aprecjacji euro. Jednak uznawano, że wciąż istnieją warunki do wzmacniania aktywności gospodarczej, pomimo pewnego ryzyka spowolnienia wzrostu w związku z niskim poziomem

⁶ Warto tutaj zauważyć, że zmiany struktury portfela w tym okresie można również uznać za oznakę zaufania do solidnych podstaw europejskiego sektora bankowego, co tym samym rozprasza obawy dotyczące ewentualnego wystąpienia deflacji związanej z zadłużeniem w strefie euro.

zaufania konsumentów, wysokimi i zmiennymi cenami ropy naftowej oraz brakiem równowagi na rynkach globalnych. Jeśli chodzi o warunki zewnętrzne, wzrost gospodarki światowej utrzymywał się na wysokim poziomie, co wspierało eksport strefy euro. Jeśli chodzi o warunki krajowe, bardzo korzystne warunki finansowania, duże zyski firm i restrukturyzacja przedsiębiorstw pozytywnie wpływały na inwestycje. Oczekiwano, że przewidywane zwiększenie realnych dochodów do dyspozycji w kontekście silniejszego wzrostu zatrudnienia i niższej inflacji będzie korzystnie rzutować na wzrost konsumpcji prywatnej. W drugiej połowie 2005 r. rozwój aktywności ekonomicznej w strefie euro rzeczywiście ponownie nabral rozędu.

Wracając do analizy monetarnej – niepewność finansowa i gospodarcza zaczęły ustępować, a alokacja portfela zaczęła się normalizować, głównie w odpowiedzi na rozwój wydarzeń w Iraku do połowy 2003 r. W rezultacie roczny wzrost M3 uległ znacznemu spowolnieniu pomiędzy połową 2003 r. a połową 2004 r. w miarę jak realizowane były poprzednie przesunięcia w strukturze portfela w stronę aktywów pieniężnych. Jednak zgodnie z symetryczną interpretacją wpływu przesunięć w strukturze portfela na istotne dla polityki pieniężnej sygnały dotyczące sytuacji pieniężnej, spadek wzrostu zasadniczego M3 nie oznaczał mniejszej presji inflacyjnej w perspektywie średniookresowej do długookresowej. Uznano je raczej za dowód ze strony czynników pieniężnych, potwierdzający pogląd, że poziom niepewności i niechęci do ryzyka stopniowo wracały do normalnych poziomów z przeszłości. W rzeczywistości szereg czasowy M3 skorygowany o szacunkowy wpływ przesunięć w strukturze portfela nadal rósł w zrównoważonym i lekko zwiększającym się tempie w tym okresie, co wzmocniało wrażenie, że stopa ekspansji monetarnej nie znalazła odzwierciedlenia w znacznie niższym tempie wzrostu zasadniczego agregatu M3. Ponadto roczna stopa wzrostu kredytów dla sektora prywatnego zwiększyła się w drugiej połowie 2003 r.

W ciągu 2004 r. analiza monetarna dostarczała kolejnych dowodów na dalszą intensyfikację przesunięć w strukturze portfela, aczkolwiek w wolniejszym tempie niż można było oczekiwać na podstawie wzorców z przeszłości dotyczących eliminacji nagromadzonej płynności. Pomimo to roczne tempo wzrostu zasadniczego agregatu M3 rosło począwszy od połowy 2004 r. W 2005 r. dynamika monetarna uległa wzmocnieniu i uznano, że wskazuje to na rosnące zagrożenie dla stabilności cen w średnim do długiego okresu. Zwłaszcza silna ekspansja kredytowa i monetarna od połowy 2004 r. odzwierciedlały stymulujący wpływ utrzymującego się wówczas niskiego poziomu stóp procentowych w strefie euro oraz, w późniejszym okresie, ponownego dynamizmu gospodarki strefy euro, bardziej niż przesunięć w strukturze portfela pomiędzy 2001 r. a 2003 r. Wysoka podaż pieniądza przyczyniła się do dalszego zwiększenia dużej już płynności w strefie euro, co wskazywało na rosnące zagrożenie dla stabilności cen w średnim i długim okresie.

ETAP 5 – WYCOFANIE SIĘ Z ŁAGODZENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ (OD KOŃCA 2005 R.)

Począwszy od końca 2005 r. Rada Prezesów zwiększyła podstawowe stopy procentowe EBC łącznie o 200 punktów bazowych, w wyniku czego minimalna oferowana stopa podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu osiągnęła 4% pod koniec czerwca 2007 r. Korekta łagodnej polityki pieniężnej była uzasadniona, chciano zwrócić uwagę na zagrożenia dla stabilności cen, które zostały ustalone w wyniku analizy makroekonomicznej i monetarnej. Należy jednak zauważyć, że w grudniu 2005 r., gdy Rada Prezesów zaczęła stopniowo podnosić podstawowe stopy procentowe EBC, analiza monetarna odegrała znaczną rolę. W tym czasie wskazywała ona wyraźnie na rosnące zagrożenie dla stabilności cen w średnim i długim okresie, podczas gdy wskaźniki i sygnały płynące z analizy makroekonomicznej były raczej niejednoznaczne. Ogólnie rzecz biorąc, stopniowe wycofywanie się z łagodzenia sytuacji pieniężnej miało miejsce w warunkach silnego wzrostu gospodarczego oraz dynamicznej ekspansji monetarnej i kredytowej w strefie euro.

Ograniczenie dynamiki
monetarnej w 2003
i na początku 2004 r. ...

...zanim nabrała tempa
począwszy od połowy 2004 r.

Wycofanie się z łagodzenia
polityki pieniężnej

Jeśli chodzi o ceny, średnioroczna inflacja HICP wynosiła 2,2% w 2006 r. i 2,1% w 2007 r., głównie na skutek popytu krajowego. W obu tych latach stopa inflacji zasadniczej podlegała silnym wahaniom, w znacznym stopniu na skutek zmian cen ropy naftowej. W 2006 r. wykazywała ona tendencję wzrostową do sierpnia, głównie w wyniku znacznego wzrostu cen energii, podczas gdy roczna stopa inflacji zmniejszyła się do poziomu poniżej 2% w pozostałych miesiącach roku, w znacznym stopniu w rezultacie istotnego spadku cen ropy naftowej i efektu bazy. Do III kw. 2007 r. roczne stopy inflacji zmieniały się zgodnie z definicją EBC dotyczącą stabilności cen, częściowo ze względu na korzystny efekt bazy wynikający ze zmian cen energii rok wcześniej.

Inflacja przyspieszyła...

Natomiast pod koniec 2007 r. i na początku 2008 roku inflacja roczna gwałtownie wzrosła. Osiągnęła poziom znacznie przekraczający 2%, głównie na skutek dużych wzrostów międzynarodowych cen ropy naftowej i żywności w drugiej połowie 2007 r. W szczególności począwszy od IV kw. 2007 r. zwiększyła się krótkookresowa presja na wzrost cen. Pomimo tych szoków cenowych, zmiany wynagrodzeń były raczej umiarkowane, a średnio- i długoterminowe oczekiwania inflacyjne utrzymały się na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen w całym tym okresie, pomimo korzystnej sytuacji gospodarczej i zacieśniających się rynków pracy. Chociaż pomogło to ograniczyć presję inflacyjną, wyraźnie zwiększały się zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie. Zagrożenia te obejmowały możliwość dodatkowych podwyżek cen ropy i produktów rolnych (zwłaszcza pod koniec 2006 r. i w 2007 r.), dalszy wzrost cen kontrolowanych i podatków pośrednich przewyższający prognozowany poziom oraz możliwość zwiększenia zdolności firm do kształtowania cen, zwłaszcza w sektorach chronionych przed konkurencją. Ewentualny większy niż oczekiwano wzrost płac, a zwłaszcza efekty drugiej rundy w zakresie kształtowania się płac i cen w wyniku wyższych cen surowców i podwyższonego poziomu inflacji zasadniczej stanowiły znacznie bardziej istotne zagrożenie dla stabilności cen.

...podczas gdy wzrost gospodarczy utrzymywał się na stabilnym poziomie...

Wzrost gospodarczy nabrał tempa w pierwszej połowie 2006 r. i stopniowo stał się coraz bardziej powszechny i nabrał samopodtrzymującego się charakteru. Jego głównym motorem był popyt krajowy. Ogólnie rzecz biorąc, pomimo wpływu wysokich i zmieniających się cen ropy naftowej, PKB wzrósł o 2,8% w 2006 r. w porównaniu do 1,6% w 2005 r. i 2,1% w 2004 r. W roku 2007 aktywność gospodarcza rozwijała się w szybkim tempie. Realny PKB wzrósł o 2,7%, głównie dzięki popytowi krajowemu. Dynamika inwestycji była nadal duża dzięki korzystnym warunkom finansowania, wysokim zyskom przedsiębiorstw oraz ciągłemu wzrostowi efektywności przedsiębiorstw dzięki restrukturyzacji przeprowadzanej w tym sektorze od dłuższego czasu. Jednakże w drugiej połowie 2007 r. niezwykle wysoki poziom niepewności przesłaniał perspektywy aktywności gospodarczej. Niepewność ta była wynikiem trudności w ustaleniu ewentualnego wpływu na gospodarkę zawirowań finansowych, które pojawiły się w sierpniu nagle i w sposób gwałtowny. Niemniej jednak podstawy gospodarcze strefy euro były nadal silne, przy utrzymującej się rentowności przedsiębiorstw, silnym wroście zatrudnienia oraz zmniejszającej się stopie bezrobocia, która osiągnęła 7,1%, czyli do poziomu nienotowanego od 25 lat. Zagrożenia dla perspektywy wzrostu wykazywały tendencję spadkową.

...a ekspansja monetarna była bardzo dynamiczna.

Porównanie z analizą monetarną potwierdziło, że w średnim i długim okresie przeważały zagrożenia dla stabilności. Ekspansja monetarna i kredytowa były nadal bardzo dynamiczne na tym etapie, dzięki stale silnemu wzrostowi kredytów bankowych dla sektora prywatnego. Z perspektywy średniookresowej, wyraźna dynamika wzrostu podaży pieniądza i wzrostu kredytów odzwierciedlała utrzymujący się wzrost tempa ekspansji monetarnej obserwowanej od połowy 2004 r. Przyczyniało się to do akumulacji płynności, co w sytuacji utrzymującego się silnego wzrostu podaży pieniądza i wzrostu kredytów wskazywało ryzyko wzrostu cen w średnim i długim okresie. Rada

Prezesów nadal zwracała zatem szczególną uwagę na rozwój sytuacji pieniężnej również w celu lepszego zrozumienia reakcji instytucji finansowych, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w krótkim okresie na zawirowania na rynku finansowym w drugiej połowie 2007 r. Do tej pory istniało niewiele dowodów na to, że wahania na rynku finansowym mają duży wpływ na całkowitą dynamikę ekspansji monetarnej i kredytowej.

REALIZACJA POLITYKI PIENIĘŻNEJ EBC W ZAKRESIE STABILNOŚCI CEN

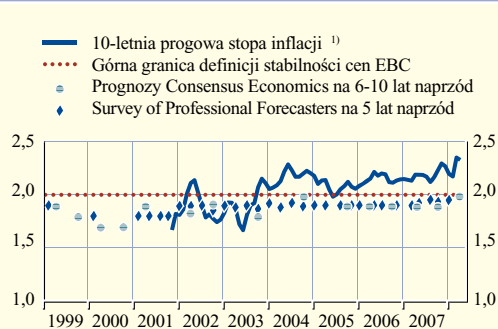
Na przestrzeni ostatniego dziesięciolecia euro dowodzi, że jest stabilną walutą, docenianą nie tylko przez liczącą obecnie 320 milionów społeczność obywateli krajów strefy euro, ale także powszechnie akceptowaną i używaną na międzynarodowych rynkach finansowych (zob. rozdział 5). Przy średniej rocznej stopie inflacji HICP nieco powyżej 2% od momentu wprowadzenia euro, ceny utrzymywały się na relatywnie stabilnym poziomie znacznie poniżej średnich rocznych stóp inflacji odnotowywanych w większości państw strefy euro w dekadach poprzedzających zapoczątkowanie unii monetarnej (zob. rozdział 4). Podobnie wahania inflacji w strefie euro były znacznie mniejsze niż we wcześniejszych okresach.

EBC udało się również utrzymać długoterminowe oczekiwania inflacyjne zgodnie z definicją stabilności cen (zob. wykres 10). Znalazło to swoje odzwierciedlenie w miarach oczekiwań inflacyjnych obliczonych na podstawie rentowności obligacji oraz badań (prognozy *Consensus Economics Forecasts* oraz *ECB Survey of Professional Forecasts*). Utrzymanie oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w perspektywie długoterminowej ma pozytywny wpływ na sprawne funkcjonowanie polityki pieniężnej EBC oraz jego zdolność wiarygodnego zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. Od tamtej pory stabilność oczekiwań inflacyjnych była nadzwyczajna. Osiągnięcie to jest jeszcze bardziej znamienne w kontekście serii gwałtownych, niekorzystnych nagłych wzrostów cen, jakie miały miejsce w tym okresie, w szczególności mniej więcej stałego wzrostu cen ropy naftowej (z około 10 USD za baryłkę w 1999 r. do najwyższego poziomu 120 USD w 2008 r.), znacznych podwyżek międzynarodowych cen żywności oraz, na rynku krajowym, niemalże regularnych wzrostów podatków pośrednich i istotnych cen kontrolowanych w większości krajów strefy euro.

Podsumowując, Rada Prezesów EBC – opierając się na swoich regularnie przeprowadzanych analizach makroekonomicznych i monetarnych w kontekście swojej średniookresowej strategii polityki pieniężnej – działając zgodnie z mandatem spełniła zadanie, jakie zostało jej postawione na mocy Traktatu, czyli zapewnienie stabilności cen w całej strefie euro w średnim okresie.

Unikając częstych korekt swojego nastawienia, polityka pieniężna EBC nie stała się źródłem niepewności w i tak już niepewnym otoczeniu gospodarczym. Bez wątpienia pomogło to w ustabilizowaniu średnio- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen.

Wykres 10 Długoterminowe oczekiwania inflacyjne



Źródła: Eurostat, Consensus Economics i EBC.

1) Progowe stopy inflacji obliczone na podstawie obligacji indeksowanych stopą inflacji obejmują przede wszystkim rynkowe oczekiwania inflacyjne oraz premię za ryzyko inflacyjne.

Euro – stabilna waluta

Trwała stabilizacja oczekiwań inflacyjnych...

...poprzez średniookresowe ukierunkowanie...

PRZEJRZYSTOŚĆ, ODPOWIEDZIALNOŚĆ I KOMUNIKACJA

...i przejrzystą komunikację

Aby zapewnić skuteczność polityki pieniężnej, EBC od samego początku kładzie duży nacisk na przejrzyste i bieżące informowanie uczestników rynków finansowych i ogółu społeczeństwa o swoich posunięciach i przesłankach ekonomicznych leżących u podstaw podejmowanych decyzji. Pozwoliło to utrzymać stały poziom oczekiwań inflacyjnych nawet w okresach, w których wykazywały one tendencję wzrostową.

Ogólnie rzecz biorąc, połączenie komunikacji i przejrzystego procesu decyzyjnego pomogło opinii publicznej lepiej zrozumieć decyzje EBC w zakresie polityki pieniężnej w kontekście strategii podawanej do publicznej wiadomości. W podobny sposób połączenie to pomogło rynkom finansowym lepiej zrozumieć systematyczny wzorzec reakcji polityki pieniężnej EBC na zmiany i wstrząsy gospodarcze, a co za tym idzie lepiej przewidywać ogólny kierunek tej polityki w średnim okresie, tym samym posunięcia w zakresie polityki pieniężnej stały się bardziej przewidywalne.

Większa przejrzystość zwiększa skuteczność polityki pieniężnej...

Przejrzystość jest obecnie uznawana za istotny element nowoczesnej bankowości centralnej, ponieważ w różny sposób przyczynia się ona do zwiększenia wiarygodności i efektywności polityki pieniężnej. Przede wszystkim przejrzystość celów polityki pieniężnej oraz sposobu ich realizacji pomaga bankom centralnym zwiększać swoją wiarygodność. To z kolei zwiększa ich zdolność manewrowania długoterminowymi oczekiwaniami inflacyjnymi, wpływając tym samym na kształtowanie cen i zarobków w sposób zgodny z definicją stabilności cen. Innymi słowy, wiarygodna polityka pieniężna może zapewnić, że nieuniknione efekty pierwszej rundy wzrostu cen, np. ropy naftowej, nie skutkowały efektami drugiej rundy w odniesieniu do zarobków i cen, a w konsekwencji prowadzącymi do ogólnego wzrostu inflacji.

...oraz jej przewidywalność, a także...

Oprócz tego przejrzystość strategii polityki pieniężnej banku centralnego i oceny sytuacji gospodarczej zwiększa również zdolność uczestników rynków finansowych do przewidywania przyszłego kursu polityki pieniężnej, co z kolei przyczynia się do ograniczenia zmienności na rynkach finansowych i zwiększa wywieranie przez bank centralny nacisku na długoterminowe stopy procentowe. Zdecydowane zaangażowanie w zachowanie przejrzystości nakłada również obowiązek zachowania samodyscypliny przez twórców polityki, co gwarantuje, że ich decyzje dotyczące polityki pieniężnej oraz ich uzasadnienia są zgodne z powierzoną im misją.

W ostatniej dekadzie wzrosła zdolność rynków finansowych do przewidywania posunięć polityki pieniężnej⁷. Taka sytuacja potwierdza pogląd, według którego przyjęte przez banki centralne na całym świecie przejrzyste podejście do polityki pieniężnej poprawiło zrozumienie polityki pieniężnej przez rynki. Fakt, że na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat długoterminowe oczekiwania inflacyjne w poszczególnych państwach ustabilizowały się na nienotowanym wcześniej poziomie sugeruje, że przejrzystość przyczyniła się również do utrzymania tych oczekiwań.

Bank centralny musi znaleźć kompromis między wyczerpującą zawartością a przejrzystością przekazu, ponieważ niemożliwe będzie dostarczenie całkowicie wyczerpującego opisu wszystkich elementów i aspektów istotnych dla tworzenia polityki pieniężnej przy jednoczesnym zachowaniu przejrzystości. Przejrzystość jest czymś więcej niż ujawnianiem informacji, ponieważ samo to działanie nie przekłada się na lepsze zrozumienie polityki pieniężnej. Aby informacje mogły przy-

7 Przegląd materiałów informacyjnych z badań empirycznych na temat przewidywalności polityki pieniężnej zob. T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch i J. Turunen, *The predictability of monetary policy* (Przewidywalność polityki pieniężnej), seria *ECB Occasional Paper* nr 83, 2008.

czyniać się do podniesienia ogólnej skuteczności polityki pieniężnej, ich przekazywanie społeczeństwu musi być efektywne. Dlatego też banki centralne, aby mogły czerpać korzyści z przejrzystości, muszą dysponować skuteczną strategią komunikacyjną. Przekazywanie informacji przez banki centralne powinno mieć na celu bieżące i otwarte, ale też przejrzyste i jednoznaczne, rozpowszechnianie informacji istotnych dla zrozumienia polityki pieniężnej przez społeczeństwo, a także dostosowanie tego procesu do różnych środowisk i odbiorców, począwszy od ogółu społeczeństwa aż po uczestników rynków finansowych.

Kluczowe elementy strategii polityki pieniężnej zwiększają również przejrzystość i odpowiedzialność wobec społeczeństwa. Ilościowa definicja stabilności cen przedstawionej w postaci rocznego wzrostu inflacji HICP dostarcza przejrzystej miary, na podstawie której opinia publiczna może wymagać od EBC wywiązania się z odpowiedzialności za utrzymanie oczekiwań na określonym poziomie i która jednocześnie pomaga w ich utrzymaniu. Podejście 2-filarowe określa wyraźnie podstawowe zasady wewnętrznego procesu decyzyjnego i zewnętrznej komunikacji. EBC przekazuje opinii publicznej informacje wymieniane pomiędzy członkami Rady Prezesów i bardzo szczegółowo wyjaśnia przesłanki ekonomiczne leżące u podstaw decyzji w sprawie prowadzonej polityki.

Konieczne jest również, aby przekazywany komunikat odzwierciedlał to, że polityka pieniężna musi funkcjonować w złożonych, niepewnych i stale zmieniających się warunkach. W komunikowaniu strategii polityki pieniężnej na zewnątrz ważne jest wierne jej przedstawienie. Mając na uwadze skutki różnych nieoczekiwanych i gwałtownych zmian, które mogą uderzyć w gospodarkę, a także długi i zmienny okres opóźnienia, z jakim posunięcia polityki pieniężnej znajdują swoje odzwierciedlenie w cenach, trudno jest dokładnie przewidzieć czas wystąpienia, a czasami nawet kierunek, skutków danej decyzji dotyczącej stóp procentowych. Ogłaszając swoją politykę pieniężną i przekazując w przejrzysty sposób wyniki regularnie dokonywanej oceny sytuacji gospodarczej, EBC osiągnął wysoki poziom przewidywalności, zwiększając tym samym skuteczność swojej polityki pieniężnej (zob. ramka 2).

Wobec światowej tendencji do ogłaszania przez banki centralne bardziej szczegółowych i przejrzystych komunikatów kluczowe elementy strategii komunikacyjnej EBC, w szczególności oświadczenia wstępne przedstawiane podczas comiesięcznej konferencji prasowej, wyjaśniające decyzje w zakresie polityki pieniężnej w czasie zbliżonym do rzeczywistego, zainicjowały ruch w kierunku zwiększenia zakresu udostępniania informacji w czasie rzeczywistym.

RAMKA 2

GLÓWNE NARZĘDZIA I KANAŁY KOMUNIKACJI WYKORZYSTYWANE PRZEZ EBC

Oświadczenie wstępne stanowi centralny punkt comiesięcznych konferencji prasowych organizowanych przez prezesa i wiceprezesa bezpośrednio po pierwszym w danym miesiącu posiedzeniu Rady Prezesów. Przy tej okazji prezes przedstawia oświadczenie wstępne w imieniu Rady Prezesów. Zawiera ono aktualne i całościowe podsumowanie oceny sytuacji gospodarczej i monetarnej istotnej dla polityki pieniężnej, jak również nastawienie w polityce pieniężnej, a jego struktura odzwierciedla strategię polityki pieniężnej EBC. W ramach comiesięcznej konferencji prasowej jest przewidziany czas na zadawanie pytań i udzielanie odpowiedzi, z czego korzystają przedstawiciele różnych mediów z państw strefy euro i spoza niej. Umożliwia to przedstawienie opinii publicznej aktualnych i bezstronnych wyjaśnień dotyczących decyzji z zakresu polityki pieniężnej. Konferencja prasowa stanowi zatem skuteczny sposób

...sprzyja odpowiedzialności

przedstawiania i wyjaśniania na bieżąco dyskusji toczących się w Radzie Prezesów, a co za tym idzie procesu podejmowania decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Obok comiesięcznej konferencji prasowej innym ważnym kanałem komunikacji wykorzystywanym przez EBC jest Biuletyn Miesięczny, w którym przedstawia się opinii publicznej i rynek finansowy szczegółową i kompleksową analizę otoczenia gospodarczego i sytuacji monetarnej. Biuletyn jest zazwyczaj publikowany tydzień po posiedzeniu Rady Prezesów i zawiera informacje, którymi dysponowała Rada Prezesów w momencie podejmowania decyzji dotyczących polityki pieniężnej. W Biuletynie Miesięcznym publikowane są również artykuły zawierające wnikliwe spostrzeżenia na temat długookresowego rozwoju sytuacji, zagadnień ogólnych lub narzędzi analitycznych wykorzystywanych Eurosystemem w ramach strategii polityki pieniężnej.

Ponadto prezes EBC staje cztery razy w roku przed Komisją Gospodarczą i Monetarną Parlamentu Europejskiego (European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs). Wyjaśnia wówczas decyzje EBC dotyczące polityki pieniężnej i odpowiada na pytania zadawane przez członków Komisji. Posiedzenia Komisji są otwarte dla ogółu, a zapis wypowiedzi prezesa jest publikowany na stronach internetowych Parlamentu Europejskiego i EBC. Inni członkowie Zarządu EBC również występują przed Komisją.

Aby dotrzeć do różnych grup odbiorców, członkowie Rady Prezesów podejmują się wielu zadań publicznych. Wystąpienia członków Zarządu i Rady Prezesów, jak również wywiady udzielane przez członków Rady Prezesów, są równie ważnymi narzędziami przedstawienia opinii publicznej stanowiska EBC.

3.3 REALIZACJA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W procesie transmisji impulsów polityki pieniężnej istotną rolę odgrywają krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego. Sterując tymi stopami w wyniku realizacji polityki pieniężnej wywierany jest znaczący wpływ na rynkowe stopy procentowe oraz, za pośrednictwem różnych kanałów, na decyzje o wydatkach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, sytuację monetarną, a wreszcie na ogólny poziom cen. Niniejszy podrozdział wyjaśnia sposób, w jaki EBC wdraża swoje decyzje w zakresie polityki pieniężnej, sterując stopami procentowymi na krótkim końcu krzywej dochodowości segmentu rynku pieniężnego. Przedstawia również główne wyzwania, jakim Eurosystem musi sprostać, wdrażając decyzje w sprawie polityki pieniężnej od momentu wprowadzenia euro.

ROZDZIELENIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ I ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ

Aby zrozumieć zarządzanie płynnością EBC, warto odróżnić ustalenie nastawienia w polityce pieniężnej od jej rzeczywistej realizacji. Jak to zostało wyjaśnione w podrozdziale 3.1, strategia polityki pieniężnej zapewnia strukturę dla istotnych informacji na temat gospodarki, na podstawie których podejmowane są decyzje dotyczące polityki pieniężnej. W istocie, Rada Prezesów, opierając się na regularnie przeprowadzanych analizach makroekonomicznych i monetarnych, ustala taki poziom podstawowych stóp procentowych EBC, który w najlepszy sposób przyczynia się do realizacji celu banku, jakim jest stabilność cen. Następnie Zarząd EBC jest odpowiedzialny za wdrażanie podjętych decyzji w sprawie polityki pieniężnej. Odbywa się to poprzez sterowanie krótkoterminowymi stopami procentowymi rynku pieniężnego w kierunku poziomemu stóp procen-

towych ustalonego przez Radę Prezesów. Ustalanie podstawowych stóp procentowych EBC, oraz ich ogłaszanie, z całą pewnością odgrywa istotną rolę w kierowaniu oczekiwaniami uczestników rynków. Same te działania nie wystarczą jednak do tego, aby zapewnić zgodność krótkoterminowych stóp procentowych z podstawowymi stopami procentowymi EBC. W rzeczywistości sterowanie krótkoterminowymi stopami procentowymi uzyskuje się również poprzez zarządzanie płynnością Eurosystemu przy wsparciu jego ram operacyjnych.

Ramy operacyjne obejmują zbiór instrumentów i procedur, za pomocą których Eurosystem wdraża w praktyce decyzje w sprawie polityki pieniężnej, tj. za pomocą których steruje krótkoterminowymi stopami procentowymi rynku pieniężnego. Innym czynnikiem instrumentalnym wpływającym na stopy procentowe rynku pieniężnego jest głównie to, że system bankowy strefy euro potrzebuje płynności i dlatego jest on uzależniony od refinansowania przez Eurosystem. W takim otoczeniu Eurosystem pełni funkcję dostawcy płynności dla banków, wykorzystując do tego celu swoje operacje otwartego rynku. W ten sposób Eurosystem zarządza poziomem płynności dostępnej w sektorze bankowym strefy euro, by zrównoważyć warunki płynności i możliwie najbardziej zbliżyć krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego do poziomu stóp procentowych ustalonego przez Radę Prezesów.

Podsumowując, Eurosystem dokonuje wyraźnego rozróżnienia między, z jednej strony, decyzjami Rady Prezesów EBC w sprawie polityki pieniężnej, a z drugiej strony – ich wdrażaniem za pomocą instrumentów polityki pieniężnej. Wyraźne oddzielenie decyzji dotyczących nastawienia w polityce pieniężnej od jej realizacji zmniejsza ryzyko błędnego postrzegania przez podmioty gospodarcze zmienności krótkoterminowych stóp procentowych spowodowanej okresowymi i nieprzewidywalnymi zmianami zapotrzebowania na płynność i dostarczania płynności. Zmiany te są sygnałami Eurosystemu dotyczącymi polityki pieniężnej. Oddzielenie to było szczególnie istotne w okresie zawirowań finansowych, który rozpoczął się na początku sierpnia 2007 r., kiedy to krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego w pewnych okresach charakteryzowały się wysoką zmiennością.

RAMY OPERACYJNE REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Przyjęte przez Eurosystem ramy operacyjne realizacji polityki pieniężnej opierają się na zasadach określonych w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską. Art. 105 Traktatu stanowi, że Eurosystem, dążąc do osiągnięcia swoich celów, „(...) działa w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów (...)”.

Sformułowano również wiele dodatkowych „podstawowych zasad” określających kształt ram operacyjnych. Najważniejszą z nich jest efektywność operacyjna. Można zdefiniować ją jako zdolności ram operacyjnych do możliwie jak najszybszej i najdokładniejszej transmisji impulsów [decyzji] polityki pieniężnej na krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego. Inne istotne zasady to konieczność zapewnienia równego traktowania banków oraz ujednolicenie zasad i procedur w strefie euro. Kolejna zasada dotyczy decentralizacji wdrażania polityki pieniężnej. Z tego względu operacje polityki pieniężnej realizowane są zwykle za pośrednictwem KBC. Ramy te muszą uwzględniać również zasady prostoty, przejrzystości, bezpieczeństwa i efektywności kosztowej.

Aby sterować krótkoterminowymi stopami procentowymi rynku pieniężnego w kierunku poziomu ustalonego przez Radę Prezesów, EBC i Eurosystem opierają się na trzech instrumentach: 1) wymogu utrzymania rezerwy obowiązkowej; 2) operacjach otwartego rynku oraz 3) operacjach banku centralnego na

Zarządzanie płynnością

Oddzielenie nastawienia
w polityce od jej realizacji

Zasady regulujące ramy
operacyjne

Trzy instrumenty do sterowania
stopami procentowymi

Tabela 1 Operacje otwartego rynku i operacje banku centralnego na koniec dnia w ramach Eurosystemu

Operacje polityki pieniężnej	Rodzaje transakcji		Termin zapadalności	Częstotliwość
	Zapewnienie płynności	Absorpcja płynności		
Operacje otwartego rynku				
Główne operacje refinansujące	Transakcje odwracalne	-	Jeden tydzień	Tygodniowo
Długoterminowe operacje refinansujące	Transakcje odwracalne	-	Trzy miesiące	Miesięcznie
Operacje dostrajające	Transakcje odwracalne	Przyjmowanie depozytów terminowych	Nieznormalizowany	Nieregularna
Operacje banku centralnego na koniec dnia				
Kredyt banku centralnego na koniec dnia	Transakcje odwracalne	-	Overnight	Dostęp według uznania kontrahentów
Depozyt w banku centralnym na koniec dnia		Depozyty	Overnight	Dostęp według uznania kontrahentów

koniec dnia. Instrumenty te wpływają na poziom płynności dostępny w sektorze bankowym strefy euro, który z kolei oddziałuje na poziom krótkoterminowych stóp procentowych na rynku pieniężnym⁸. W tym kontekście Eurosystem pełni funkcję dostawcy płynności, a dzięki ramom operacyjnym pomaga bankom sprawnie i w zorganizowany sposób zaspokajać ich zapotrzebowanie na płynność.

1) Banki potrzebują określonego poziomu płynności, aby zaspokoić swoje zapotrzebowanie na płynność wynikające z tzw. autonomicznych czynników płynności. Obejmują one pozycje bilansu Eurosystemu, które nie są powiązane z instrumentami polityki pieniężnej⁹. Najważniejszym autonomicznym czynnikiem są banknoty w obiegu. Banki potrzebują płynności również po to, by spełnić wymóg dotyczący utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W rzeczywistości mają one obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej w Eurosystemie. Wymóg ten stwarza strukturalne zapotrzebowanie na płynność w sektorze bankowym strefy euro. W przypadku każdej instytucji wymóg utrzymywania rezerwy obowiązkowej ustalany jest przez odniesienie do jej bilansu. Obecnie wymóg ten dotyczy około 6000 banków. Całkowite zapotrzebowania na płynność sektora bankowego strefy euro wynosi średnio 450 mld euro. Zagregowana dzienna wartość rezerw obowiązkowych stanowi obecnie około połowy tej kwoty.

Podstawową funkcją systemu rezerwy obowiązkowej jest stabilizacja stóp procentowych rynku pieniężnego. W rzeczywistości wymóg utrzymania rezerwy obowiązkowej musi być realizowany w postaci średniej wartości w okresie utrzymywania rezerw, przy czym okres utrzymywania rezerw to okres, dla którego oblicza się obowiązek banków do zastosowania się do tego wymogu. Początek okresu utrzymywania rezerw przypada zwykle na pierwszy wtorek po posiedzeniu Rady Prezesów, na które wcześniej zaplanowano dokonanie oceny nastawienia w polityce pieniężnej. Mechanizm uśredniania oznacza, że rezerwa utrzymywana w konkretnym dniu okresu utrzymywania rezerw stanowi zasadniczo bliski substytut rezerwy utrzymywanej w dowolnym innym dniu okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Oznacza to, że stan rezerw może zmieniać się z dnia na dzień, a dzienne zmiany płynności są wyrównywane. Rezerwy obowiązkowe nie pociągają za sobą kosztów sektora bankowego, ponieważ Eurosystem stosuje wobec nich w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej oprocentowanie według stopy stosowanej w podstawowych operacjach refinansujących.

⁸ Pełny przegląd przyjętych przez Eurosystem ram polityki pieniężnej, zob. publikacja EBC pt. *Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro*, uaktualniona we wrześniu 2007.

⁹ Zob. również artykuły *The liquidity management of the ECB* (Zarządzanie płynnością EBC) i *The Eurosystem's experience with forecasting autonomous factors and excess reserves* (Doświadczenie Eurosystemu w zakresie prognoz autonomicznych czynników i nadwyżek rezerw) w Biuletynie Miesięcznym odpowiednio z maja 2002 r. i stycznia 2008 r.

2) Operacje otwartego rynku odgrywają najważniejszą rolę w zarządzaniu warunkami płynności w sektorze bankowym strefy euro oraz w sterowaniu krótkoterminowymi stopami procentowymi rynku pieniężnego. Realizacja tych operacji przebiega w sposób zdecentralizowany: EBC koordynuje operacje, ale same transakcje są przeprowadzane przez KBC.

Eurosystem stosuje trzy rodzaje operacji: a) podstawowe operacje refinansujące (MRO), b) dłuższe operacje refinansujące (LTRO) oraz; c) operacje dostrajające (FTO) (zob. tabela 1).

Za pomocą podstawowych i dłuższych operacji refinansujących Eurosystem udziela bankom kredytów. Są to zawsze kredyty udzielane na określony, krótki okres, za zabezpieczeniem chroniącym Eurosystem przed ryzykiem finansowym (zob. ramka 3). Za pośrednictwem operacji otwartego rynku Eurosystem codziennie pożycza sektorowi bankowemu strefy euro średnio 450 mld euro. Operacje Eurosystemu realizowane są na znacznie większą skalę niż operacje innych głównych banków centralnych.

Zarówno podstawowe, jak i dłuższe operacje refinansujące to transakcje zawierane regularnie. Podstawowe operacje refinansujące przeprowadzane są co tydzień w formie przetargów o zmiennej stopie procentowej z minimalną oferowaną stopą. W ramach tego rodzaju przetargów banki mogą składać oferty na kilka stóp procentowych na poziomie wcześniej ogłoszonej minimalnej oferowanej stopy lub wyższym. W pierwszej kolejności przydział otrzymuje strona składająca ofertę o najwyższej stopie procentowej, a następnie kolejno niższe oferty aż do momentu wyczerpania kwoty przydziału. Stopa procentowa, na poziomie której następuje wyczerpanie kwoty przydziału stanowi końcową stopę procentową i według tej stopy strony składające oferty otrzymują odpowiedni procent przydziału. Dłuższe operacje refinansujące przeprowadzane są co miesiąc w formie typowych przetargów o zmiennej stopie procentowej i posiadają trzymiesięczny termin zapadalności. W przeciwieństwie do podstawowych operacji refinansujących, poziom płynności zapewniany za pomocą dłuższych operacji refinansujących jest ustalany z góry. W operacjach tych Eurosystem przyjmuje bierną rolę podmiotu stosującego oferowaną stopę procentową (ang. *rate taker*). W podstawowych i dłuższych operacjach refinansujących może uczestniczyć wiele banków, tj. około 1700. Jest to dość duża liczba również w porównaniu z ramami operacyjnymi innych głównych banków centralnych.

Operacje dostrajające nie stanowią regularnego narzędzia do zasilania w płynność lub absorpcji płynności, lecz są przeprowadzane w zależności od potrzeb. Aby umożliwić elastyczne i sprawne przeprowadzanie tych operacji, ich termin zapadalności i częstotliwość nie są unormowane i mogą być dostosowywane do konkretnej sytuacji. Z uwagi na konieczność szybkiego prowadzenia tych przetargów (zwykle w ciągu 90 minut od ogłoszenia operacji dostrajającej), w operacjach tych uczestniczyć może ograniczona liczba banków (obecnie około 130). Operacje dostrajające mają na celu złagodzenie wpływu niespodziewanych wahań płynności w sektorze bankowym na stopy procentowe.

3) Eurosystem również oferuje bankom dwie operacje banku centralnego na koniec dnia – kredyt banku centralnego na koniec dnia i depozyt w banku centralnym na koniec dnia (zob. tabela 1). Operacje te tworzą korytarz (zwykle ± 100 punktów bazowych) wokół minimalnej oferowanej stopy procentowej, ograniczając w ten sposób wahania stopy procentowej typu *overnight* (tzn. krótkoterminowej stopy procentowej rynku pieniężnego). Kredyt banku centralnego na koniec dnia tworzy górny pułap tego korytarza. Może on być wykorzystywany przez banki w celu uzyskania płynności typu *overnight* w zamian za zabezpieczenie w postaci aktywów kwalifikowa-

Dostarczanie płynności przez
Eurosystem a operacje otwartego
rynku

Operacje banku centralnego
na koniec dnia jako korytarz
dla krótkoterminowych stóp
procentowych

nych. Dolny pułap korytarza tworzy depozyt banku centralnego na koniec dnia. Może być on wykorzystywany przez banki w celu składania w Eurosystemie depozytów typu *overnight*.

REALIZACJA POLITYKI PIENIĘŻNEJ OD MOMENTU WPROWADZENIA EURO

Od momentu wprowadzenia euro ramy operacyjne realizacji polityki pieniężnej dobrze spełniają swoją funkcję w Eurosystemie. Osiągnięty został główny cel operacyjny, czyli sterowanie stopami procentowymi ustalonymi na bardzo krótki okres na poziomie zbliżonym do minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących (ustalanej przez Radę Prezesów). Ramy

RAMKA 3

PODSTAWOWE ZASADY SYSTEMU ZABEZPIECZEŃ EUROSYSTEMU

Zgodnie z praktyką banków centralnych na całym świecie każda operacja dostarczająca płynności przeprowadzana w ramach Eurosystemu musi mieć odpowiednie zabezpieczenie, aby uchronić Eurosystem przed poniesieniem strat. Podstawowe zasady zabezpieczeń muszą jednocześnie zapewnić wystarczający poziom zabezpieczeń dla dużego grona banków, tak aby Eurosystem mógł zapewnić poziom płynności, jaki uznaje za słuszny. Aby to osiągnąć, Eurosystem akceptuje w charakterze zabezpieczenia wiele rodzajów aktywów¹. Ta cecha systemu zabezpieczeń Eurosystemu zyskała ostatnio wyraźne uznanie, gdyż była jednym z czynników stabilizujących sytuację w okresie zamieszania na rynkach finansowych. Rzeczywiście zapewniła ona, że banki dysponowały wystarczającym zabezpieczeniem, by uzyskać dostęp do operacji otwartego rynku Eurosystemu. Niniejsza ramka zawiera krótki przegląd podstawowych zasad dotyczących zabezpieczeń Eurosystemu oraz głównych usprawnień dokonanych w ciągu ostatnich 9,5 lat.

W 1998 r. przyjęto „system obejmujący dwie listy zabezpieczeń” (ang. *two-tier collateral framework*) w celu zapewnienia płynnego przejścia do unii monetarnej. „System obejmujący dwie listy zabezpieczeń” oznaczał, że aktywa kwalifikowane zostały podzielone na dwie grupy, tzn. dwie listy. Takie rozwiązanie miało na celu złagodzenie różnic w strukturach finansowych poszczególnych państw członkowskich na początku funkcjonowania UGW. Do aktywów z pierwszej listy zaliczono zbywalne instrumenty dłużne, które spełniały kryteria kwalifikowalności dla całej strefy euro, podczas gdy aktywa z listy drugiej obejmowały aktywa o istotnym znaczeniu dla pewnych krajowych rynków finansowych i systemów bankowych i które spełniały jedynie krajowe kryteria kwalifikowalności. Z zasady wszystkie aktywa mogły być wykorzystywane w transakcjach transgranicznych w całej strefie euro. System ten dobrze służył Eurosystemowi i elastycznie reagował na znaczne przejściowe wzrosty zapotrzebowania na zabezpieczenia w okresach napięcia na rynku (np. przełom tysiąclecia – rok 2000).

Jednak system obejmujący dwie listy zabezpieczeń miał również pewne wady. Na przykład to, że niektóre kategorie aktywów były kwalifikowane tylko w niektórych, a nie we wszystkich krajach uważano za potencjalne zagrożenie równych szans w strefie euro, co stanowi ważną zasadę systemu polityki pieniężnej Eurosystemu. A zatem w wyniku dwóch konsultacji społecznych (przeprowadzonych w czerwcu 2003 r. i maju 2004 r.) Eurosystem zdecydował o stworzeniu jednolitego systemu zabezpieczeń (zwanego również „wspólną listą”) do wykorzystania we wszystkich operacjach Eu-

¹ Zob. rozdział 6 publikacji EBC pt. *The implementation of the monetary policy in the euro area* (Wdrażanie polityki pieniężnej w strefie euro) uaktualnionej we wrześniu 2007 r., w którym szczegółowo opisano kryteria kwalifikowalności i sposoby kontroli ryzyka dla aktywów kwalifikowanych do operacji kredytowych Eurosystemu.

rosystemu zasilających w płynność. Wspólna lista miała na celu dalszą poprawę efektywności systemu zabezpieczeń. Została ona wdrożona w dwóch etapach. W pierwszym, zakończonym w maju 2005 r., dokonano pewnych zmian w zakresie aktywów zbywalnych². W drugim etapie, w styczniu 2007 r. aktywa niezbywalne, a zwłaszcza wierzytelności z tytułu kredytów (tzn. kredyty bankowe) zostały zakwalifikowane jako zabezpieczenia we wszystkich państwach strefy euro. Jednak ze względu na niezbędny okres wdrażania projektu w pełni ujednolicony system dla wierzytelności z tytułu udzielonych kredytów zostanie wprowadzony w styczniu 2012 r.³

Akceptacja szerokiej gamy różnych kategorii aktywów jako zabezpieczeń w operacjach kredytowych Eurosystemu oznaczała, że nie można zastosować jednolitego zestawu kryteriów kwalifikowalności w ramach różnych kategorii aktywów. Stąd stosuje się w zasadzie dwa zestawy kryteriów kwalifikowalności i środków/sposobów kontroli ryzyka⁴, jeden odnoszący się do aktywów zbywalnych, a drugi – do aktywów niezbywalnych. Oba jednak zestawy kryteriów zapewniają porównywalny poziom ochrony Eurosystemu przed ryzykiem. Jedynie aktywa o wysokiej jakości kredytowej są akceptowane jako zabezpieczenie. Kryteria kwalifikowalności aktywów rynkowych są wystarczająco ogólne, a w rezultacie system zabezpieczeń reaguje na innowacje rynkowe i nadąża za rozwojem wydarzeń na rynku. W miarę ewolucji rynków finansowych będą definiowane dalsze usprawnienia kryteriów kwalifikowalności i sposobów kontroli ryzyka, również w nadchodzących latach.

W 2007 r. średnia wartość zabezpieczeń kwalifikowanych wyniosła 9,5 bln euro, co oznaczało wzrost o 73% w porównaniu do 5,5 bln euro w 1999 r. Jeśli chodzi o strukturę zabezpieczeń, zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych stanowiło 49% ogólnej kwoty, zaś pozostałe zabezpieczenia zbywalne miały postać zabezpieczonych i niezabezpieczonych obligacji wyemitowanych przez instytucje kredytowe (odpowiednio 12% i 17%), obligacji przedsiębiorstw (9%), papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (8%) oraz innych obligacji, np. wyemitowanych przez instytucje ponadnarodowe (4%). Około 12% całkowitych aktywów kwalifikowalnych, tj. 1,1 bln euro, zostało zdeponowanych do wykorzystania w Eurosystemie w 2007 r. Skład puli zdeponowanych aktywów różni się od składu rynków zadłużenia w euro, gdyż banki zwykle lokują mniej płynne zabezpieczenia w ramach operacji kredytowych przeprowadzanych w ramach Eurosystemu. Średnia wielkość wierzytelności z tytułu kredytów stanowiła 10% wszystkich zabezpieczeń zaksięgowanych w 2007 r. Jednak całkowity potencjał tego dodatkowego źródła zabezpieczenia nie został jeszcze wykorzystany, gdyż zakres wierzytelności z tytułu kredytów, których zdolność kredytowa, jak można ocenić, stopniowo rośnie. Transgraniczne wykorzystanie zabezpieczeń, gdy kontrahent w danym państwie strefy euro wykorzystuje zabezpieczenie pochodzące z innego państwa strefy euro, wskazuje na postępy w zakresie integracji finansowej. W 2007 r. w transakcjach transgranicznych wykorzystywano 51% zabezpieczeń, w porównaniu do 12% w 1999 r.

² Zmiany te obejmowały a) wykluczenie akcji zwykłych z aktywów kwalifikowanych, b) określenie rynków nieregulowanych, które są dopuszczone do Eurosystemu z punktu widzenia zarządzania zabezpieczeniami, c) udoskonalenie kryterium dotyczącego instrumentów dłużnych emitowanych przez instytucje kredytowe oraz d) wprowadzenie denominowanych w euro instrumentów dłużnych emitowanych przez podmioty mające swoje siedziby w krajach grupy G-10, które nie należą do Europejskiego Obszaru Gospodarczego.

³ Długi czas wdrażania jest niezbędny do opracowania systemów operacyjnych i procedur oceny i uruchomienia należności kredytowych, gdyż pod kilkoma ważnymi względami różnią się one od instrumentów rynkowych. Z powodu swojej różnorodności wierzytelności z tytułu kredytów nie są znormalizowane i nie mają ujednoliconej dokumentacji. Zwykle nie mają również oceny kredytowej nadawanej przez agencje ratingowe i zewnętrzne źródła wyceny. Mogą być obciążone prawnym zakazem sprzedaży innym stronom, a nieprzerwane istnienie konkretnego kredytu niełatwo jest zweryfikować. W 2006 r. w ramach Eurosystemu opracowano ogólne zasady oceny kredytowej (ECAAF), aby umożliwić korzystanie z innych źródeł oceny wiarygodności kredytowej poza agencjami ratingowymi w celu uwzględnienia na wspólnej liście nowszych kategorii aktywów.

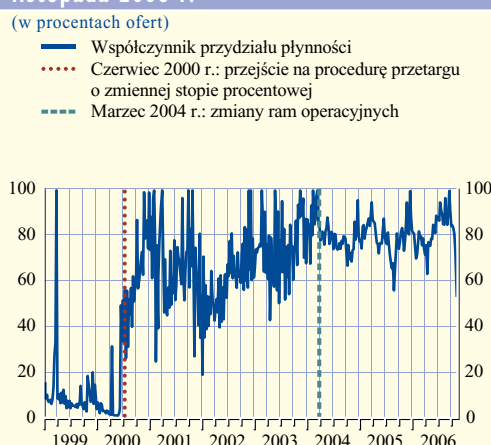
⁴ Środki/sposoby kontroli ryzyka stosuje się do aktywów zabezpieczających wykorzystywanych w operacjach Eurosystemu zasilających w płynność w celu zabezpieczenia Eurosystemu przed ryzykiem strat finansowych, na wypadek, gdyby aktywa zabezpieczające musiały zostać zrealizowane z powodu niewykonania zobowiązania przez bank. Eurosystem wymaga, aby wszyscy remitenci i wszystkie rodzaje aktywów miały minimalną ocenę odpowiadającą ocenie A, która stanowi punkt odniesienia Eurosystemu dla wysokich standardów kredytowych. Aby uzyskać szczegółowe informacje, zob. EBC, *The implementation of the monetary policy in the euro area* (Wdrażanie polityki pieniężnej w strefie euro), uaktualnione we wrześniu 2007 r.

Wykres 11 Podstawowe stopy procentowe EBC i stopa EONIA od stycznia 1999 r.



Źródło: EBC.
 Uwaga: dla operacji rozliczonych przed 28 czerwca 2000 r., stopa podstawowych operacji refinansujących oznacza oprocentowanie stosowane w przetargach o stałej stopie procentowej. W przypadku operacji rozliczanych po tym terminie stopa ta oznacza minimalną stopę stosowaną w przetargach o zmiennej stopie procentowej.

Wykres 12 Zmiana współczynnika przydziału płynności w okresie od stycznia 1999 r. do listopada 2006 r.



Źródło: EBC.

operacyjne okazały się ponadto solidne i elastyczne nawet w obliczu wyjątkowych wyzwań, takich jak przełom tysiąclecia, ataki terrorystyczne z 11 września 2001 r. czy też ostatnie zawirowania na rynkach finansowych w latach 2007 i 2008. W żadnym z tych przypadków Eurosystem nie musiał uciekać się do środków nadzwyczajnych, które nie zostały przewidziane w ramach operacyjnych.

Na wykresie 11 pokazano, że rynkowa stopa procentowa typu *overnight* (EONIA)¹⁰ utrzymała się zasadniczo na poziomie zbliżonym do minimalnej oferowanej stopy procentowej. Na wykresie tym widać również, że stopy procentowe operacji banku centralnego na koniec dnia stworzyły dolny i górny pułap dla stopy EONIA. Obserwowane na wykresie wahania odzwierciedlają w dużej mierze okresowe zaostrzenie się lub rozluźnienie warunków płynności na rynku pieniężnym. Skuteczność podstawowych zasad polityki pieniężnej Eurosystemu stała się pewnego rodzaju wzorem inspirującym inne banki centralne do wprowadzenia systemu korytarzowego.

Decydujące znaczenie dla zapewnienia efektywności działania ram operacyjnych miały z całą pewnością wprowadzane od 1999 r. udoskonalenia. W ciągu ostatnich dziewięciu i pół lat przeprowadzono trzy takie procesy.

Po pierwsze, by zastąpić przetargi o stałej stopie procentowej, które przeprowadzano w początkowym etapie funkcjonowania unii monetarnej, w czerwcu 2000 r. wprowadzona została procedura przetargu o zmiennej stopie procentowej. Udoskonalenie to samo w sobie nie stanowiło zmiany ram operacyjnych, ponieważ podstawowe zasady dopuszczają stosowanie procedur przetargów zarówno o zmiennej, jak i stałej stopie procentowej. Zmiana w kierunku procedury przetargu o zmiennej stopie procentowej była odpowiedzią na tzw. taktykę *overbidding* stosowaną przez

¹⁰ EONIA to akronim angielskiego terminu *euro overnight index average* (uśredniona stopa procentowa transakcji jednodniowych typu *overnight* na rynku międzybankowym strefy euro) oznaczający miarę efektywnej stopy procentowej dla transakcji typu *overnight* na rynku międzybankowym strefy euro.

Udoskonalenia ram operacyjnych

Zmiana w kierunku przetargów o zmiennej stopie procentowej...

Wykres 13 Odchylenie standardowe dla stopy EONIA w okresie utrzymywania rezerw (w ujęciu dziennym) w okresie od kwietnia 2004 r. do stycznia 2007 r.

(w punktach bazowych)



Źródło: EBC.

banki w operacjach Eurosystemu, która stała się szczególnie uciążliwa w pierwszej połowie 2000 r. Pojęcie *overbidding* odnosi się do sytuacji, w której banki składają w ramach podstawowych operacji refinansujących wysokie i ciągle rosnące oferty. W takich przypadkach stosunek kwoty przydziału do zgłaszanego popytu do bardzo niskiego poziomu (zob. wykres 12). Zjawisko to występowało w okresach, gdy banki spodziewały się podwyżki podstawowych stóp procentowych EBC w bieżącym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. I rzeczywiście, w oczekiwaniu na wzrost stóp procentowych, rynkowa stopa procentowa typu *overnight* rosła do oczekiwanego poziomu, tj. powyżej stałej stopy obowiązującej w podstawowych operacjach refinansujących¹¹. W takiej sytuacji banki miały szczególnie silną motywację do pozyskiwania funduszy w drodze tych operacji i uciekały się do *overbiddingu*.

8 czerwca 2000 r. Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o odstąpieniu od procedury przetargów o stałej stopie procentowej i wprowadzeniu z dniem 28 czerwca procedury przetargów o zmiennej stopie procentowej dla podstawowych operacji refinansujących. Rada Prezesów zdecydowała również o ustaleniu minimalnej oferowanej stopy procentowej dla tych operacji w celu zasygnalizowania nastawienia w polityce pieniężnej. Minimalna oferowana stopa procentowa miała przejąć rolę, jaką wcześniej pełniła stopa procentowa obowiązująca w przetargach o stałej stopie procentowej. Nowa procedura przetargowa natychmiast rozwiązała problem *overbiddingu*.

Po drugie, zmiana w kierunku procedury przetargów o zmiennej stopie procentowej nie uchroniła Eurosystemu przed zastosowaniem przez banki odwrotnej taktyki, czyli tzw. *underbiddingu*. *Underbidding* odnosi się do sytuacji, w której łączna wartość zgłaszanego przez banki popytu jest niższa niż przewidywana kwota przydziału. W takim przypadku banki narażają się na ryzyko wyczerpania płynnych środków pod koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, muszą zatem skorzystać one z kredytu banku centralnego na koniec dnia, powodując wzrost rynkowych stóp procentowych typu *overnight*. Począwszy od 2001 r. zjawisko *underbiddingu* wystąpiło osiem razy w sytuacji, kiedy spodziewano się obniżenia podstawowych stóp procentowych EBC. W istocie, w oczekiwaniu na obniżkę stóp procentowych w danym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej, rynkowa stopa procentowa typu *overnight* spadła do oczekiwanego poziomu, tj. poniżej minimalnej oferowanej stopy procentowej. W ten sposób ograniczony został działający na banki bodziec do uzyskiwania funduszy w drodze podstawowych operacji refinansujących.

Aby zapobiec oddziaływaniu oczekiwań dotyczących zmian podstawowych stóp procentowych EBC na składane przez banki oferty już w bieżącym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej, w styczniu 2003 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o wprowadzeniu do swoich ram operacyjnych

Zmiany strukturalne
w marcu 2004 r.

¹¹ W ramach procedury przetargu o stałej stopie procentowej EBC z góry ustala stopę procentową, a banki zgłaszają popyt na kwoty, na które chcą zrealizować transakcje według owej stałej stopy procentowej. Następnie odpowiednie kwoty przydzielane są proporcjonalnie.

Częstsze operacje dostrajające na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej

dwóch zmian, które zaczęły obowiązywać od marca 2004 r. Pierwsza z nich dotyczyła zmiany rozłożenia w czasie okresów utrzymywania rezerw, aby ich rozpoczęcie przypadło zawsze po posiedzeniu Rady Prezesów, na które zaplanowana jest miesięczna ocena nastawienia w polityce pieniężnej. Zmiany stóp procentowych operacji banku centralnego na koniec dnia zostały zsynchronizowane z początkiem nowego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Druga ze wspomnianych zmian dotyczyła terminu zapadalności podstawowych operacji refinansujących, który został skrócony z dwóch do jednego tygodnia. Oznaczało to, że podstawowe operacje refinansujące nie zachodziły już na dwa okresy utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Wdrożenie tych zmian przebiegło sprawnie, a banki szybko dostosowały swoje zachowania dotyczące składania ofert.

Na koniec, w konsekwencji zsynchronizowania okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej z terminami posiedzeń Rady Prezesów średnia długość okresu pomiędzy ostatnią podstawową operacją refinansującą w danym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej a ostatnim dniem tego okresu zwiększyła się do sześciu dni roboczych. Do marca 2004 r. okres ten wynosił od jednego do sześciu dni. Efektem ubocznym tej zmiany były sporadyczne przypadki dużych wahań płynności występujące na koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej, które spowodowały pewien wzrost zmienności rynkowych stóp procentowych typu *overnight*. W odpowiedzi, począwszy od października 2004 r., EBC częściej neutralizował poważne wahania płynności na koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej przeprowadzając w ostatnim dniu danego okresu operację dostrajającą. Dzięki temu EBC mógł skutecznie zmniejszać wahania stóp procentowych, które pojawiały się czasami w ostatnim tygodniu okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej (zob. wykres 13).

Ostatni okres zaburzeń na rynkach finansowych stanowił wyzwanie dla wypracowanego trybu działania EBC.

Największe wyzwanie, jakiemu do tej pory musiały sprostać ramy operacyjne, to ostatni okres zamieszania na rynkach finansowych, który rozpoczął się w sierpniu 2007 r., kiedy kryzys amerykańskiego rynku kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka typu *subprime* rozprzestrzenił się na rynek pieniężny w strefie euro. Podczas tego burzliwego epizodu ramy operacyjne Eurosystemu nadal dobrze spełniały swoją funkcję i zdolność sterowania stopą procentową typu *overnight* została utrzymana (zob. wykres 11).

W obliczu zamieszania finansowego EBC zastosował 4 kategorie środków dla potrzeb sterowania stopą procentową typu *overnight* na poziomie zbliżonym do minimalnej oferowanej stopy procentowej¹².

Po pierwsze, dzięki zastosowaniu zarówno podstawowych, jak i dłuższych operacji refinansujących zmienione zostało rozłożenie w czasie procesu zasilania w płynność w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Przed wystąpieniem tego zamieszania EBC zasilal w płynność w sposób równomierny na przestrzeni okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, ale od czasu ostatnich wahań na rynku finansowym zwiększył podaż płynności na początku okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w ten sposób dając bankom możliwość stosunkowo wczesnego wywiązania się z dużej części swoich zobowiązań dotyczących utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Ogólne zasilanie w płynność nie uległo jednak zmianie: Eurosystem nadal dąży do zapewnienia takiego poziomu płynności, który pozwoli bankom dokładnie spełnić wymóg utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Po drugie, zwiększył się udział refinansowania zapewnianego przez Eurosystem za pośrednictwem dłuższych operacji refinansujących przy odpowiednim zmniejszeniu udziału tygodniowych

¹² Zob. również artykuł zatytułowany *The Eurosystem's open market operations during the recent period of financial market volatility* (Operacje otwartego rynku przeprowadzane przez Eurosystem w okresie ostatnich wahań na rynku finansowym) w Biuletynie Miesięcznym EBC z maja 2008 r.

podstawowych operacji refinansujących. Działanie to służyło wydłużeniu średniego terminu zapadalności nierozliczonych operacji polityki pieniężnej.

Po trzecie, przy tej okazji zastosowano specjalne procedury przetargowe z pełnym przydziałem, przede wszystkim w celu złagodzenia napięć rynkowych pod koniec roku. Procedury te pozwoliły rynkom określić dokładną kwotę przydziału w okolicznościach, w których trudno było ocenić ich zapotrzebowanie na płynność i trzeba było przeprowadzać operacje dostrajające, aby zaabsorbować nadmiar wynikającej z takiej sytuacji płynności.

Dzięki tym trzem kategoriom środków EBC mógł nadal kontrolować krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego. Żaden z tych sposobów nie wymagał zasadniczych zmian ram operacyjnych Eurosystemu w celu realizacji polityki pieniężnej. Nie trzeba było również zmieniać podstawowych zasad dotyczących zabezpieczenia (transakcji), w przypadku którego uznaje się, że odgrywa istotną rolę we wspieraniu funkcjonowania rynku pieniężnego.

EBC zawarł również pewien rodzaj umów walutowych (linia swapowa) z Systemem Rezerwy Federalnej, związanych operacjami zasilającymi w płynność w dolarach amerykańskich przeprowadzonymi w ramach aukcji Systemu Rezerwy Federalnej (ang. *term auction facility*). EBC przeprowadził w ramach tej aukcji – w imieniu Systemu Rezerwy Federalnej – serię operacji, dzięki którym zapewnił bankom strefy euro płynność w dolarach amerykańskich.

Podsumowując, można powiedzieć, że elastyczny model oraz duży wybór instrumentów i procedur ram operacyjnych Eurosystemu służących do wdrażania polityki pieniężnej okazały się bardzo skuteczne i łatwo dostosowujące się do zmieniającej sytuacji.

W związku z wdrażaniem polityki pieniężnej należy zauważyć, że sterując krótkoterminowymi stopami rynku pieniężnego polityka pieniężna wywiera znaczący wpływ na rynkowe stopy procentowe oraz, za pośrednictwem różnych kanałów, na decyzje dotyczące wydatków i inwestycji, sytuację monetarną, a wreszcie na zmiany cen. Proces, w wyniku którego decyzje w sprawie polityki pieniężnej wywierają wpływ na gospodarkę ogółem, a w szczególności na poziom cen,

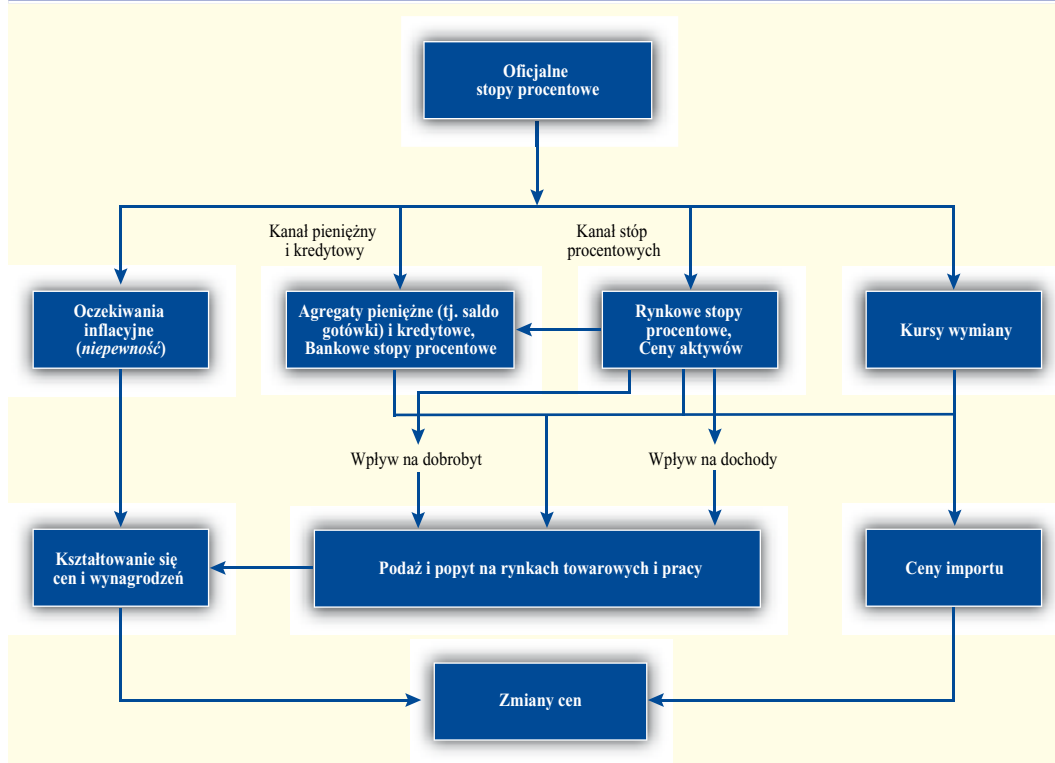
RAMKA 4

MECHANIZM TRANSMISJI IMPULSÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W strefie euro doświadczenia empiryczne wykazały, że mechanizm transmisji monetarnej funkcjonuje zasadniczo w podobny sposób we wszystkich państwach strefy euro. Banki odgrywają kluczową rolę w transmisji zmian stóp procentowych na oprocentowanie kredytów bankowych, ze względu na dużą zależność firm i gospodarstw domowych od finansowania przez banki oraz nadal stosunkowo ograniczony zakres kapitalizacji rynku giełdowego w strefie euro. Pozostałe różnice charakterystyczne dla poszczególnych krajów są związane głównie z pojawianiem się nowych produktów finansowych i nowych graczy na rynku, ze zmieniającym się charakterem konkurencji pomiędzy bankami oraz różnym stopniem integracji rynków finansowych w poszczególnych państwach strefy euro.

Jeśli chodzi o strefę euro jako całość, dominującą rolę w transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki odgrywa kanał stóp procentowych. Inne główne kanały transmisji istotne dla strefy euro to kanał pieniężny i kredytowy oraz kanał oczekiwań (zob. wykres A)¹.

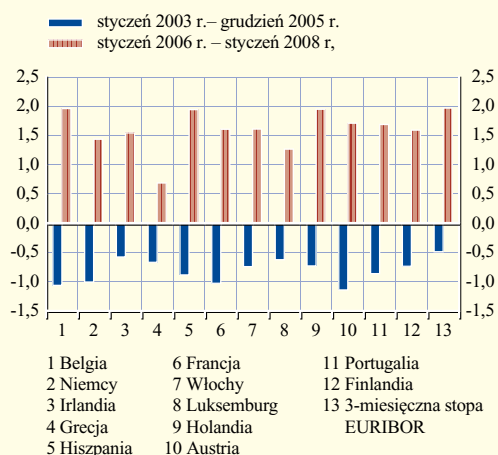
Wykres A Schemat mechanizmu transmisji monetarnej



Źródło: EBC.

Wykres B Zmiany oprocentowania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych

(w punktach procentowych)

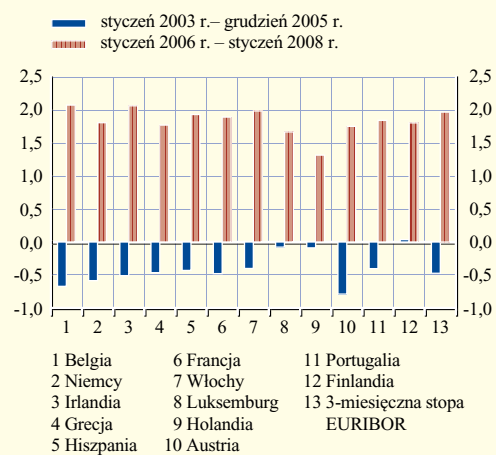


Źródło: EBC.

Uwaga: w przypadku kredytów na zakup nieruchomości mieszkaniowych dla gospodarstw domowych stosowane jest oprocentowanie zmienne z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku.

Wykres C Zmiany oprocentowania kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw

(w punktach procentowych)



Źródło: EBC.

Uwaga: stosowane jest oprocentowanie zmienne dla kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw o wartości powyżej 1 mln euro z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku.

Jeśli chodzi o kanał stóp procentowych oraz kanał pieniężny i kredytowy, analizy przeprowadzone przez EBC i Eurosystem wskazały na niezwykle stopień konwergencji w strefie euro od 1999 r. Jednak nadal istnieją różnice w poziomie i zmianach stóp procentowych banków w poszczególnych krajach. Istnieją również oznaki wskazujące na utrzymywanie się pewnego poziomu zróżnicowania przy przełożeniu stóp rynkowych na stopy bankowe².

Wykresy B i C przedstawiają dowody na zakres zróżnicowania pomiędzy państwami. W kolumnach porównano zmiany stóp procentowych kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na szczeblu krajowym ze zmianami trzymiesięcznej stopy EURIBOR w latach 2003–2008 (zob. kolumna 13 na wykresach B i C), dla których dostępne są ujednolicone dane na temat bankowych stóp procentowych. W przypadku całkowitego przełożenia stóp rynkowych na bankowe, zmiany stóp bankowych powinny być takie same jak zmiany stóp rynkowych. Z danych wynika jednak, że w różnych krajach reakcje banków na zmiany stóp rynkowych są bardzo zróżnicowane i tylko w niektórych przypadkach zmieniają się w ścisłym powiązaniu. Dostępne dowody wskazują na to, że w przypadku zmian bankowych stóp procentowych, konwergencja była większa w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe niż kredytów krótkoterminowych dla przedsiębiorstw (lub innych kategorii produktów).

Konkurencja w sektorze usług finansowych, relacje między bankami a klientami, preferencje dotyczące okresu zapadalności umów kredytowych lub różnorodność stóp procentowych, premia za ryzyko i koszty administracyjne efektywnej zmiany stóp procentowych mogą mieć wpływ na skuteczność działań w zakresie polityki pieniężnej poprzez swój wpływ na przełożenie stopy kredytowej banków³.

Ogólnie rzecz biorąc, ze względu na ważną – w różnych krajach – rolę banków w kredytowaniu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, wydaje się, że kanał kredytowy ma istotne znaczenie dla strefy euro, chociaż jest ono różne w zależności od państwa⁴. Kanał ten obejmuje zwykle kanał bilansowy oraz kanał kredytów bankowych⁵.

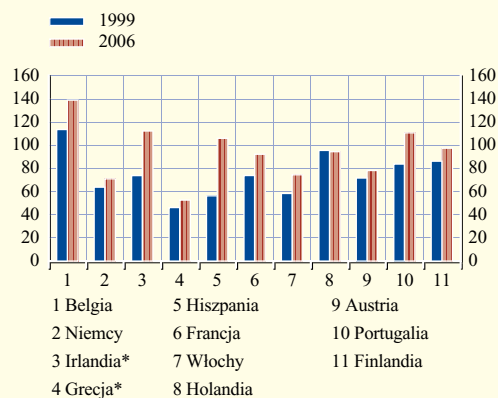
¹ Bardziej szczegółowy przegląd mechanizmów transmisji polityki pieniężnej można znaleźć w artykule pt. *Monetary policy transmission in the euro area* (Transmisja polityki pieniężnej w strefie euro) w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z lipca 2000 r. oraz w broszurce EBC pt. *The monetary policy of the ECB* (Polityka pieniężna EBC) z 2003 r. Zob. również A.K. Kashyap i J.C. Stein, *What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy* (Co o transmisji polityki pieniężnej mówi milion obserwacji na temat banków), *The American Economic Review*, vol. 90, nr 3, 2000, s. 407–428.

² Potwierdzają to również badania ekonometryczne. Zob. m.in. H. Sander i in., *Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration* (Konwergencja bankowości detalicznej w strefie euro? Co przełożenie stóp procentowych mówi nam o transmisji polityki pieniężnej, konkurencji i integracji), *Journal of International Money and Finance*, 23, 2004, s. 461–492; G. de Bondt, *Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area* (Przełożenie stóp procentowych: skutki praktyczne dla strefy euro), *German Economic Review*, 6 (1), 2005, s. 37–78; i C. Kok Sørensen i in., *Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison* (Przełożenie stóp procentowych banków w strefie euro. Porównanie krajów), seria *ECB Working Paper*, nr 580, 2006.

³ Zob. EBC, *Differences in MFI interest rates across euro area countries* (Różnice w oprocentowaniu stosowanym przez monetarne instytucje finansowe w krajach strefy euro), wrzesień 2006 r.

Wykres D Wskaźnik zadłużenia do PKB przedsiębiorstw

(1999 r. i 2006 r.)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Dane dotyczące zadłużenia w przypadku Belgii obejmują kredyty inwestorów (ang. *inter-company loans*).

*W przypadku Grecji i Irlandii pierwsza kolumna odnosi się do 2001 r.

Jeśli chodzi o kanał bilansowy, analiza wykryła, że w niektórych państwach strefy euro płynność i konsekwencje przepływów pieniężnych wydają się ważne, podczas gdy w innych praktycznie nie mają żadnego znaczenia⁶. Znaczenie kanału bilansowego można pośrednio określić przez analizę różnic pomiędzy krajami w odniesieniu do poziomu dźwigni finansowej przedsiębiorstw lub charakteru ich źródeł finansowania. Na wykresie D pokazano, że istnieją różnice pod względem poziomu zadłużenia przedsiębiorstw w państwach strefy euro. W niektórych państwach przedsiębiorstwa wydają się być bardziej wrażliwe na zmiany stóp procentowych, gdyż ich obciążenie długiem jest stosunkowo wysokie z perspektywy strefy euro.

Jeśli chodzi o kanał kredytów bankowych, w wyniku analizy otrzymano niejednoznaczne dowody na to, że podaż kredytów wpływa na transmisję impulsów polityki pieniężnej w wielu państwach strefy euro. Analizy wykorzystujące „mikrodane” bankowe zakończyły się wnioskiem, że zwykle wskaźniki stopnia asymetrii informacji (takie jak wielkość banku) miały niewielkie znaczenie dla reakcji kredytów bankowych na politykę pieniężną w strefie euro. Wydaje się natomiast, że w większości państw strefy euro reakcja banków na politykę pieniężną zależy od poziomu ich płynności.

Ogólnie rzecz biorąc, istnieje pewne zróżnicowanie pomiędzy krajami w odniesieniu do charakteru źródeł finansowania przedsiębiorstw. W niektórych państwach dominują banki, a w innych finansowanie oparte na rynku kapitałowym. Może to odzwierciedlać różnice w charakterystyce przedsiębiorstw w ramach krajów (np. obecność małych i średnich przedsiębiorstw lub to, czy przedsiębiorstwa są głównie prywatne czy państwowe). Jednakże może to również pokazywać różne możliwości dla przedsiębiorstw, jeśli chodzi o dostęp do alternatywnych źródeł finansowania zewnętrznego. Należy tutaj podkreślić istotne zmiany, które miały miejsce w sektorze finansowym od czasu powstania unii monetarnej.

⁴ Zob. J.B. Chatelain i in., *Firm investment and monetary transmission in the euro area* (Inwestycje przedsiębiorstw i transmisja impulsów polityki pieniężnej w strefie euro); I. Angeloni, A. Kashyap i B. Mojon, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area* (Transmisja polityki pieniężnej w strefie euro), Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

⁵ Zob. również B.S. Bernanke i M. Gertler, *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission* (W black-box: Kanał kredytowy transmisji impulsów polityki pieniężnej), *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 1995, s. 27–48.

⁶ Zob. tabela 24.6 w I. Angeloni, A. Kashyap i B. Mojon, *op. cit.*, oraz L. Gambacorta i P. E. Mistrulli, *Does Bank Capital Affect Lending Behavior?* (Czy kapitał banku ma wpływ na politykę kredytową?), *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, nr 4, 2004, s. 436-457.

znany jest jako mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej. Jest to złożony proces, który może zmieniać się w czasie i różnić między poszczególnymi gospodarkami. W ramce 4 poniżej przedstawiono pewne dowody empiryczne dla strefy euro.

3.4 TE SAME WYZWANIA NA PRZYSZŁOŚĆ

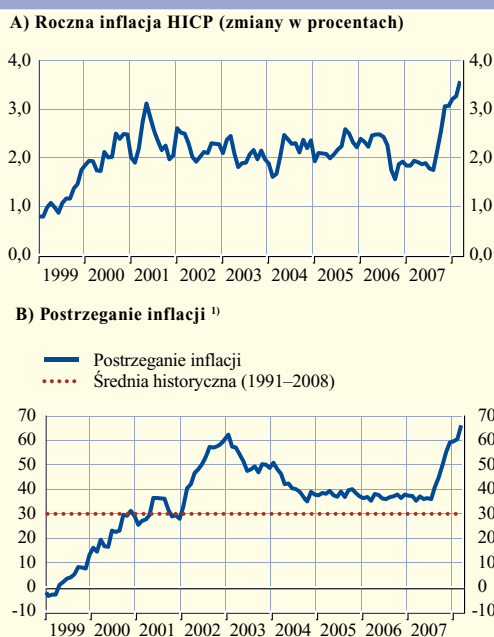
Od momentu swojego powstania EBC musiał zmierzyć się z wieloma wyzwaniami, które wynikały przede wszystkim z serii poważnych, gwałtownych wzrostów cen. Podejmując w porę – zawsze gdy to było konieczne – zdecydowane i szybkie działania, Rada Prezesów EBC udowodniła swoją zdolność i zaangażowanie w wiarygodną realizację zadania określonego w ramach jej misji, czyli utrzymanie stabilności cen. Znajduje to swoje odzwierciedlenie również w pewnym i trwałym utrzymaniu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych.

Nie należy jednak popadać w samozadowolenie. Choć EBC udało się utrzymać wysoki poziom stabilności cen w strefie euro na przestrzeni ostatnich niemal 10 lat, średnie roczne stopy inflacji

HICP utrzymywały się na wysokim poziomie, stale przekraczającym górną granicę ustaloną przez EBC w 2000 r. w definicji stabilności cen. Można to wytłumaczyć wspomnianą wcześniej serią niekorzystnych, gwałtownych wzrostów cen, jednak wynik ten nie jest zgodny z przyjętym przez Radę Prezesów celem utrzymania rocznego wzrostu inflacji HICP na poziomie poniżej, ale blisko 2%.

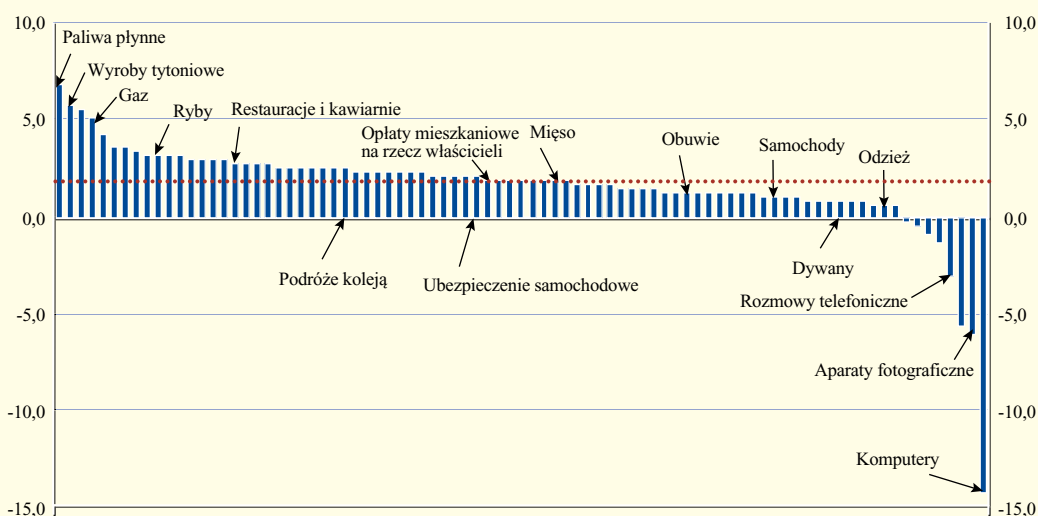
EBC stał się również w obliczu trudnych okresów, podczas których oczekiwania inflacyjne obliczone na podstawie instrumentów rynku finansowego, takich jak rentowność obligacji, okresowo znacząco rosły, przekraczając poziom odpowiadający stabilności cen w średnim okresie. Jak dotąd pozycja EBC pozwalała mu studiować oczekiwania inflacyjne przywracając je do stosunkowo stabilnych (ang. *well anchored*) poziomów zgodnych z definicją stabilności cen. W ostatnim okresie pojawiły się jednak pewne oznaki wzrostowej tendencji oczekiwań inflacyjnych. Z tego względu nie można wykluczyć, że będą one teraz utrzymywały się na wyższym poziomie niż w pierwszych latach jednolitej polityki pieniężnej.

Wykres 14 Mierzona inflacja HICP a postrzeganie inflacji w strefie euro



Źródła: Eurostat oraz Badania sondażowe firm i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.
1) W latach 2002–2003 nastąpił silny wzrost poziomu postrzegania inflacji. Odsetek konsumentów, którzy stwierdzili „znaczny wzrost cen” zwiększył się z 14% w latach 1999–2001 do 38% w latach 2002–2003.

Wykres 15 Średnie roczne zmiany cen 93 składników wskaźnika HICP z zaznaczeniem wybranych produktów w latach 1996–2007



Źródło: obliczenia EBC na podstawie danych Eurostat.
Uwaga: linia ciągła pokazuje średni roczny wzrost inflacji HICP, który w analizowanym okresie wyniósł 1,9%.

W tej sytuacji zdecydowane utrzymywanie oczekiwań inflacyjnych ma podstawowe znaczenie, a Rada Prezesów nadała mu najwyższy priorytet.

Chociaż średnie rzeczywiste stopy inflacji HICP były zasadniczo spójne z definicją stabilności cen, badania wskazują na utrzymującą się stałą rozbieżność pomiędzy oficjalnymi danymi na temat inflacji a inflacją postrzeganą przez społeczeństwo w strefie euro (zob. wykres 14). Rozbieżności te mogą być spowodowane przez wiele czynników. Jednym z istotnych argumentów w tym względzie jest to, że konsumenci mogą przypisywać większe znaczenie zmianom cen towarów i usług, które najczęściej kupują i z których najczęściej korzystają. Zgodnie z tym poglądem dobra te mają silniejszy wpływ na postrzeganie inflacji przez konsumentów niż kwota, jaką rzeczywiście na nie wydają¹³.

Chociaż ogólna inflacja HICP od 1996 r. wynosi średnio 1,9%, nastąpiły pewne dość rozbieżne zmiany wpływające na ogólną stopę inflacji. Na wykresie 15 pokazano średnie roczne zmiany procentowe najbardziej szczegółowych wskaźników składających się na HICP od 1996 r. Można zaobserwować tendencję, że ceny rzadko nabywanych artykułów trwałego użytku (np. komputerów i samochodów) rosły w znacznie mniejszym stopniu niż ceny towarów kupowanych częściej (np. benzyny, posiłków w restauracjach i kawiarniach). Z tego względu najważniejszym wyzwaniem, zwłaszcza dla polityki informacyjnej EBC i Eurosystemu, pozostaje wyjaśnienie różnic między inflacją postrzeganą a inflacją rzeczywistą, a także utrzymanie zaufania społecznego do oficjalnych statystyk dotyczących inflacji.

¹³ Więcej informacji można znaleźć w artykule pt. *Measured inflation and inflation perceptions in the euro area* (Mierzona inflacja a postrzeganie inflacji w strefie euro), a w szczególności w ramce 1 pt. *The European Commission's survey of consumers' inflation perceptions* (Badanie Komisji Europejskiej na temat postrzegania inflacji przez konsumentów) w Biuletynie Miesięcznym z maja 2007 r.

TRZY ETAPY DOCHODZENIA DO UNII GOSPODARCZEJ I WALUTOWEJ (UGW)

1 1 lipca 1990 r. –
Zniesienie wszelkich ograniczeń
w przepływie kapitału

2 1 stycznia 1994 r. –
Powstaje Europejski Instytut Walutowy (EIW)
– poprzednik EBC

3 1 stycznia 1999 r. –
Nieodwołalne ustalenie kursów wymiany
EBC przejmuje prowadzenie polityki pieniężnej

1 stycznia 2002 r. –
Wprowadzenie banknotów i monet euro



KRYTERIA KONWERGENCJI

Unia Gospodarcza i Walutowa

Stabilność cen 

Konwergencja stóp procentowych 

Dyscyplina finansów publicznych 

Stabilność kursu walutowego 



4 WYZWANIA POLITYKI GOSPODARCZEJ I ROZSZERZENIE



Zgodnie z treścią rozdziału 3 polityka pieniężna ma największy wpływ na rzeczywisty wzrost gospodarczy poprzez utrzymanie stabilności cen. Chociaż wkład ten jest bardzo ważny, polityka strukturalna i fiskalna są w największym stopniu odpowiedzialne za tendencje makroekonomiczne analizowane w niniejszym rozdziale.

W ostatniej dekadzie, od czasu wprowadzenia UGW, liczba osób zatrudnionych w strefie euro wzrosła o ponad 15 milionów. W latach 1990–1998 liczba ta wzrosła zaledwie o około 5 milionów. Zmiany te, będące wynikiem wcześniejszej restrukturyzacji w sektorze przedsiębiorstw, reform rynku pracy, imigracji i spowolnienia wzrostu płac, mają pozytywny charakter. Jednakże wydajność pracy na godzinę w strefie euro od połowy lat 90. była stosunkowo niska.

Ogólna ocena polityki fiskalnej nie jest jednoznaczna. Z jednej strony ogólna pozycja fiskalna strefy euro w ciągu ostatnich lat uległa znacznej poprawie. Z drugiej natomiast strony niektóre państwa należące do strefy euro muszą dążyć do osiągnięcia i utrzymania silnej pozycji fiskalnej oraz obniżyć wskaźniki zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych do bardziej zrównoważonych poziomów. W związku z tym szczególnie rozczarowujące było niepowodzenie w zakresie szybszej konsolidacji finansów publicznych w okresie dobrej koniunktury, które miało miejsce w wielu przypadkach.

Różnice w poziomie pomiędzy krajami, odnoszące się do rzeczywistego wzrostu produkcji i inflacji nie są szczególnie wysokie, zwłaszcza w porównaniu z różnicami, jakie występują w poszczególnych stanach i regionach Stanów Zjednoczonych. W każdym obszarze walutowym są one do pewnego stopnia naturalnym zjawiskiem; na przykład wówczas, gdy związane są z efektami doganiania (ang. catching-up effects). Jednakże różnice te mogą również świadczyć o nieodpowiedniej krajowej polityce gospodarczej i strukturalnym braku elastyczności, które to elementy powinny być uwzględniane przez krajowych decydentów politycznych.

Niniejszy rozdział opisuje także sposób, w jaki strefa euro rozrosła się z początkowej liczby 11 państw do 15 państw w chwili obecnej. Rozszerzenie strefy euro jest nieodwołalnym krokiem i dlatego wymaga dobrego przygotowania. W przypadku każdego kolejnego rozszerzania, zasadnicze znaczenie ma osiągnięcie konwergencji o trwałych podstawach.

Ogólnie rzecz biorąc, dokonął się postęp. Niemniej jednak wiele pozostaje jeszcze do zrobienia, a ostatnie oznaki spowolnienia czy wręcz uwsteczniania się reform strukturalnych i konsolidacji fiskalnej są niepokojącym zjawiskiem, także z punktu widzenia polityki pieniężnej. Źle opracowana polityka strukturalna, brak elastyczności gospodarczej i niedyscyplinowana polityka fiskalna mogą przyczynić się do wzrostu presji inflacyjnej lub utrzymywania się wyższej inflacji, co należy uwzględnić w polityce pieniężnej. Polityka gospodarcza i reformy zwiększające poziom konkurencyjności i elastyczności na rynkach produktów, rynkach kapitałowych i rynkach pracy, jak również utworzenie jednolitego rynku, promują rozwój i tworzenie miejsc pracy, ograniczenie nacisków cenowych, a tym samym podnoszą poziom dobrobytu. Tego typu polityki mają również wpływ na sprawne funkcjonowanie mechanizmów dostosowań wewnętrznych w ramach UGW.

Struktura niniejszego rozdziału jest następująca: podrozdział 4.1 dotyczy tendencji w zakresie rzeczywistego wzrostu, wydajności i rynków pracy. Podrozdział 4.2 omawia politykę fiskalną. Podrozdział 4.3 przedstawia pewne tzw. stylizowane fakty dotyczące różnic na poziomie pomiędzy krajami w kontekście rzeczywistego wzrostu produkcji i inflacji. Podrozdział 4.4 opisuje rozszerzenie strefy euro początkowo liczącej 11 państw do 15. Podrozdział 4.5 przedstawia wyzwania polityki w przyszłości.

4.1 RZECZYWISTE ZMIANY STREFY EURO W SKALI MAKRO I POLITYKA STRUKTURALNA

Niniejszy podrozdział zawiera przegląd zmian makroekonomicznych oraz głównych wyzwań strukturalnej polityki gospodarczej w strefie euro. Na początku pokrótce omówione zostanie znaczenie reform strukturalnych w UGW. Następnie analizie zostaną poddane produkcja, wzrost zatrudnienia i wydajności. W dłuższej perspektywie cechy strukturalne i instytucjonalne gospodarki strefy euro mają duży wpływ na jej zdolność do osiągnięcia wzrostu wydajności i zatrudnienia oraz utrzymania silnego wzrostu gospodarczego. W trzeciej kolejności dokonuje się oceny głównych kwestii i wyzwań strukturalnej polityki gospodarczej na rynkach produktów i pracy.

ZNACZENIE REFORM STRUKTURALNYCH W UNII MONETARNEJ

Reformy gospodarcze na rynkach produktów, rynkach kapitałowych i rynkach pracy, jak również zakończenie budowy jednolitego rynku, mają na celu usunięcie barier dla konkurencji, zwiększenie elastyczności rynku i umożliwienie intensywnej konkurencji w skali krajowej i transgranicznej. Ogólnie rzecz biorąc tego typu reformy strukturalne mają bardzo duże znaczenie dla polityki pieniężnej, ponieważ są istotne w kontekście łagodzenia presji inflacyjnej i utrzymującego się wysokiego poziomu inflacji jako reakcji na negatywne wstrząsy. Dokładniej rzecz ujmując, brak elastyczności mechanizmów ustalania wynagrodzeń i cen lub ciągle, nadmierne zmiany wynagrodzeń mogą opóźnić wprowadzenie koniecznych korekt cen relatywnych do wstrząsów gospodarczych i w związku z tym są przyczyną utrzymywania się wysokiego poziomu inflacji. Elastyczne i konkurencyjne rynki, które mogłyby w sposób płynny dostosować się do zmian gospodarczych i przyjąć wstrząsy gospodarcze¹ – także poza granicami państw – mają szczególne znaczenie w unii monetarnej jaką jest strefa euro, w której nie ma już możliwości wprowadzania korekt krajowej polityki pieniężnej i polityki kursu walutowego w odpowiedzi na zmiany gospodarcze².

Ponadto, reformy gospodarcze usuwające bariery dla konkurencji nie tylko zwiększają odporność strefy euro na zmiany gospodarcze, ale także przyczyniają się do ograniczania presji cenowych, ponieważ większa konkurencja na ogół wywiera presję w kierunku obniżenia kosztów i cen³.

W kontekście słabych wyników gospodarczych odnotowanych w Europie w ciągu ostatniej dekady Rada Europejska wprowadziła szeroko zakrojony, ambitny program reform gospodarczych – Strategię Lizbońską na rzecz wzrostu i zatrudnienia (zob. także rozdział 2). Strategia Lizbońska stawia sobie za cel m.in. zintensyfikowanie wzrostu gospodarczego, zwiększenie wydajności i wykorzystanie zasobów ludzkich w gospodarce europejskiej⁴. Strategia Lizbońska, jak to zostało przedstawione w rozdziale 2, jest fundamentalnym i ambitnym programem mającym na celu skierowanie uwagi Europy na pilną potrzebę reform strukturalnych. Jest to kompleksowe podejście do reform, których celem jest poprawa konkurencji i elastyczności na rynkach produktów i pracy. Strategia ta wykorzystuje dodatkowy i pozytywny wpływ reform gospodarczych na, z jednej strony, długoterminowe perspektywy wzrostu w strefie euro poprzez pozytywne oddziaływanie na udział

1 Sprawne dostosowanie do wstrząsów w strefie euro jest także wspierane poprzez integrację finansową (zob. rozdział 6).

2 Zob. N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert i G. Vitale, *Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy* (Reformy strukturalne w UGW i rola polityki pieniężnej), seria *Dokumenty Okolicznościowe EBC – ECB Occasional Paper* nr 66, lipiec 2007.

3 Zob. na przykład, P. Cavelaars, *Does competition enhancement have permanent inflation effects? (Czy wspieranie konkurencji powoduje stałe efekty inflacyjne)* *Kyklos*, Tom 56, nr 1, 2003, s. 69-94, i M. Przybyła i M. Roma, *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors (Czy konkurencja na rynku pracy obniża inflację? Dowody z państw i sektorów UE)* seria *Dokumenty Robocze EBC – ECB Working Paper* nr 453, marzec 2005 r.

4 W celu uzyskania dalszych informacji zob. strona internetowa Komisji (http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_en.htm).

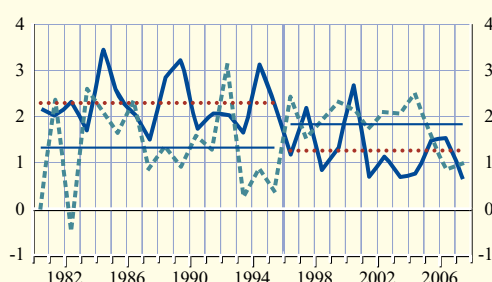
Konkurencyjne rynki zwiększają odporność na wstrząsy.

Konkurencja promuje wzrost i ogranicza presję inflacyjną.

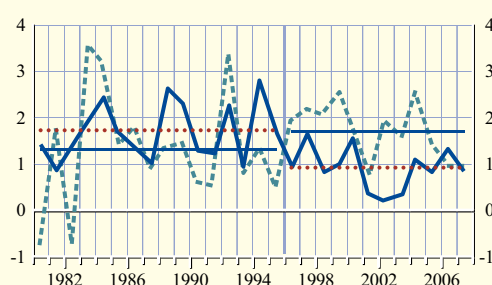
Wykres 1 Porównanie strefy euro i Stanów Zjednoczonych

— Strefa euro - - - - Stany Zjednoczone
 Średnia dla strefy euro — Średnia dla Stanów Zjednoczonych

Realny PKB na godzinę pracy¹
(roczne zmiany w procentach)



Realny PKB na pracownika¹
(roczne zmiany w procentach)



Źródło: Baza danych Komisji Europejskiej AMECO.

Uwaga: dane dotyczące Niemiec sprzed 1991 r. pochodzą wyłącznie ze statystyk dla Republiki Federalnej Niemiec.

1) Średnie obliczono za okresy 1980–1995 oraz 1996–2006.

w rynku pracy oraz, z drugiej strony, na wzrost wydajności pracowników poprzez promowanie innowacji i zmian technologicznych.

W kolejnym podrozdziale zostaną przeanalizowane zmiany makroekonomiczne w zakresie produkcji, wydajności i zatrudnienia na przestrzeni dwóch ostatnich dekad.

RZECZYWISTY WZROST I ZMIANY WYDAJNOŚCI W STREFIE EURO

Od 1996 r. tempo wzrostu w strefie euro osiągało średni poziom 2,2% w skali roku, a więc prawie nie różniło się ono od średniego tempa wzrostu odnotowanego w latach 1980–1995. Jednakże za tym zjawiskiem stoją na dwie odmiennie tendencje: chociaż wzrost zatrudnienia w ciągu ostatniego dziesięciolecia uległ znacznej poprawie, średni wzrost wydajności od połowy lat 90. znacznie spadł.

Wzrost wydajności pracowników jest na ogół jednym z głównych czynników napędzających wzrost w dłuższej perspektywie. Ogólnie rzecz biorąc w połowie lat 90., po okresie dłuższego wzrostu, nastąpił zastój w procesie długoterminowych zmian w strefie euro. W latach 1980–1995 średni wzrost produkcji z uwzględnieniem liczby przepracowanych godzin w strefie euro osiągnął poziom 2,3%, podczas gdy wzrost produkcji wzrósł o 2,2%. Od połowy lat 90. następuje wyraźne spowolnienie wzrostu wydajności. W latach 1996–2007 średni wzrost wydajności w strefie euro,

Szybki wzrost zatrudnienia przy słabym wzroście wydajności

mierzony jako wzrost produkcji pod względem liczby przepracowanych godzin, osłabił się, osiągając w tym okresie poziom jedynie 1,3% (zob. wykres 1), podczas gdy średni wzrost produkcji utrzymał się mniej więcej na tym samym poziomie, co w okresie poprzednim. Spowolnieniu tempa wzrostu wydajności towarzyszyło wyraźne podniesienie się rocznej stopy wzrostu łącznej liczby przepracowanych godzin. W latach 1980–1995 łączna liczba przepracowanych godzin w skali roku spadła średnio o 0,2%, podczas gdy w latach 1996–2007 zwiększyła się o 0,9% w skali roku. W latach 1999–2007 wydajność na godzinę w strefie euro wzrosła średnio o 1,2% w skali roku, natomiast w latach 1990–1998 o 1,9%.

Te zmiany w strefie euro różnią się od zmian, jakie miały miejsce w Stanach Zjednoczonych, gdzie stopa wzrostu łącznej liczby przepracowanych godzin spadła ze średniej wartości 1,4% w latach 1980–1995 do średniej wartości 1,3% w latach 1996–2007, a stopa wzrostu wydajności odnotowała znaczący wzrost z 1,4% do 2,1%. Dlatego też w strefie euro większy wzrost zatrudnienia i większa liczba przepracowanych godzin zostały zrównoważone stratami we wzroście wydajności, pozostawiając stopę wzrostu produkcji w zasadzie bez zmian. Natomiast w Stanach Zjednoczonych wzrost wydajności jest większy niż zwolnienie tempa wzrostu nakładów pracy, dzięki czemu wzrost produkcji jest większy.

Umiarkowany wzrost wydajności
w zakresie usług rynkowych

Wysoki stopień regulacji i innego
rodzaju braki elastyczności
strukturalnej

Poprawa na rynkach pracy
w strefie euro

Z analizy sektorowej wynika, że nastąpił spadek wzrostu wydajności, zwłaszcza w zakresie usług rynkowych zapewniających bardziej intensywne wykorzystanie technologii informacyjno-komunikacyjnych (ICT), takich jak technologie zapewniane przez sektor dystrybucji, finansów i usług biznesowych⁵. Jednocześnie, podczas gdy wydajność w tych sektorach w Stanach Zjednoczonych nabrała tempa, w strefie euro uległa ona osłabieniu. Wskazuje to na fakt, że słaby wzrost wydajności w strefie euro wiąże się z tym, że przedsiębiorstwa prawdopodobnie nie wyciągnęły korzyści płynących z nowych technologii ICT. Technologie te wywierają największy wpływ na wzrost wydajności poprzez wprowadzanie wzrostu wydajności do procesów zarządczych, procedur i struktur organizacyjnych oraz poprzez ułatwianie wprowadzania dodatkowych innowacji technologicznych. Na przykład dzięki komputerom i Internetowi komunikacja staje się tańsza, a jednocześnie pojawia się możliwość, żeby uelastyczyć i zdecentralizować struktury organizacyjne. Jednakże, pełne korzyści płynące ze zwiększenia tempa wydajności będącego zasługą technologii ICT mogą zostać wykorzystane w pełni jedynie wówczas, gdy nie ma przeszkód dla wprowadzenia zmian organizacyjnych, takich jak ograniczenia prawne. Zgodnie z takim założeniem, z niektórych badań wynika, że w silnie regulowane otoczenia zwykle są kojarzone z niższymi inwestycjami i wzrostem wydajności⁶. Badania te wskazują również na brak elastyczności instytucjonalnej, która powoduje wolniejsze i mniej sprawne dostosowanie się przedsiębiorstwa do nowego otoczenia, jako czynnik warunkujący wzrost wydajności gospodarek w strefie euro.

RYNKI PRACY W STREFIE EURO

W latach 1999–2007 wykorzystanie potencjału siły roboczej, określane jako łączna liczba przepracowanych godzin w skali roku podzielona przez liczbę ludności, wzrosło w strefie euro średnio

5 Zob. artykuł zatytułowany *Productivity developments and monetary policy* (Rozwój wydajności i polityka pieniężna) w Biuletynie Miesięcznym ze stycznia 2008 r., w którym znajduje się szczegółowa analiza rozwoju wydajności w strefie euro.

6 Zob. na przykład A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti i F. Schiantarelli (2005), *Regulation and investment* (Regulacje i inwestycje), w Dzienniku Europejskiego Stowarzyszenia Ekonomicznego – „Journal of the European Economic Association”, Tom 3, s. 791-825, w którym autorzy wyrażają opinię, zgodnie z którą reformy regulacyjne mają znaczący pozytywny wpływ na kumulację kapitału w sektorach transportowym, komunikacyjnym i usług użyteczności publicznej, zwłaszcza w perspektywie długoterminowej. W publikacji G. Nicoletti i S. Scarpetta (2003) pt. *Regulation, productivity and growth* (Regulacje, wydajność i wzrost), Economic Policy, kwiecień, autorzy wyrażają pogląd, zgodnie z którym różne antykonkurencyjne regulacje na rynku produktów w znaczący sposób obniżają ogólny wskaźnik wzrostu wydajności w sektorze przemysłowym.

Tabela 1 Najważniejsze statystyki rynku pracy

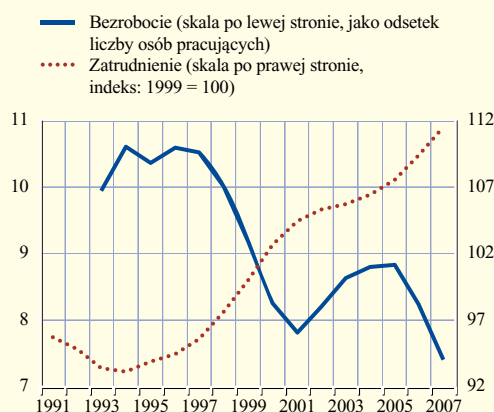
	Średnia za lata 1998-2007	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Wzrost zatrudnienia	1,70	-	2,2	2,2	1,6	0,9	1,0	0,6	2,5	2,0	2,7
Przepracowane godziny ogółem ¹⁾	0,90	-	0,0	1,9	2,5	1,2	-0,9	0,0	0,6	1,1	1,3
Stopa zatrudnienia (osoby w wieku 15-64)	62,50	59,1	60,3	61,4	62,0	62,4	62,7	62,8	63,9	64,8	65,5
Kobiety	53,40	48,6	50,1	51,5	52,2	52,9	53,8	54,3	55,8	56,8	57,8
Mężczyźni	71,60	69,6	70,5	71,4	71,9	71,8	71,6	71,3	71,9	72,7	73,2
Osoby w wieku 15-24	36,49	34,1	35,6	37,0	37,2	37,1	36,8	36,2	36,6	37,0	37,3
Osoby w wieku 25-54	76,30	73,2	74,4	75,5	76,0	76,2	76,4	76,6	77,4	78,4	79,1
Osoby w wieku 55-64	37,30	33,3	33,6	34,0	34,7	36,1	37,5	38,3	40,5	41,8	43,4
Stopa bezrobocia (osoby w wieku powyżej 15 lat) ²⁾	8,60	10,0	9,1	8,20	7,8	8,2	8,7	8,8	8,9	8,3	7,5
Wskaźnik aktywności zawodowej (osoby w wieku 15-64 lata)	68,70	66,6	67,2	67,6	67,5	68,1	68,8	69,2	70,1	70,6	70,8
Stopa zatrudnienia tymczasowego (osoby w wieku 15-64 lata)	15,44	14,3	14,9	15,4	15,1	14,8	14,8	15,3	16,2	16,8	16,8
Stopa zatrudnienia na niepełny etat (osoby w wieku 15-64 lata)	17,10	15,4	15,9	16,2	16,0	16,1	16,5	17,5	18,7	19,3	19,3

Źródła: Eurostat (Badanie siły roboczej) oraz obliczenia EBC.

1) Dane odnoszą się do 12 państw strefy euro.

2) Średnie z danych miesięcznych.

Wykres 2 Zatrudnienie i bezrobocie w strefie euro w latach 1991–2007



Źródła: EUROSTAT i obliczenia EBC,

o 0,2% w skali roku⁷. Odzwierciedla to wzrost udziału w rynku pracy i zatrudnienia. Udział w rynku w 1999 r. osiągnął poziom 67,2%, a do roku 2007 r. wzrósł niemalże do 71%. Co ważniejsze, od powstania UGW w 1999 r., zatrudnienie w strefie euro zwiększyło się o ponad 15 milionów osób, w porównaniu ze wzrostem o około 5 milionów w latach 1990–1998. W latach 1999–2007 ogólny wskaźnik zatrudnienia wzrósł z 60,3% do 65,5%. Wzrost zatrudnienia jest najbardziej widoczny w kontekście wzrostu liczby zatrudnionych kobiet i starszych pracowników, jak również w zatrudnieniu na czas określony lub w niepełnym wymiarze godzin (zob. tabela 1). Owe zmiany odzwierciedlają wpływ dawnych reform gospodarczych, imigracji i spowolnienia wzrostu płac. Niemniej jednak ogólny poziom zatrudnienia w strefie euro jest nadal niski w porównaniu z poziomem odnotowywanym

w Stanach Zjednoczonych, który wynosi 73,3% (2007 r.), i nadal daleko mu do celu lizbońskiego, którym jest osiągnięcie poziomu 70% w 2010 r.

Jednocześnie bezrobocie wśród osób w wieku 15–64 lata spadło z 9,1% w 1999 r. do 7,5% w 2007 r. – jest to najniższa wartość od 25 lat (zob. wykres 2). Stopa bezrobocia spadła zwłaszcza wśród młodych osób (z 23,9% do 16,6%), kobiet (z 12,7% do 9,4%) i wśród pracowników o najniższym poziomie kompetencji (z 13,3% do 9,9%)⁸.

7 W celu uzyskania informacji na temat rozwoju strukturalnego na rynkach pracy w strefie euro w ciągu ostatnich dziesięciu lat zob. artykuł zatytułowany *Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade* (Rozwój cech strukturalnych na rynkach pracy w strefie euro w ciągu ostatnich dziesięciu lat) w Biuletynie Miesięcznym ze stycznia 2007 r.

8 Źródło: Eurostat (Badanie siły roboczej).

Tabela 2 Zmiany klinów podatkowych i pułapki bezrobocia w strefie euro w okresie 2001–2006

(w punktach procentowych)

	Stan w 2006	Zmiana 2001–2006
Kliny podatkowe ¹⁾		
Osoba pracująca zarobkowo stanu wolnego	38,2	-0,6
Jedna osoba pracująca zarobkowo, małżeństwo	32,1	-0,3
Dwie osoby pracujące zarobkowo	33,4	-0,7
Pułapka bezrobocia ²⁾		
Pułapka niskich zarobków ³⁾	48,3	4,7

Źródła: OECD (2007), „Opodatkowanie wynagrodzeń 2006–2007”. Baza danych wskaźników strukturalnych Eurostat 2008, średnie nie-ważone. Dane dostępne jedynie za lata 2001–2006.

1) Klin podatkowy obejmuje podatek dochodowy i składki odprowadzane przez pracownika i pracodawcę z tytułu ubezpieczenia społecznego minus świadczenia gotówkowe jako odsetek kosztów pracy. Dane w tabeli podano dla: bezdzietnej osoby pracującej zarobkowo stanu wolnego zarabiającej 67% średnich zarobków pracowniczych, małżeństwa z dwójką dzieci w wieku 4 i 6 lat, w którym jedna z pracujących zarobkowo osób zarabia 100% średnich zarobków pracowniczych oraz dla pracującego małżeństwa z dwójką dzieci, w którym jedna z pracujących zarobkowo osób zarabia 100% a druga 33% średnich zarobków pracowniczych.

2) „Pułapkę bezrobocia” definiuje się jako odsetek wynagrodzenia brutto odejmowany wskutek wyższego opodatkowania i składek na ubezpieczenie społeczne wraz z utratą zasiłku w momencie, gdy osoba bezrobotna podejmuje zatrudnienie. W tabeli obliczono ją dla bezdzietnej osoby stanu wolnego zarabiającej 67% średnich zarobków pracownika produkcji zatrudnionego na pełny etat w przemyśle wytwórczym.

3) „Pułapka niskich zarobków” definiowana jest jako odsetek wynagrodzenia brutto odejmowany wskutek wyższego opodatkowania oraz obniżenia wysokości otrzymywanych świadczeń w momencie podjęcia lepiej płatnej pracy. W tabeli obliczono ją dla bezdzietnej osoby stanu wolnego, która wcześniej zarabiała 33% średnich zarobków pracownika produkcji a obecnie zarabia 67% tej kwoty.

Mimo tak znaczącej poprawy...

Zmiany te są pozytywne i pokazują, że wcześniejsze reformy rynku pracy, imigracja i spowolnienie wzrostu płac pomogły w przezwyciężaniu niektórych ograniczeń wzrostu wynikających z nieelastycznych i przeregulowanych rynków pracy. Potwierdza się również, że polityka pieniężna nastawiona na osiągnięcie stabilności cen sprzyja tworzeniu miejsc pracy i niskiej stopie bezrobocia. Jednakże mimo takich postępów, większość państw należących do strefy euro nadal ma potencjał dalszego wzrostu wskaźników udziału w rynku i zatrudnienia. Przeszkody strukturalne wynikające z nieelastycznego otoczenia prawnego, wysokich kosztów podatkowych pracy i zakłóceń związanych z regulacjami, takimi jak minimalne wynagrodzenie nadal uniemożliwiają lub zniechęcają wiele osób do aktywnego udziału w rynku pracy i w związku z tym przyczyniają się do utrzymywania niskiego poziomu zatrudnienia i wysokich stóp bezrobocia.

...nadal istnieją przeszkody dla pełnego zatrudnienia.

Wyniki badań wskazują na przepisy z zakresu ochrony zatrudnienia i tzw. kliny podatkowe (ang. *tax wedges*), jako ważne przeszkody w wydajności zatrudnienia⁹. W ciągu ostatniej dekady państwa należące do strefy euro wzmocniły system zachęt do podejmowania pracy, zwłaszcza poprzez redukcję zarówno czynników zniechęcających do dłuższego czasu pracy, jak i zachęt finansowych do wcześniejszego przechodzenia na emeryturę. W latach 2001–2006 kliny podatkowe, które obejmują kwotę wpłaconego podatku dochodowego plus składki na ubezpieczenie społeczne pracownika i pracodawcy, uległy zmniejszeniu w przypadku różnych grup (zob. tabela 2). Państwa należące do strefy euro średnio uzyskały natomiast gorsze wyniki w zakresie zwiększania zachęt dla osób bezrobotnych do podejmowania pracy.

Niższe podatkowe koszty pracy stymulują wzrost zatrudnienia.

W tym kontekście, w latach 2001–2005 wzrosły tzw. stopy zastąpienia netto (ang. *net replacement rates*)¹⁰. Jednocześnie znaczny wzrost odnotował również wskaźnik tzw. pułapki bezrobocia, który mierzy kwotę podatków i wycofanie transferów instytucji rządowych w sytuacji, gdy osoba bezrobotna podejmuje pracę, osiągając w 2006 r. poziom 78,3% dochodu brutto (w celu uzyskania bardziej szczegółowych informacji zob. tabela 2). Dalsze reformy podatku dochodowego i systemów świadczeń socjalnych mogłyby pomóc w zwiększeniu zachęt do podejmowania pracy. Redukowanie czynników zniechęcających do wykonywania pracy, takich jak wysokie marginalne stawki podatkowe, wysokie zasiłki dla bezrobotnych i zachęcanie ludzi do dłuższej pracy mogą pobudzać podaż siły roboczej i zatrudnienie wszystkich pracowników, zwłaszcza tych, którzy są słabiej przywiązani do rynku pracy, jak na przykład kobiety, osoby młode i starsi pracownicy.

Nadal jednak konieczny jest postęp.

Ogólnie rzecz biorąc, chociaż w ciągu ostatniej dekady dokonał się pewien postęp, to wydaje się, że wiele państw strefy euro pozostaje odległe od wdrożenia reform, dzięki którym osiągną wskaźniki zatrudnienia państw-liderów. Strefa euro wciąż dysponuje możliwościami bardziej intensywnego wykorzystywania pracowników w procesie produkcji. W wielu państwach rynek pracy nadal charakteryzuje stosunek „uczestnik-osoba postronna” (ang. *insider-outsider*) stwarzając wraz z utrudnieniami strukturalnymi – wynikającymi z otoczenia prawnego i regulacyjnego, wysokich kosztów podatkowych pracy i braku elastyczności przepisów w sprawie płac – przeszkody utrudniające pewnym grupom aktywny udział na rynku pracy.

Elastyczność płac i ostrożna konkurencja na rynku wspierają tworzenie miejsc pracy.

Wysoki stopień elastyczności na rynku pracy mógłby pomóc krajowym rynkom pracy w dostosowywaniu się do wstrząsów gospodarczych, ułatwiając skuteczną alokację zasobów ludzkich i innych zasobów. Wystarczające zróżnicowanie płac mogłoby poprawić możliwości zatrudnienia pra-

⁹ Zob. także artykuł pt. *Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade* (Charakterystyka strukturalna rynków pracy strefy euro w ostatnich dziesięciu latach) w Biuletynie Miesięcznym ze stycznia 2007 r.

¹⁰ Stopy zastąpienia netto mierzą wysokość świadczeń po opodatkowaniu – w tym zasiłków dla bezrobotnych, pomocy socjalnej oraz zasiłków rodzinnych i mieszkaniowych – jako stosunek do dochodu netto, jaki pracownik lub gospodarstwo domowe uzyskiwał przed utratą pracy.

owników o niższych kwalifikacjach oraz w regionach lub sektorach o dużym bezrobociu. Ponadto wyniki z badań wskazują na znaczny potencjał rynków zasobów ludzkich i produktów w zakresie wzajemnej stymulacji: deregulacja rynków pracy mogłaby spowodować wyższy wzrost zatrudnienia, zwłaszcza w sytuacji, gdy rynki produktów są bardziej konkurencyjne i odwrotnie¹¹. Prowadzi to do pojawienia się kwestii skutecznych i dobrze funkcjonujących rynków produktów jako drugiego zasadniczego warunku wyższego potencjalnego wzrostu w strefie euro.

KONKURENCJA I INNOWACJE NA RYNKACH PRODUKTÓW

Na przestrzeni ostatnich dwóch dekad w Unii Europejskiej dokonał się postęp w zakresie wzmocnienia konkurencji i poprawy integracji gospodarczej. Największe korzyści gospodarce UE zapewnił jednolity rynek. Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej jednolity rynek utworzył 2,75 mln miejsc pracy, a w 2006 r. spowodował wzrost dobrobytu o około 500€ na jednego mieszkańca, co odpowiada wzrostowi równemu 2,15% PKB UE w latach 1992–2006¹².

Rosnąca konkurencja rynku produktów, zarówno na szczeblu UE, jak i na szczeblu krajowym, przyczynia się do powstawania skuteczniejszych struktur produkcji. Literatura empiryczna zasadniczo uznaje konkurencję na rynkach za ważny czynnik wyjaśniający zarówno wydajność pracy, jak i związane z nią zmiany cen relatywnych.

Deregulacja i liberalizacja mają wpływ na wyższe poziomy i stopy wzrostu wydajności pracy¹³. Na przykład korzyści wynikające z otwierania się przemysłu sieciowego na konkurencję można zaobserwować w sektorze telekomunikacji. W latach 1980–1995 i 1995–2005 wydajność pracy na godzinę w tym konkretnym sektorze odnotowała znaczący wzrost z 4,5% do 7,3%, a ceny krajowych i międzynarodowych połączeń telefonicznych pobierane przez byłych monopolistów w UE w latach 2000–2006 spadły średnio o ponad 40%. Zwiększyło to siłę nabywczą konsumentów, którzy obecnie mogą wydawać większą część swoich dochodów na inne towary i usługi.

Nadal jednak wiele pozostało do zrobienia, zwłaszcza w niektórych obszarach rynku usług, który stanowi około 70% łącznej nominalnej wartości dodanej i ogólnego zatrudnienia strefy euro¹⁴. Większy i głębszy wewnętrzny rynek UE w sposób oczywisty nabiera priorytetowego znaczenia w kontekście dążenia do skutecznej konkurencji na rynku energetycznym oraz wdrażania dyrektywy usługowej¹⁵. Rosnące znaczenie gospodarcze usług sugeruje, że poprawa europejskich standardów życia w dużym stopniu zależy od wysokiego poziomu konkurencji i poprawy wydajności w sektorze usługowym.

W celu pełnego wykorzystania potencjału wydajności, reformom rynku produktów towarzyszyć muszą rozwiązania polityczne wspierające innowacje i zmiany technologiczne. Wśród nich wy-

- 11 Zob. na przykład H. Berger i S. Danninger (2007), *The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform* (Wpływ na zatrudnienie deregulacji na rynku pracy i produktów i ich wpływ na reformę strukturalną), *Dokument Roboczy Międzynarodowego Funduszu Walutowego* – International Monetary Fund Staff Paper Tom 54, nr 3.
- 12 Komisja Europejska, *The single market: review of achievements* (Wspólny rynek: przegląd osiągnięć), listopad 2007 r.
- 13 Zob. P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti i F. Steiner (2006) *Regulation, Competition and Productivity Convergence* (Zbieżność regulacji, konkurencji i wydajności), Dokument Roboczy Departamentu Ekonomicznego OECD – OECD Economics Department Working Paper Nr 509 i literatura tam podana.
- 14 W celu uzyskania szczegółowej analizy stopnia konkurencji w sektorze usług strefy euro i jej wpływu na wydajność pracy i ceny zob. artykuł pt. *Competition and economic performance of the euro area services sector* (Konkurencja i wyniki gospodarcze sektora usług w strefie euro) w *Biuletynie Miesięcznym* z maja 2008 r.
- 15 Dyrektywa w sprawie usług na rynku wewnętrznym, mająca na celu podniesienie poziomu swobody firm UE w zakresie rozpoczynania działalności w innych państwach członkowskich oraz swobodnego przepływu usług została przyjęta przez Parlament Europejski i Radę w grudniu 2006 r. i musi zostać przetransponowana do prawodawstwa krajowego do końca 2009 r.

Coraz większa integracja
gospodarcza

Wzrost konkurencji, deregulacja
i liberalizacja

Większa konkurencja w zakresie
usług nadal ma kluczowe
znaczenie.

mienić można uwolnienie potencjału przedsiębiorstw poprzez tworzenie przyjaznego dla przedsiębiorców otoczenia gospodarczego, środków mających na celu wspieranie innowacji poprzez przeznaczenie większych nakładów inwestycyjnych na badania i rozwój (R&D) oraz polityka służąca poprawie kapitału ludzkiego.

Otoczenie przyjazne przedsiębiorcom oznaczałoby mniejszą liczbę przepisów, które byłyby za to bardziej skuteczne, w sposób szczególny pomagałyby małym i średnim przedsiębiorstwom w rozwoju na terytorium kraju i poza jego granicami, jak również pozytywne działanie ułatwiające dostęp do finansowania, którego takie przedsiębiorstwa potrzebują.

Europa nadal ma duży dystans do nadrobienia w tym zakresie. Na przykład finansowanie kapitału podwyższonego ryzyka w Europie stanowi zaledwie niewielką część działań podejmowanych w tej dziedzinie w Stanach Zjednoczonych z uwzględnieniem rozmiarów każdej z gospodarek. Istotną kwestią jest również promowanie inwestycji na badania i rozwój. W 2005 r. inwestycje te wyniosły 1,9% PKB strefy euro w porównaniu z poziomem 2,7% w Stanach Zjednoczonych.

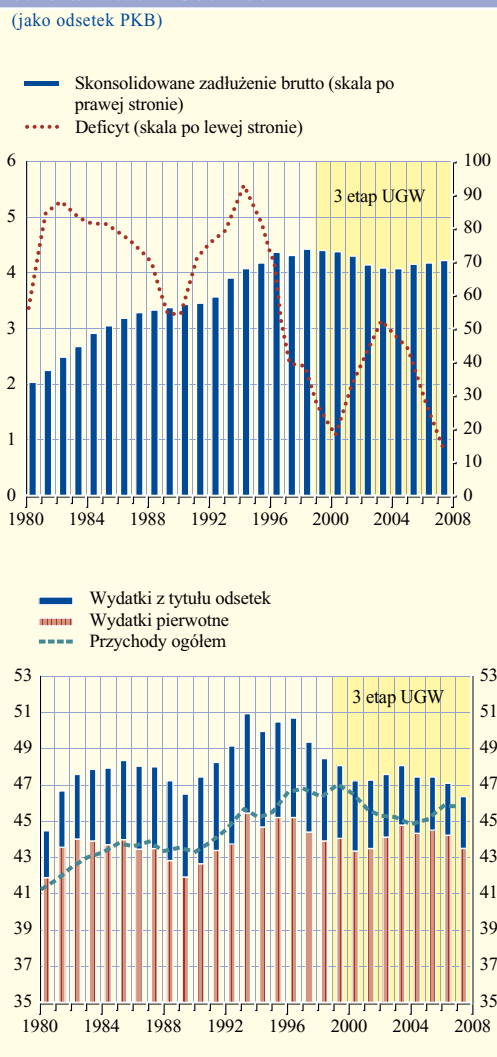
Oprócz reform strukturalnych, nastawiona na stabilność polityka fiskalna stanowi warunek wstępny dla sprawnego funkcjonowania UGW. Kolejny podrozdział omawia kwestie związane z tą dziedziną polityki.

4.2 POLITYKA FISKALNA

Niniejszy podrozdział przypomina o znaczeniu zdrowych finansów publicznych. Przedstawia również przegląd zmian sytuacji fiskalnej przed i w trakcie Trzeciego Etapu UGW, wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu oraz średnio- i długoterminowych wyzwań fiskalnych (szczegółowe informacje na temat ram instytucjonalnych polityki fiskalnej UGW zostały przedstawione w rozdziale 2).

Polityka fiskalna może wywierać istotny wpływ na wzrost gospodarczy i presję inflacyjną poprzez poziom i strukturę przychodów i wydatków instytucji rządowych i samorządowych oraz deficytu budżetowego i długu publicznego¹⁶. Wysoki deficyt może powodować wzrost presji popy-

Wykres 3 Zmiany sytuacji fiskalnej sektora instytucji rządowych i samorządowych strefy euro w latach 1980–2007 (jako odsetek PKB)



Źródła: Komisja Europejska, krajowe banki centralne i obliczenia EBC.
Uwaga: dane nie obejmują przychodów ze sprzedaży licencji UMTS (ang. *Universal Mobile Telecommunications System*).

Polityka fiskalna, która wspiera stabilność ma podstawowe znaczenie dla UGW.

¹⁶ Zob. artykuł pt. *Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices* (Wpływ polityki fiskalnej na stabilności makroekonomiczną i ceny) w Biuletynie Miesięcznym z kwietnia 2004 r.

towej i inflacyjnej, potencjalnie zmuszając władze monetarne do utrzymania krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie wyższym niż byłoby to konieczne w innych warunkach. Polityka fiskalna może również podważyć zaufanie do nastawionej na stabilność polityki pieniężnej, jeżeli podmioty prywatne zaczną oczekiwać, że bank centralny będzie ostatecznie pokrywać nadmierne zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych. Zdrowa i zrównoważona polityka fiskalna stanowi zatem warunek wstępny do zapewnienia trwałego wzrostu gospodarczego oraz sprawnego funkcjonowania unii monetarnej, a także uniknięcia nierówności między krajami (zob. rozdział 4.3).

Na szczęblu UE przyjęto wiele ustaleń instytucjonalnych mających na celu zapewnienie odpowiedniej, średniookresowej krajowej polityki fiskalnej oraz zrównoważonych finansów publicznych w UGW. W szczególności Traktat ustanawiający Unię Europejską zobowiązuje państwa członkowskie przyjmujące euro do unikania nadmiernego deficytu budżetowego. Deficyt ten jest mierzony na podstawie wartości referencyjnych w wysokości 3% i 60% PKB dla odpowiednio deficytu budżetowego i wskaźników zadłużenia. Ponadto, przyjęty w 1997 r. i znowelizowany w 2005 r. Pakt Stabilności i Wzrostu zobowiązuje Państwa Członkowskie UE do realizacji odpowiednich celów budżetowych w postaci „zbliżenia się do równowagi lub osiągnięcia nadwyżki” w średnim okresie. Kraje posiadające takie pozycje powinny dysponować wystarczającymi możliwościami, aby pozwolić na działanie „automatycznych stabilizatorów budżetowych”, bez naruszenia 3-procentowego pułapu deficytu, łagodząc tym samym oddziaływanie cyklu koniunkturalnego i przyczyniając się do sprawnego funkcjonowania UGW¹⁷.

SYTUACJA FISKALNA W STREFIE EURO PRZED I W TRAKCIE TRZECIEGO ETAPU UGW

W dekadach poprzedzających utworzenie UGW polityka fiskalna wielu państw europejskich charakteryzowała się niestabilnym tempem wzrostu wydatków, zwiększającymi się obciążeniami podatkowymi oraz stałym kumulowaniem się zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych. W latach 80. i na początku lat 90. ogólny deficyt budżetowy strefy euro wahał się średnio w przedziale 4–5% PKB, a stosunek zadłużenia publicznego do PKB wzrósł z poziomu poniżej 40% do około 70% (zob. wykres 3 i tabela 3). Od tego czasu zagregowana pozycja fiskalna krajów strefy euro uległa znacznej poprawie. Szczególnie w okresie poprzedzającym Trzeci Etap UGW znacznie zmniejszyło się zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych, a do 2000 r. wskaźnik zadłużenia (po potrąceniu wpływów ze sprzedaży licencji UMTS) spadł do 1% PKB. Wskaźnik zadłużenia publicznego w strefie euro odnotował ponowny wzrost w 2003 r., osiągając poziom 3,1% PKB, ale następnie spadł do 0,6% PKB w 2007 r., osiągając najniższy poziom od początku lat 70.

Odnotowywane w ostatnich latach niższe wskaźniki zadłużenia publicznego można w dużej mierze przypisać dużemu spadkowi stóp procentowych, a zatem również obciążeniom związanych ze spłatą odsetek, które od 2005 r. obniżyły się z poziomu 5,5% PKB na początku lat 90. do nieco poniżej 3% PKB. Pomijając ten fakt, ocenę relatywnego udziału przychodów i wydatków pierwotnych instytucji rządowych i samorządowych w konsolidacji fiskalnej komplikuje podatność tych zmiennych na zmiany cykliczne. Jeżeli chodzi o tendencje długookresowe, stosunek pierwotnych wydatków instytucji rządowych i samorządowych do PKB w strefie euro od połowy lat 80. utrzymywał się zasadniczo na stałym poziomie, natomiast stosunek przychodów do PKB odnotował zasadniczy wzrost przed rozpoczęciem Trzeciego Etapu UGW. Od 1999 r. wskaźniki zarówno przychodów, jak i wydatków pierwotnych instytucji rządowych i samorządowych do PKB

Pozycja fiskalna poprawiła się...

...przede wszystkim dzięki niższemu odsetkom.

17 Zob. artykuł pt. *EMU and the conduct of fiscal policies* (UGW a realizacja polityki fiskalnej) w Biuletynie Miesięcznym ze stycznia 2004 r.

Tabela 3 Salda budżetu sektora instytucji rządowych i samorządowych krajów strefy euro w latach 1990–2007

(jako odsetek PKB)

	1990-1998	1999-2007	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgia	-5,0	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-2,3	0,3	-0,2
Niemcy	-	-2,4	-1,5	-1,1	-2,8	-3,7	-4,0	-3,8	-3,4	-1,6	0,0
Irlandia	-	1,6	2,7	4,7	0,9	-0,6	0,4	1,4	1,6	3,0	0,3
Grecja	-	-4,5	-3,4	-3,7	-4,9	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
Hiszpania	-	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
Francja	-	-2,6	-1,8	-1,5	-1,6	-3,2	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7
Włochy	-	-2,9	-1,7	-2,0	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,9
Cypr	-	-2,7	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,4	-2,4	-1,2	3,3
Luksemburg	-	2,3	3,4	6,0	6,1	2,1	0,5	-1,2	-0,1	1,3	2,9
Malta	-	-5,3	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,6	-3,2	-2,5	-1,8
Holandia	-3,0	-0,5	0,4	1,3	-0,2	-2,0	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,4
Austria	-	-1,5	-2,2	-2,1	0,0	-0,6	-1,4	-3,7	-1,5	-1,5	-0,5
Portugalia	-	-3,6	-2,8	-3,2	-4,3	-2,9	-2,9	-3,4	-6,1	-3,9	-2,6
Slowenia	-	-2,4	-3,1	-3,8	-4,5	-2,5	-2,7	-2,3	-1,5	-1,2	-0,1
Finlandia	-	3,9	1,6	6,9	5,0	4,1	2,6	2,4	2,9	4,1	5,3
Sterfa euro	-	-1,9	-1,4	-1,0	-1,9	-2,5	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6

Źródła: Komisja Europejska, krajowe banki centralne i obliczenia EBC.

Uwagi: Wartości za okresy 1990–1998 i 1999–2007 to średnie roczne. Dane dla Niemiec za 1990 r. odnoszą się do Republiki Federalnej Niemiec. Dane nie obejmują przychodów ze sprzedaży licencji UMTS (ang. *Universal Mobile Telecommunications System*).

wahały się na dość wysokim, ale stałym poziomie, co świadczyło o zahamowaniu obserwowanej we wcześniejszych dekadach tendencji w kierunku wyższych wartości tych wskaźników.

Konieczne jest dalsze obniżanie niektórych wskaźników zadłużenia do PKB.

Poprawa zagregowanej pozycji fiskalnej strefy euro w ostatnich dwóch dekadach odzwierciedla wysoki poziom konwergencji w kierunku zrównoważonych finansów publicznych w państwach uczestniczących. Wyliminowany został w szczególności bardzo wysoki deficyt budżetowy odnotowywany w niektórych krajach w latach 80. i na początku lat 90. Zwłaszcza w przypadku krajów z wysokim poziomem długu publicznego znacznie obniżyły się spłaty odsetkowe z tytułu zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych, a w efekcie istotnie spadło obciążenie odsetkowe. Wyniki te można postrzegać w dużej mierze jako korzyść wynikającą z wyliminowania ry-

Tabela 4 Sytuacja fiskalna sektora instytucji rządowych i samorządowych w okresie 1990–2007

(jako odsetek PKB)

	Zadłużenie				Wydatki pierwotne				Wydatki z tytułu odsetek			
	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007	1990-1998	1999-2007	1998	2007
Belgia	127,0	98,8	117,1	84,6	42,9	44,4	43,0	44,9	9,6	5,4	7,4	3,9
Niemcy	d.n.	63,3	60,3	65,0	d.n.	44,1	44,7	41,1	d.n.	2,9	3,4	2,8
Irlandia	d.n.	32,4	54,0	25,5	d.n.	32,4	31,1	35,4	5,8	1,4	3,3	0,9
Grecja	d.n.	100,5	105,8	94,5	d.n.	39,6	41,0	39,4	d.n.	5,5	8,5	3,9
Hiszpania	d.n.	49,3	64,1	36,2	d.n.	36,4	36,9	37,2	4,5	2,4	4,2	1,6
Francja	48,7	61,5	59,4	64,2	49,8	49,8	49,4	50,0	3,2	2,8	3,3	2,6
Włochy	d.n.	106,9	114,9	104,0	d.n.	42,7	41,3	43,8	d.n.	5,4	7,9	4,7
Cypr	d.n.	64,0	58,4	59,8	d.n.	37,9	33,7	40,0	3,1	3,3	3,1	3,1
Luksemburg	d.n.	6,4	7,4	6,8	d.n.	39,6	40,6	37,3	d.n.	0,2	0,4	0,2
Malta	d.n.	63,8	53,4	62,6	d.n.	40,4	39,8	39,3	2,6	3,5	3,2	3,3
Holandia	74,6	51,8	65,7	45,4	46,7	43,0	42,0	43,8	5,6	2,8	4,7	2,2
Austria	d.n.	64,1	64,3	59,1	d.n.	47,7	50,0	45,6	d.n.	3,0	3,5	2,6
Portugalia	56,5	57,5	52,1	63,6	d.n.	42,4	39,5	42,9	d.n.	2,8	3,3	2,9
Slowenia	d.n.	26,8	23,1	24,1	d.n.	44,6	44,1	41,9	2,3	1,9	2,3	1,4
Finlandia	d.n.	41,9	48,2	35,4	d.n.	47,2	49,0	46,1	d.n.	2,0	3,5	1,4
Strefa euro	d.n.	69,0	72,8	66,4	d.n.	44,0	44,0	43,3	d.n.	3,4	4,6	3,0

Źródła: Komisja Europejska, krajowe banki centralne oraz obliczenia EBC.

Uwagi: dane nie obejmują przychodów ze sprzedaży licencji UMTS (ang. *Universal Mobile Telecommunications System*). Dane dla Niemiec za 1990 r. odnoszą się do Republiki Federalnej Niemiec. D.n. = dane niedostępne.

zyka walutowego oraz przejścia na bardziej nastawioną na stabilność politykę makroekonomiczną w UGW¹⁸. Oznacza to jednak mniejszą poprawę środków w zakresie deficytu pierwotnego. Ponadto, nastąpiła tylko ograniczona poprawa wskaźników zadłużenia instytucji rządowych i pozarządowych do PKB. Niepokojący jest również fakt, że w niektórych państwach członkowskich strefy euro wskaźnik zadłużenia nadal utrzymuje się na poziomie powyżej wartości referencyjnej 60% PKB w 2007 r. (zob. tabela 4).

WDRAŻANIE PAKTU STABILNOŚCI I WZROSTU

Od 1999 r. proces wdrażania ram nadzoru fiskalnego UGW musiał sprostać wielu wyzwaniom związanym z sytuacją fiskalną w państwach strefy euro. Choć pewnej liczbie państw udało się osiągnąć i/lub utrzymać pozycję fiskalną „bliską równowadze lub wykazującą nadwyżkę”, zgodnie z „częścią zapobiegawczą” Paktu Stabilności i Rozwoju (tj. procedurami mającymi na celu zapobieganie wystąpieniu nadmiernego deficytu), inne nie odniosły sukcesu w tym zakresie. Niektórym państwom regularnie nie udawało się zrealizować ustalanych w rocznych programach stabilności średniookresowych celów budżetowych z powodu zbyt optymistycznych założeń makroekonomicznych i fiskalnych, a brak wysiłków na rzecz konsolidacji i przekraczanie założonego poziomu wydatków częściowo odzwierciedlały brak woli politycznej do wywiązywania się z zobowiązań.

W konsekwencji podczas okresu tendencji zniżkowej w gospodarce w latach 2001–2003 deficyt kilku państw (Francja, Grecja, Holandia, Niemcy, Portugalia i Włochy) osiągnął lub przekroczył wartość referencyjną 3% (zob. tabela 3). W tym kontekście pojawiły się rozbieżne opinie co do właściwego sposobu wdrażania „części korygującej” Paktu (tj. procedur mających na celu zapewnienie szybkiej korekty nadmiernego deficytu). Zakończyło się to podjęciem przez Radę ECOFIN w listopadzie 2003 r. decyzji o zawieszeniu procedur nadmiernego deficytu wobec Francji i Niemiec. Dalsze dyskusje doprowadziły do zakończonej wiosną 2005 r. reformy Paktu (zob. rozdział 2).

Od 2005 r. wdrażanie zreformowanego Paktu Stabilności i Wzrostu zostało ułatwione, bo polepszyła się sytuacja gospodarcza i szczególnie dynamicznie wzrosły przychody instytucji rządowych i samorządowych. W rezultacie we wszystkich krajach strefy euro deficyt budżetowy został obniżony do poziomu 3% PKB lub niższego. Nadal utrzymują się jednak wyraźne różnice dotyczące zakresu, w jakim owe „dobre czasy” zostały wykorzystane w celu przyspieszenia konsolidacji fiskalnej. Przykładowo, podczas gdy wyższe wpływy podatkowe umożliwiły Niemcom osiągnięcie w 2007 r. równowagi budżetowej, we Francji i we Włoszech dochody nadzwyczajne zostały wykorzystane w dużej mierze na zwiększenie poziomu wydatków lub obniżenie podatków. W rezultacie deficyt tych krajów utrzymuje się zasadniczo na poziomie zbliżonym do 3% PKB, pozostawiając niewielkie pole manewru w zakresie polityki fiskalnej w przypadku tendencji zniżkowych lub nie pozostawiając go wcale. Ogólnie rzecz biorąc, proces wdrażania Paktu, nawet od czasu jego zreformowania, można zatem określić jako tylko połowiczny sukces, a jego prawdziwy test dopiero nadejdzie.

ŚREDNIO- I DŁUGOOKRESOWE WYZWANIA FISKALNE

Wolniejsze dochodzenie do stabilności fiskalnej lub niemożność jej utrzymania i fiasko prób obniżenia wskaźników zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych w wielu państwach strefy euro to zjawiska szczególnie niepokojące ze względu na przyszłe wyzwania fiskalne wynikające ze sta-

Polityka fiskalna UGW musiała
odpowiedzieć na wiele wyzwań.

Ogólny proces wdrażania mógłby
zostać usprawniony.

Duże wyzwanie stanowi starzenie
się społeczeństw.

18 Zob. artykuł pt. *Polityka fiskalna a rynki finansowe* w Biuletynie Miesięcznym z lutego 2006 r.

zenia się społeczeństw. Według najnowszych szacunków Komisji Europejskiej oraz Komitetu Polityki Gospodarczej UE, prognozuje się, że w latach 2004-2050 w całej strefie euro nastąpi wzrost wydatków rządowych na emerytury i renty oraz opiekę zdrowotną i długoterminową o 4,7% PKB, przy czym szacunki dla niektórych państw są znaczenie wyższe¹⁹. Oczekuje się, że zaledwie niewielki odsetek tych dodatkowych wydatków zostanie zrównoważony przez niższe wydatki na zasiłki dla bezrobotnych i edukację. Ostatnie szacunki OECD sugerują, że obciążenia fiskalne związane z tym zjawiskiem mogą być jeszcze większe niż wcześniejsze założenia, zwłaszcza w dziedzinie opieki zdrowotnej i długoterminowej (zob. tabela 5)²⁰. Wyraźnie widać, że w przypadku większości państw sama konsolidacja fiskalna nie wystarczy, aby sprostać tym wyzwaniom i konieczne są również kolejne reformy systemowe i/lub parametryczne, zwłaszcza systemów emerytalnych²¹.

Poza tym, głównym wyzwaniem państw strefy euro pozostaje poprawa jakości finansów publicznych w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego. Reformy systemów podatkowych i systemów świadczeń socjalnych mogą podtrzymywać wyższy poziom zatrudnienia i wzrost wydajności. Ponadto, priorytetowe traktowanie i zwiększanie efektywności wydatków publicznych może stworzyć możliwość złagodzenia ciągle wysokich obciążeń podatkowych w wielu państwach członkowskich²².

Polityka fiskalna, która wspiera stabilność stanowi wstępny warunek zapewnienia trwałego wzrostu gospodarczego oraz sprawnego funkcjonowania Unii Monetarnej, a także uniknięcia nierówności między krajami. W kolejnym podrozdziale zostaną przedstawione niektóre tzw. stylizowane fakty dotyczące występujących między państwami różnic realnego tempa wzrostu produkcji i inflacji.

19 Zob. Komisja Europejska (2006), *The long-term sustainability of public finances in the European Union* (Długoterminowa stabilność finansów publicznych w Unii Europejskiej), European Economy nr 4.

20 Zob. Prognozy Ekonomiczne OECD – OECD Economic Outlook, czerwiec 2007.

21 Zob. artykuł pt. *Zmiany demograficzne w strefie euro: prognozy i konsekwencje* w Biuletynie Miesięcznym z października 2006 r. Zob. również A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger i T. Westermann, *Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area* (Makroekonomiczne skutki zmian demograficznych w strefie euro), Dokument Okolicznościowy EBC – ECB Occasional Paper nr 51.

22 Zob. artykuł pt. *Znaczenie reformy wydatków publicznych dla wzrostu gospodarczego i stabilności* w Biuletynie Miesięcznym z kwietnia 2006 r.

Tabela 5 Prognozowane zmiany wybranych wskaźników wydatków związanych ze starzeniem się społeczeństw do PKB w latach 2004–2050¹⁾

	Świadczenia emerytalne (1)		Opieka zdrowotna (2)		Opieka długoterminowa (3)		Ogółem (1+2+3)	
	KE/EPC	OECD	KE/EPC	OECD	KE/EPC	OECD	KE/EPC	OECD
Belgia	5,1	5,1	1,4	3,3	0,9	1,9	7,4	10,3
Niemcy	1,7	2,0	1,2	3,6	1,0	1,9	3,9	7,5
Irlandia	6,4	6,5	2,0	4,0	0,6	3,8	9,0	14,3
Grecja	-	3,9	1,7	3,9	-	2,7	1,7	10,5
Hiszpania	7,1	7,0	2,2	4,1	0,5	2,4	9,8	13,5
Francja	2,0	2,1	1,8	3,5	0,2	1,7	4,0	7,3
Włochy	0,4	0,4	1,3	3,8	0,7	2,9	2,4	7,1
Cypr	12,9	d.n.	1,1	d.n.	d.n.	d.n.	14,0	d.n.
Luksemburg	7,4	7,4	1,2	1,4	0,6	3,1	9,2	11,9
Malta	-0,4	d.n.	1,8	d.n.	0,2	d.n.	1,6	d.n.
Holandia	3,5	3,8	1,3	3,8	0,6	2,0	5,4	9,6
Austria	-1,2	-1,0	1,6	3,8	0,9	2,0	1,3	4,8
Portugalia	9,7	9,3	0,5	4,2	0,4	2,0	10,6	15,5
Słowenia	7,3	d.n.	1,6	d.n.	1,2	d.n.	10,1	d.n.
Finlandia	3,1	3,3	1,4	3,6	1,8	2,4	6,3	9,3
Strefa euro²⁾	2,6	3,0	1,5	3,7	0,6	2,2	4,7	8,9

Źródła: Komitet Polityki Gospodarczej, grupa robocza *Ageing Working Group*, styczeń 2006 oraz OECD (2007): *Economic Outlook*.

Uwaga: d.n. = dane niedostępne.

1) Prognozowana jest niewielka obniżka wydatków spowodowana obniżeniem wydatków na edukację i bezrobotnych.

2) Z wyłączeniem Grecji, Malty i Słowenii.

4.3 RÓŻNICE MIĘDZY PAŃSTWAMI

Ogólna sytuacja makroekonomiczna strefy euro, opisana również w podrozdziale 4.1, przesłania pewną różnorodność występującą wśród państw strefy euro. Niniejszy podrozdział analizuje tę różnorodność po pierwsze pod kątem różnic realnego PKB, a po drugie – pod kątem zmian cen i kosztów w państwach strefy euro²³.

Niektóre różnice w zakresie realnego tempa wzrostu produkcji oraz inflacji w strefie euro, podobnie jak w unii walutowej, są naturalnym zjawiskiem, na przykład różnice powiązane z efektami doganiania, występujące wtedy, gdy poziom dochodów danego państwa „dogania” poziom dochodów innych, bardziej rozwiniętych państw w unii monetarnej. Inne różnice, jeżeli utrzymują się w czasie, mogą stanowić pewne wyzwanie. Takie różnice mogą na przykład świadczyć o nieodpowiedniej krajowej polityce gospodarczej, strukturalnym braku elastyczności lub nieprawidłowym funkcjonowaniu mechanizmów korekty w poszczególnych państwach, które to kwestie powinny zostać podjęte przez krajowych decydentów politycznych. Różnice wynikające z braku transgranicznej wymiany handlowej i integracji muszą zostać wyeliminowane poprzez pełne wdrożenie wspólnego rynku. Aby uniknąć sytuacji, kiedy państwo lub region w strefie euro, które wcześniej doświadczyło krajowego lub regionalnego wstrząsu, wkracza albo w okres utrzymującego się niskiego tempa wzrostu i wysokiego poziomu bezrobocia, albo w długi okres przegrzania gospodarki, konieczne jest dysponowanie skutecznymi mechanizmami korekty. Jednolita polityka pieniężna EBC nie może w bezpośredni sposób eliminować różnic dotyczących wzrostu i inflacji, lecz przyczynia się ona raczej do sprawnego funkcjonowania UGW poprzez utrzymywanie stabilności cen w całej strefie euro.

ZMIANY WZROSTU REALNEGO PKB W PAŃSTWACH STREFY EURO

Aktualny poziom różnic wzrostu produkcji między państwami strefy euro, czy to według standardów historycznych czy to w porównaniu z innymi dużymi strefami walutowymi, jest stosunkowo niski.

Jak można odczytać z wykresu 4, rozproszenie stóp wzrostu realnego PKB w grupie 12 państw tworzących strefę euro w 2001 r., mierzona na podstawie nieważonego odchylenia standardowego, wahała się w okolicach 2 punktów procentowych, nie wykazując na przestrzeni ostatnich 35 lat żadnych wyraźnych tendencji zwykłych ani zniżkowych.

Nie wydaje się, aby aktualny poziom rozproszenia wzrostu produkcji w strefie euro znacząco odbiegał od poziomu odnotowywanego w regionach lub stanach USA (zob. wykres 4)²⁴.

Z analizy sytuacji poszczególnych państw (zob. tabela 6) wynika, że w niektórych przypadkach stopa wzrostu utrzymywała się od początku lat 90. powyżej średniego poziomu strefy euro. Ogólnie rzecz biorąc różnice realnego wzrostu PKB w państwach strefy euro odzwierciedlały w dużym stopniu utrzymujące się różnice tendencji wzrostowych, a w mniejszym zakresie – różnice cykliczne. Wydaje się natomiast, że od początku lat 90. wzrósł poziom synchronizacji cyklu koniunkturalnego w państwach strefy euro.

23 Zob. artykuł pt. *Output growth differentials in the euro area: sources and implications* (Różnice wzrostu produkcji w strefie euro: źródła i konsekwencje) w Biuletynie Miesięcznym z kwietnia 2007 r.

24 Obszerny przegląd dowodów potwierdzających różnice wzrostu produkcji można znaleźć w N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi i N. Vidalis, *Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts* (Różnice wzrostu produkcji między państwami strefy euro: niektóre stylizowane fakty), Dokument Okolicznościowy EBC – ECB Occasional Paper nr 45, 2006.

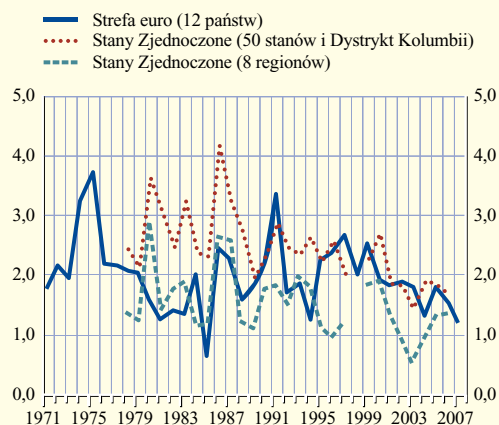
Różnice makroekonomiczne są naturalnym zjawiskiem w unii walutowej.

Umiarkowane różnice dotyczące wzrostu produkcji w strefie euro

Nadal utrzymują się różnice dotyczące wzrostu...

Wykres 4 Poziom rozproszenia wzrostu PKB wśród państw strefy euro oraz stanów i regionów Stanów Zjednoczonych

(odchylenie standardowe nieważone, punkty procentowe)



Źródła: Komisja Europejska i Bureau of Economic Analysis Stanów Zjednoczonych.

Uwaga: w latach 1997–1999 następuje przerwa w dwóch szereгах dla Stanów Zjednoczonych (dane za rok 1998 są niedostępne).

Tabela 6 Stopy wzrostu PKB w krajach strefy euro

(średnie roczne zmiany w procentach)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Strefa euro	2,3	2,0	2,2
Belgia	2,2	3,4	2,3
Niemcy	2,0	2,3	1,5
Irlandia	3,1	6,7	6,4
Hiszpania	2,7	2,5	3,8
Grecja	0,8	1,7	4,1
Francja	2,5	1,7	2,1
Włochy	2,6	1,4	1,4
Cypr	-	4,5	3,7
Luksemburg	4,6	4,4	5,2
Malta	-	4,8	2,4
Holandia	1,7	3,0	2,3
Austria	2,0	2,5	2,3
Portugalia	3,4	2,8	1,7
Słowenia	-	1,4	4,4
Finlandia	3,6	1,3	3,4

Źródła: Eurostat i Komisja Europejska.

Uwaga: dane za 2007 r. to dane szacunkowe Komisji Europejskiej (prognozy z jesieni 2007 r.).

Przyczyny utrzymywania się różnic wzrostu produkcji mogą być powiązane na przykład z polityką strukturalną (w tym z kształtem instytucji), różnym przebiegiem rozwoju czynników podażowych i procesów konwergencji, a także z połączeniem specyficznych dla danego państwa wstrząsów i funkcjonujących mechanizmów korekty.

Różnice wzrostu produkcji mogą częściowo odzwierciedlać długotrwały proces doganiania zachodzący w państwach o niższym dochodzie. W grupie państw strefy euro, które w latach 80. uzyskiwały niskie dochody, znaczące postępy poczyniły kolejno Irlandia, Grecja i Hiszpania, natomiast w Portugalii po wprowadzeniu euro PKB na jednego mieszkańca w stosunku do strefy euro odnotował spadek. Irlandia osiągnęła średnią dla strefy euro już pod koniec lat 90., a w ostatnich latach znacznie przekroczyła ten poziom.

Utrzymywanie się różnic wzrostu produkcji do pewnego stopnia odzwierciedla długotrwały wpływ wstrząsów gospodarczych i polityki strukturalnej. Niewiele dowodów potwierdza, że któryś z głównych wstrząsów obejmujących całą strefę euro w ostatnich latach stanowił sam w sobie istotny czynnik wpływający na utrzymywanie się różnic we wzroście PKB. Dostępna literatura empiryczna pokazuje natomiast, że specyficzne dla poszczególnych państw wstrząsy i zmiany polityki, takie jak reformy polityki fiskalnej i strukturalnej, odegrały większą rolę w generowaniu różnic wzrostu produkcji niż wstrząsy, które objęły całą strefę euro, a skutki tych czynników mogą utrzymywać się przez bardzo długi okres²⁵.

25 Najnowsze analizy tego zagadnienia zostały przedstawione w D. Giannone i L. Reichlin, *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?* (Tendencje i cykle w strefie euro: jaki jest stopień ich różnorodności i czy powinniśmy się tym martwić?), Dokument Roboczy EBC – ECB Working Paper nr 595, 2006, oraz w A. Buisán i F. Restoy, *Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU* (Różnorodność makroekonomiczna między państwami w UGW), Dokument Okolicznościowy Banco de España – Banco de España Occasional Paper nr 0504, 2005.

...po części z powodu procesu „doganiania” oraz ograniczeń w zakresie korekty...

...ale również z powodu polityki fiskalnej i strukturalnej.

Powolne działanie mechanizmów korekty może jeszcze bardziej pogłębić różnice wzrostu produkcji spowodowane wstrząsami specyficznymi dla danego kraju. W unii monetarnej, takiej jak strefa euro, posiadającej wspólną walutę i prowadzącą jednolitą politykę pieniężną, głównym mechanizmem korekty – przy braku wysokiego poziomu mobilności siły roboczej i transferów podatkowych między państwami – jest kanał transgranicznej wymiany handlowej lub konkurencyjności²⁶. Kolejnym kanałem, o nieco innym charakterze, jest „kanał podziału ryzyka” (ang. *risk-sharing channel*)²⁷. Dostępne dowody pokazują, że kanał konkurencyjności wydaje się wymagać, ze względu na strukturalny brak elastyczności oraz brak pełnego wdrożenia jednolitego rynku, stosunkowo długiego okresu adaptacji w strefie euro. Oznacza to, że w odpowiedzi na asymetryczne wstrząsy, zaobserwować można większe różnice cen i inflacji, a także wyższą stopę bezrobocia w skali regionalnej, niż miałyby to miejsce przy wyższym poziomie konkurencyjności transgranicznej i integracji gospodarczej.

RÓŻNICE DOTYCZĄCE INFLACJI I WZROSTU KOSZTÓW PRACY W PAŃSTWACH STREFY EURO

Procesowi realnej konwergencji towarzyszyło zmniejszające się rozproszenie stóp inflacji i wzrostu kosztów pracy w strefie euro. Zmniejszeniu uległy różnice w poziomie inflacji w państwach strefy euro, które obecnie kształtują się na poziomie podobnym do poziomu odnotowywanego w Stanach Zjednoczonych. Rozproszenie stóp inflacji może być spowodowane korektami równowagi oraz konwergencją poziomu cen. Mogą one jednak wynikać również ze strukturalnego braku elastyczności oraz nadmiernego wzrostu płac, co w przypadku utrzymywania się tych różnic przez długi okres mogłoby doprowadzić do utraty konkurencyjności i niekorzystnie wpłynąć na poziom produkcji i zatrudnienia.

Począwszy od lat 90. poziom rozpraszania stóp inflacji w grupie 12 państw tworzących strefę euro w 2001 r. charakteryzował się silną tendencją zniżkową, która zaczęła stabilizować się po 1998 r. (zob. wykres 5).

Dokonując porównania ze Stanami Zjednoczonymi, wieloletnią unią monetarną, na wykresie 5 wykazano, że rozproszenie stóp inflacji w 14 miejskich obszarach statystycznych w USA wahało się w okolicach poziomu odnotowywanego w państwach strefy euro od 2004 r.²⁸

Ogólny poziom inflacji w całej strefie euro w latach 1999–2007 odnotował spadek w porównaniu z latami 1990–1998, z wyjątkiem Holandii, Irlandii Luksemburga, w których nastąpił wzrost (zob. tabela 7). Zestawienie zmian cen pokazuje, że w większości państw strefy euro koszty krajowe wydają się być najważniejszym czynnikiem warunkującym różnice inflacji w stosunku do średniej strefy euro w latach 1999–2005 (zob. tabela 8). Wydaje się, że spośród czynników krajowych, najważniejszą rolę odegrały różnice dotyczące wzrostu jednostkowych kosztów pracy, które z kolei były ściślej powiązane z rozbieżnymi zmianami wysokości płac niż różnice dotyczące wzrostu wydajności pracy. Na różnice inflacji miały jednak również wpływ zmiany kosztów importu.

26 Kanał konkurencyjności działa w następujący sposób: w następstwie wstrząsu dotyczącego płac, lub wstrząsu powodującego wzrost produkcji danego kraju powyżej jej potencjalnego wzrostu, krajowa presja inflacyjna – na płace i inne koszty krajowe – spowoduje pogorszenie się konkurencyjności zewnętrznej. To z kolei stopniowo obniża popyt zagraniczny na import danego państwa, tak że niższy popyt zewnętrzny spowoduje przywrócenie potencjalnego poziomu produkcji i zahamuje wcześniejszą presję inflacyjną.

27 Zasadniczo mechanizm ten oznacza, że konsumpcja nie musi podążać za zmianami produkcji, ponieważ konsumenci mogą zaciągać kredyty i pożyczki za granicą.

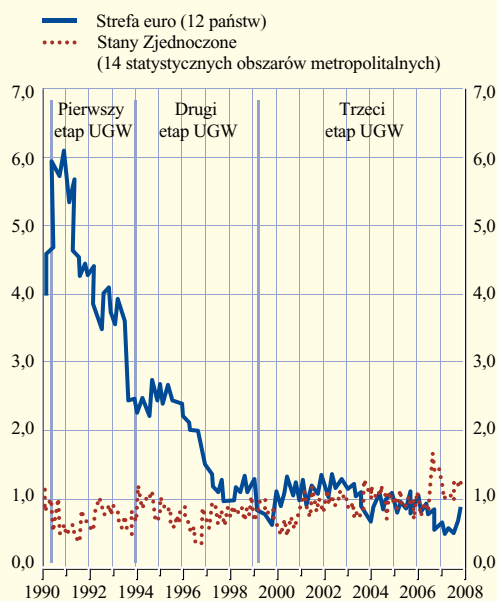
28 114 miejskich obszarów statystycznych objętych analizą to: Nowy Jork, Filadelfia, Boston, Waszyngton, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco i Seattle.

Ogólny poziom inflacji w strefie euro uległ obniżeniu.

Niewielkie różnice inflacji

Wykres 5 Rozproszenie rocznych stóp inflacji w krajach strefy euro oraz w 14 statystycznych obszarach metropolitalnych (ang. MSA) Stanów Zjednoczonych od 1990 r.

(odchylenie standardowe nieważone, punkty procentowe)



Źródła: obliczenia EBC na podstawie Eurostatu i Bureau of Labor Statistics Stanów Zjednoczonych.

Tabela 7 Stopy inflacji CPI/HICP w krajach strefy euro

(średnie roczne zmiany w procentach)

	1980-1989	1990-1998	1999-2007
Strefa euro	7,6	3,0	2,1
Belgia	4,9	2,1	2,0
Niemcy	2,9	2,2	1,6
Irlandia	9,3	2,5	3,4
Hiszpania	19,5	11,8	3,2
Grecja	10,2	4,4	3,1
Francja	7,4	2,1	1,8
Włochy	11,2	4,4	2,3
Cypr	-	-	2,6
Luksemburg	4,8	2,4	2,7
Malta	-	-	2,3
Holandia	2,9	2,2	2,4
Austria	3,8	2,4	1,7
Portugalia	17,7	6,1	2,9
Słowenia	-	-	5,5
Finlandia	7,3	2,5	1,6

Źródło: EBC.

Uwagi: wykorzystano dane odnoszące się do inflacji HICP w miarę ich dostępności, natomiast w okresach wcześniejszych wykorzystano dane dot. inflacji CPI. Dane dot. Słowenii dostępne są od 1996 r. a Cypru i Malty – od 1997 r. Termin „strefa euro” odnosi się do strefy euro zmieniającej się pod względem składu państw członkowskich.

Różnice są normalnym zjawiskiem w unii monetarnej.

Niektóre różnice dotyczące inflacji i kosztów są w unii monetarnej normalnym zjawiskiem. Proces korekty równowagi cen i kosztów w unii monetarnej wiąże się zwykle z korektą cen relatywnych w regionach i sektorach. Taki mechanizm, który do pewnego stopnia jest normalną cechą procesu doganiania lub, bardziej ogólnie, różnic w zakresie tendencji produkcyjności, może powodować wystąpienie różnic inflacji między regionami i sektorami unii monetarnej²⁹.

Różnice inflacji w strefie euro były raczej długotrwałe, w takim znaczeniu, że wiele państw systematycznie utrzymywało albo dodatnią albo ujemną lukę inflacyjną w stosunku do średniego poziomu strefy euro w długim okresie (zob. ramka 1).

Długotrwałe różnice inflacji oraz wzrost kosztów pracy można wyjaśnić za pomocą kilku powiązanych ze sobą wewnętrznie czynników³⁰. Można w szczególności dokonać rozróżnienia na czynniki związane z procesami konwergencji i integracji gospodarczej, czynniki związane z długotrwałymi lub stałymi różnicami krajowych struktur gospodarczych oraz czynniki wywołane

29 Zob. między innymi I. Angeloni i M. Ehrmann (2004), *Euro area inflation differentials* (Różnice inflacji w strefie euro), Dokument Roboczy EBC – ECB Working Paper nr 388 oraz F. Altissimo, P. Benigno i D. Rodríguez-Palenzuela (2004) *Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies* (Różnice inflacji w ramach obszaru walutowego: fakty, wyjaśnienia i polityka), przedstawiony podczas zorganizowanych przez EBC warsztatów *Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area* (Skutki różnorodności na obszarze walutowym dla polityki pieniężnej), Frankfurt, 13-14 grudnia 2004 r., dostępny na stronie internetowej EBC (www.ecb.europa.eu).

30 Zob. artykuł pt. *Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area* (Polityka pieniężna i różnice inflacji na niejednorodnym obszarze walutowym) w Biuletynie Miesięcznym z maja 2005 r.

Tabela 8 Inflacja w latach 1999–2007¹⁾

	Ostateczny deflator popytu			Jednostkowe koszty pracy		
	Zmiana ogółem	Udział w zmianie ogółem		Zmiana ogółem	Udział w zmianie ogółem	
		Koszty krajowe	Koszty importu		Wynagrodzenia	Wydajności pracy (ze znakiem ujemnym)
Belgia	0,3	-0,2	0,5	-0,1	0,4	-0,5
Niemcy	-1,2	-1,2	0,0	-1,4	-1,2	-0,2
Irlandia	0,8	1,0	-0,1	1,5	3,7	-2,1
Grecja	1,5	1,7	-0,2	1,3	4,1	-2,7
Hiszpania	1,5	1,4	0,1	1,2	0,4	0,8
Francja	-0,5	-0,1	-0,4	0,3	0,5	-0,3
Włochy	1,7	0,6	1,1	1,0	0,0	0,9
Cypr	-1,9	-0,8	-1,1	1,6	1,8	-0,2
Luksemburg	1,6	0,1	1,6	1,0	3,5	-2,5
Malta	0,4	0,1	0,3	0,6	1,0	-0,5
Holandia	0,1	0,0	0,1	0,7	1,1	-0,4
Austria	-0,5	-0,5	0,0	-1,2	-0,5	-0,7
Portugalia	0,9	1,1	-0,3	1,6	1,7	-0,1
Słowenia	3,2	1,7	1,5	3,4	6,1	-2,6
Finlandia	-0,8	-0,7	-0,1	-0,4	0,9	-1,2

Źródło: obliczenia EBC na podstawie danych Komisji Europejskiej i Eurostatu.

Uwagi: powyższa tabela ukazuje odchylenia średniego tempa wzrostu każdej ze zmiennych od średniej dla strefy euro. Dane w tabeli należy interpretować w następujący sposób: np. w przypadku Belgii zmiana ogółem ostatecznego deflatora popytu była o 0,3 punktu procentowego wyższa niż zmiana roczna dla całej strefy euro w latach 1999–2007. Udział średnich kosztów importu w Belgii w stosunku do strefy euro wyniósł 0,5 punktu procentowego rocznie, natomiast udział wydatków krajowych w stosunku do strefy euro wyniósł -0,2 punktu procentowego w stosunku do zmiany popytu ostatecznego.

przez politykę, związane z prowadzeniem i funkcjonowaniem krajowej polityki fiskalnej, strukturalnej i płacowej lub z różnymi reakcjami regionalnymi na politykę strefy euro.

Jeżeli chodzi o czynniki związane z konwergencją i integracją gospodarczą, wdrażanie europejskiego wspólnego rynku w pierwszej połowie lat 90., a następnie wprowadzenie w 1999 r. jednolitej waluty, przyczyniło się do wyraźnego zmniejszenia rozproszenia poziomu cen, zwłaszcza w przypadku towarów handlowalnych. Pewne różnice inflacji w pierwszych latach funkcjonowania euro można prawdopodobnie wyjaśnić konwergencją cen dowarów handlowalnych w kierunku wspólnego długoterminowego poziomu.

Różnice inflacji między państwami strefy euro mogą również wynikać z konwergencji poziomu cen niehandlowalnych towarów i usług³¹. Ten efekt doganiania jest często związany z pogłębianiem się różnic między wydajnością sektora handlowego i niehandlowego lub, bardziej ogólnie, z procesem konwergencji standardów życia w PKB na mieszkańca w poszczególnych gospodarkach. Na przykład w wyniku tzw. efektu Balassy-Samuelsona państwa wykazujące wyraźne różnice sektorowe dotyczące zmian wydajności w porównaniu z innymi państwami (odnotowującymi większy wzrost wydajności w sektorze towarów handlowalnych) zwykle odnotowywały stosunkowo wyższy wzrost płac oraz inflacji w sektorze towarów niehandlowalnych. W ramach unii walutowej, w której nie ma możliwości wzmocnienia nominalnego kursu walutowego, takie państwo odnotowywałoby wyższy poziom ogólnej relatywnej inflacji zasadniczej. Wyniki z badań potwierdzające ten efekt są jednak niejednoznaczne.

Po drugie, różnice inflacji lub poziomu cen mogą wynikać również z normalnych różnic strukturalnych, takich jak różnorodność preferencji konsumentów oraz różnice dotyczące narażenia

Niektóre różnice wynikają z konwergencji poziomu cen.

31 Mianem niehandlowalnych określane są towary i usługi, które w dużym stopniu są przedmiotem obrotu lokalnego.

Niektóre różnice wynikają z nieodpowiedniej polityki.

Różnice mogą powodować straty w zakresie konkurencyjności i wzrostu produkcji.

danego kraju na zmiany kursu euro i cen surowców. Czynniki wyjaśniającymi różnice inflacji mogą być w szczególności różnice poziomu otwartości i struktury handlu międzynarodowego.

Po trzecie, zarówno polityka obejmująca cały obszar, jak i polityka regionalna, mogą same kształtować poziom różnorodności w unii walutowej. Na przykład polityka fiskalna może pogłębiać różnice poziomu inflacji poprzez nieodpowiednie wykorzystanie instrumentów fiskalnych (zob. podrozdział 4.2). Strukturalny brak elastyczności oraz brak pełnego wdrożenia jednolitego rynku może powodować, że w przypadku wyższego poziomu konkurencji transgranicznej i integracji gospodarczej, wystąpią prawdopodobnie większe różnice cenowe. Źródłem różnic inflacyjnych może być również realizowana na poziomie krajowym lub regionalnym polityka strukturalna i płacowa. Na przykład to, że niektóre państwa strefy euro umieszczają w zbiorowych układach pracy klauzule indeksacyjne może opóźnić wprowadzanie niezbędnych korekt i przyczynić się do utrzymywania się różnic inflacyjnych poprzez zwiększanie inercji inflacyjnej w tych państwach.

W efekcie utrzymujących się różnic inflacyjnych w państwach strefy euro pojawiły się różnice rynkowe w zakresie rozwoju krajowych wskaźników konkurencyjności cen. Zharmonizowane wskaźniki konkurencyjności (ang. *Harmonised competitiveness indices – HCI*), opierające się na średnich ważonych relatywnych cen deflowanych przez HICP, dostarczają porównywalnej miary kon-

Ramka I

ZROZUMIEĆ UPORCZYWOŚĆ INFLACJI ORAZ CZYNNIKI KSZTAŁTUJĄCE WYNAGRODZENIA

Poza wstrząsami charakterystycznymi dla danego kraju, istotną przyczyną inflacji i czynników wzrostu są potencjalne różnice w elastyczności cen i płac w różnych krajach. Głębsze zrozumienie czynników wpływających na dynamikę cen i płac w krajach należących do strefy euro ma podstawowe znaczenie w prowadzeniu polityki walutowej. Uwzględniając znaczenie tej kwestii powołano dwie sieci ESBC, tj. Sieć badawczą ds. Uporczywości Inflacji w Eurosystemie – „Inflation Persistence Network” (IPN) i Sieć Badawczą ds. Dynamiki Płac – „Wage Dynamics Network” (WDN). Ramka prezentuje najważniejsze ustalenia tych dwóch grup.

Grupa IPN rozpoczęła prace w 2003 r. Przedstawiła ona rezultaty swoich badań¹ podczas konferencji w grudniu 2004 r. IPN przyjęła trzy podejścia: analizę danych makroekonomicznych, szczegółową analizę danych mikroekonomicznych dotyczących poszczególnych zmian cen zarówno konsumenckich, jak i cen producentów, oraz badania firm w celu określenia głównych czynników, które wpływają na mechanizm ustalania cen.

Główne wnioski płynące z tych analiz są następujące: po pierwsze, w obecnym systemie walutowym stopień uporczywości inflacji został określony jako umiarkowany. Taka sytuacja kontrastuje z doświadczeniami z wcześniejszego okresu wysokiej inflacji, kiedy oczekiwania były w mniejszym stopniu ugruntowane, a wstrząsy inflacji prowadziły do uporczywej inflacji. Po drugie, na podstawie danych mikroekonomicznych z zakresu zmian cen, ceny konsumpcyjne w euro okazały się stabilniejsze niż ceny w Stanach Zjednoczonych. Na przykład poszczególne

¹ Zob. F. Altissimo, M. Ehrmann, F. Smets (2005), „Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence” (Uporczywość inflacji i kształtowanie się cen w strefie euro – podsumowanie danych z badań Sieci badawczej ds. Uporczywości Inflacji w Eurosystemie), Dokument Okolicznościowy EBC – ECB Occasional Paper nr 46.

ceny w strefie euro zmieniają się zazwyczaj co 12-15 miesięcy, a w Stanach Zjednoczonych co 6 miesięcy. Po trzecie, zaobserwowano istotną różnorodność pomiędzy sektorami w kształtowaniu się cen i jednocześnie brak istotnych różnic w poszczególnych krajach jeśli chodzi o częstotliwość zmian cen. Na przykład ceny żywności i energii ulegają zmianom dużo częściej niż ceny usług. Po czwarte, obniżki cen są częste (około 40% zmian cen konsumpcyjnych to spadek cen), co sugeruje, że ceny nie podlegają spadkowi sztywności nominalnej jak uprzednio twierdzono. Po piąte, wyniki badań ankietowych pokazują, że proces korekty cen zazwyczaj przebiega dwustopniowo: przegląd ceny przez firmę, a następnie zmiana ceny. W rzeczywistości przeglądy cen są dużo częstsze niż faktyczne zmiany cen. Odnośnie do czynników zmian cen wyniki badań ankietowych pokazują, że około jedna trzecia firm w strefie euro przestrzega regularnych harmonogramów ustalania cen (ustalanie cen w zależności od czasu), podczas gdy jedna piąta firm zmienia ceny, gdy konkretne wydarzenia powodują wystarczająco duże odchylenie faktycznej ceny od ceny pożądanej (ustalanie cen w zależności od państwa). Pozostałe stosują strategię mieszaną. Zarówno wyniki badań ankietowych, jak i analiza poszczególnych zmian cen sugerują, że ważnym czynnikiem w częstotliwości zmian cen są wahania kosztów ponoszonych przez firmy. Na przykład ceny zmieniają się rzadziej w sektorach, w których płace, również dość stabilne, stanowią znaczną część wszystkich kosztów firmy.

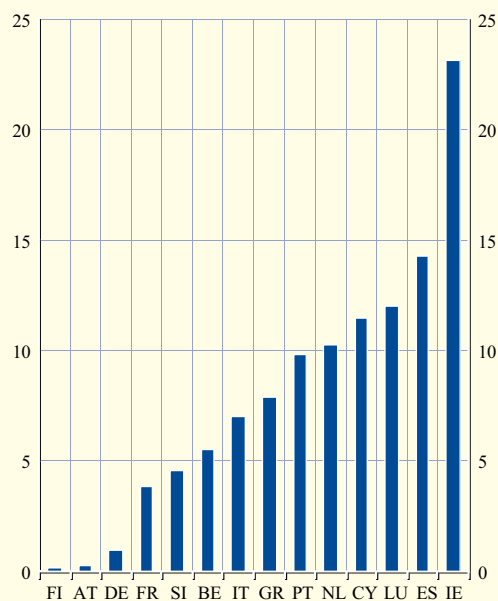
Ustalenia grupy IPN podkreślają potrzebę głębszego zrozumienia czynników warunkujących dynamikę płac. W związku z tym, w 2006 r. powołano WDN. Poza badaczami ze strefy euro w skład WDN wchodzi również badacze z banków centralnych nienależących do strefy euro. Badania prowadzone są w czterech kierunkach. Pierwszy koncentruje się na analizie zagregowanych i sektorowych płac i kosztów pracy oraz ich wpływie na dynamikę cen. Drugi kierunek badań skupia się na analizie danych mikroekonomicznych, ma również na celu m.in. zdefiniowanie charakteru i wysokości płacy oraz braku elastyczności rynku pracy. Po trzecie, WDN zapoczątkował badanie firm w celu określenia głównych mechanizmów leżących u podstaw praktyk ustalania płac. Metaanaliza wyników ma na celu zarysowanie głównych wniosków z badania i określenie odnośnych implikacji dla polityki. Wyniki WDN zostaną zaprezentowane podczas konferencji w czerwcu 2008 r.

kurencyjności cen w poszczególnych państwach strefy euro³². Na wykresie 6 pokazano, że w latach 1999–2007 Niemcy, Austria i Finlandia odnotowały bardzo ograniczony wzrost swoich HCI, co wskazywało na niewielki spadek tej miary konkurencyjności cen. Szczególnie silny wzrost HCI wystąpił natomiast w Irlandii i Hiszpanii. Na podobną niejednorodność zmian konkurencyjności w państwach strefy euro wskazują zmiany relatywnych jednostkowych kosztów pracy. Zmiany relatywnych cen lub kosztów są jednym z podstawowych kanałów korekty w strefie euro. Obniżanie jednostkowych kosztów pracy nie jest agresywną polityką zubożenia sąsiada (ang. *beggar thy neighbour*). Wręcz przeciwnie, obniżenie kosztów pracy zmniejsza presję inflacyjną, co zwykle przyczynia się do występowania niższych stóp procentowych w całej strefie euro. Trwale obniżenie kosztów, oprócz pozytywnych skutków w postaci większej konkurencyjności i wyższej wydajności handlu, wywiera również pozytywny wpływ na poziom zatrudnienia strukturalnego. Przedłużającą się utratą konkurencyjności cen i kosztów, jeżeli nie towarzyszy jej korekta równowagi tych po-

32 Zob. ramka *The introduction of harmonised competitiveness indicators for euro area countries* (Wprowadzenie zharmonizowanych wskaźników konkurencyjności dla państw strefy euro) w Biuletynie Miesięcznym z lutego 2007 r. Rozszerzając ten zbiór HCI w przyszłości, warto będzie porównać obecny zbiór bazujący na zmianach cen konsumenckich ze wskaźnikami bazującymi na deflatorach obejmujących mniejszą liczbę niehandlowalnych produktów i usług, które mogą mieć większy związek z konkurencyjnością sektorów zewnętrznych państw.

Wykres 6 Zharmonizowane wskaźniki konkurencyjności w krajach strefy euro w latach 1999–2007

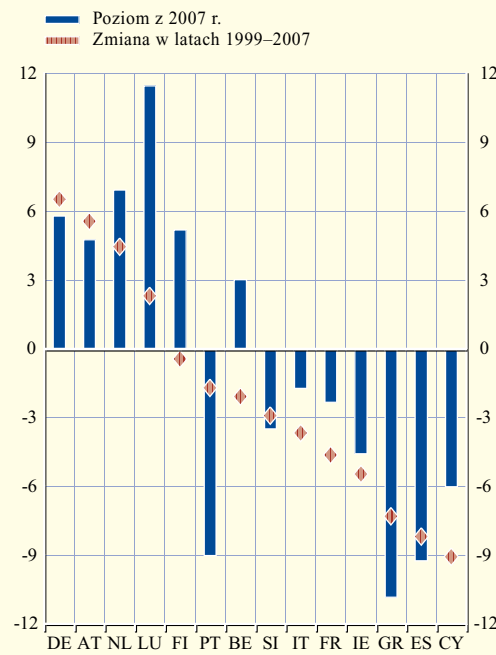
(skumulowane zmiany procentowe)



Źródło: obliczenia EBC na podstawie danych Eurostatu.
Uwagi: średnie ważone relatywnych stóp inflacji EBC skorygowane wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych w porównaniu do grupy 44 partnerów handlowych i państw strefy euro. Wzrost odzwierciedla realną efektywną aprecjację, tzn. spadek wskaźnika konkurencyjności krajowej. Państwa uszeregowano wg wzrostu wskaźnika.

Wykres 7 Saldo obrotów bieżących w 2007 r. oraz skumulowane zmiany w krajach strefy euro w latach 1999–2007

(poziomy jako odsetek PKB, skumulowane zmiany w punktach procentowych jako odsetek PKB)



Źródło: obliczenia EBC na podstawie danych Komisji Europejskiej.

Konieczne jest znalezienie rozwiązań dla utrzymujących się różnic.

zycji, może niekorzystnie wpływać na poziom produkcji i zatrudnienia, a także na bilans wymiany handlowej i saldo obrotów na rachunku bieżącym (zob. wykres 7)³³.

Podsumowując, utrzymywanie się różnic inflacji i wzrostu przez długi okres może w wielu przypadkach być zjawiskiem równowagi uwarunkowanym procesami doganiania i/lub różnicami tendencji potencjalnego wzrostu. Jeżeli jednak powodem tych różnic jest brak efektywności strukturalnej lub błędna polityka krajowa (w tym polityka płacowa), mogą być one źródłem obaw. Ponieważ w strefie euro nie ma już możliwości wyboru polityki pieniężnej i polityki kursu walutowego, istotne jest zapewnienie właściwego funkcjonowania pozostałych mechanizmów dostosowywania się do wstrząsów. Nieelastyczne mechanizmy ustalania cen i płac lub ciągle, nadmierne zmiany płac mogą w niektórych państwach opóźnić niezbędne dostosowanie cen relatywnych do wstrząsów gospodarczych i powodować wydłużenie okresu stosunkowo wysokiej inflacji. To z kolei może przyczynić się do nagromadzenia się braku równowagi wewnętrznej oraz utraty konkurencyjności cen i kosztów w ramach strefy euro, która mogłaby również obniżyć poziom produkcji i zatrudnienia. Skuteczne i sprawne funkcjonowanie korekt gospodarczych

³³ Zob. ramka *Current account balances across the euro area countries from a savings and investment perspective* (Bieżące salda rachunków państw strefy euro z perspektywy oszczędności i inwestycji) w Biuletynie Miesięcznym z lipca 2007 r.

w strefie euro wymaga usunięcia przeszkód instytucjonalnych dla elastycznych mechanizmów ustalania płac i cen oraz zakończenia procesu tworzenia jednolitego rynku, a zatem większej konkurencyjności krajowej i transgranicznej (zob. podrozdział 4.1), a także ostrożnej polityki fiskalnej.

W przypadku państw dążących do przystąpienia do strefy euro w przyszłości, ogromne znaczenie ma również polityka oparta na rzetelnych podstawach. Proces rozszerzania strefy euro zostanie omówiony w kolejnym podrozdziale.

4.4 ROZSZERZENIE STREFY EURO

Niniejszy podrozdział przedstawia proces rozszerzania strefy euro od 1999 r., opisuje obecną sytuację w odniesieniu do przyszłego rozszerzenia oraz podkreśla potrzebę trwałej konwergencji jako warunku niezbędnego do przystąpienia do strefy euro (zob. też rozdział 1).

TRZY RUNDY ROZSZERZENIA STREFY EURO

Jak wspomniano w rozdziale 2, od momentu wprowadzenia euro w 11 krajach członkowskich UE w 1999 r. dalsze rozszerzenie strefy euro miało miejsce trzykrotnie – obecnie należy do niej 15 państw.

PRZYSZŁE ROZSZERZENIE STREFY EURO

Obecnie 12 krajów UE, zróżnicowanych pod względem statusu prawnego i poziomu konwergencji, nie wprowadziło jeszcze waluty euro. Dania i Wielka Brytania uzyskały specjalny status oparty na klauzuli „opt-out”, w którym oceny osiągniętego poziomu konwergencji potrzebnego do wejścia do strefy euro dokonuje się jedynie na wniosek tych państw.

Pozostałe kraje (Bułgaria, Czechy, Estonia, Łotwa, Litwa, Węgry, Polska, Rumunia, Słowacja i Szwecja) zostały objęte derogacją. Oznacza to, że są zobowiązane do przyjęcia euro, lecz ostateczny termin i optymalna ścieżka konwergencji prowadząca do przyjęcia waluty euro musi być rozpatrywana dla każdego kraju z osobna.

Wprowadzenie waluty euro wymaga pozostawienia waluty danego kraju w ERM II przynajmniej przez dwa lata bez poważnych napięć przed oceną poziomu konwergencji i podlega zgodności z innymi kryteriami z Maastricht.

Do ERM II należy pięć państw członkowskich UE, które znajdują się obecnie poza strefą euro. Dwa kraje przyłączyły się do mechanizmu w innym terminie, natomiast niektóre z nich na podstawie jednostronnych zobowiązań do utrzymania kursów walutowych. Dnia 1 stycznia 1999 r. do ERM II przystąpiła Dania z pasmem wahań obejmującym odchylenie +/- 2,25% od centralnego kursu wymiany. Dnia 28 czerwca 2004 r. do ERM II dołączyły Estonia i Litwa (oraz Słowenia). Zarówno Estonia, jak i Litwa dołączyły z pasmem wahań na poziomie +/- 15%. Kraje te zdecydowały się ponadto utrzymać w mocy porozumienia izb walutowych w ramach zobowiązania jednostronnego. Dnia 2 maja 2005 r. do ERM II przyłączyła się również Łotwa (wraz z Cyprzem i Maltą). Kraj ten zdecydował się na przystąpienie z pasmem wahań na poziomie +/- 15%, ale utrzymał pasmo wahań na poziomie +/- 1% w ramach zobowiązania jednostronnego. Dnia 25 listopada 2005 r. do ERM II przystąpiła Słowacja z pasmem wahań na poziomie +/- 15%.

12 krajów UE nie wprowadziło jeszcze waluty euro.

Pięć krajów w ERM II

Tabela 9 Plany integracji monetarnej państw członkowskich UE spoza strefy euro

Państwo	Plany odnośnie do przystąpienia do ERM II	Plany odnośnie do wprowadzenia waluty euro
Bulgaria	W najbliższym możliwym terminie.	Bulgaria planuje przyjąć walutę euro w najbliższym możliwym terminie.
Czechy	Przystąpienie do ERM II wyłącznie na minimalny okres dwóch lat przed przystąpieniem do UGW. Polityka celu inflacyjnego zostanie utrzymana do momentu zakończenia integracji monetarnej. Stan gotowości do przystąpienia do ERM II i strefy euro oceniany jest co rok przez rząd i krajowy bank centralny.	Według aktualnej „Strategii przystąpienia Czech do strefy euro”, zatwierdzone przez czeskie władze w sierpniu 2007 r. niektóre parametry niezbędne do wprowadzenia waluty euro nie osiągnęły jeszcze zadowalających wartości. Główne przeszkody wynikają z potrzeby zwiększenia elastyczności gospodarki oraz z konsolidacji polityki fiskalnej.
Dania	Przystąpiła.	W chwili obecnej Dania nie planuje wprowadzenia waluty euro. Referendum na ten temat, które odbyło się we wrześniu 2000 r., zakończyło się wynikiem 53% głosów przeciw.
Estonia	Przystąpiła.	Estonia planuje przyjąć walutę euro w najbliższym możliwym terminie.
Łotwa	Przystąpiła.	Łotwa planuje przyjąć walutę euro w najbliższym możliwym terminie.
Litwa	Przystąpiła.	Litwa planuje przyjąć walutę euro w najbliższym możliwym terminie.
Węgry	Uaktualnienie Programu Konwergencji nie określa przewidywanej daty przystąpienia do ERM II. Mówi ono jedynie, iż decyzja powinna być uzależniona od przywrócenia wiarygodności fiskalnej.	Program Konwergencji nie określa przewidywanej daty przystąpienia do strefy euro.
Polska	Uczestnictwo w ERM II jedynie przez minimalny okres dwóch lat. Nie wyznaczono konkretnej daty przystąpienia do ERM II.	Program Konwergencji nie określa konkretnej daty przyjęcia waluty euro.
Rumunia	Zgodnie z Programem Konwergencji 2007 Rumunia nie planuje przystąpienia do ERM II przed 2012 r. Zamierza ona pozostać w ERM II przez minimalny okres wymagany do wprowadzenia waluty euro.	Najwcześniej w 2014 r.
Słowacja	Przystąpiła.	Słowacja zamierza osiągnąć fiskalną wartość referencyjną w 2007 r. natomiast jej wstąpienie do strefy euro planowane jest na 2009 r.
Szwecja	Obecnie nie planuje.	Obecnie nie planuje. Referendum na ten temat, które odbyło się we wrześniu 2003 r., zakończyło się wynikiem 56% głosów przeciw.
Wielka Brytania	Obecnie nie planuje.	Po przeprowadzeniu przez rząd pięciu testów z wynikiem pozytywnym.

Źródło: ESBC.

Obecnie Bułgaria, Czechy, Węgry, Polska, Rumunia i Szwecja są jedynymi państwami członkowskich objętymi derogacją, które nie weszły jeszcze do ERM II (zob. tabela 9).

POTRZEBA TRWAŁEJ KONWERGENCJI

W celu przystąpienia do strefy euro państwa członkowskie muszą spełnić wiele prawnych i gospodarczych kryteriów konwergencji. Spełnienie ich w sposób trwały zapewnia sprawne dołączenie do unii walutowej. Podejście to opiera się na silnych przesłankach gospodarczych. Kraj przystępujący do unii walutowej traci możliwość stosowania polityki stóp procentowych. Z uwagi na to, że decyzje w zakresie polityki pieniężnej w UGW są podejmowane na postawie sytuacji gospodarczej panującej w całej strefie euro, trwała konwergencja gospodarcza jest konieczna, aby gospodarka danego kraju była dostatecznie przygotowana do funkcjonowania w unii walutowej.

Wprowadzenie euro może przynieść korzyści państwu, które osiągnęło trwałą konwergencję. Należy do nich wyeliminowanie ryzyka walutowego w odniesieniu do głównych partnerów handlowych, obniżenie kosztów transakcji i informacji, lepsza ochrona przed zawirowaniami finansowymi, obniżenie premii za ryzyko oraz niższe długoterminowe stopy procentowe wynikające z wiarygodnych ram polityki fiskalnej i walutowej. Dla strefy euro jako całości, a także dla UE, główną zaletę rozszerzenia strefy euro stanowi zakończenie procesu tworzenia wewnętrznego rynku produktów, usług i kapitału. Jednak korzyści te nie dotyczą przypadków przedwczesnego przyjęcia euro, które może tylko zaszkodzić. Różnice w cyklach koniunkturalnych mogą prowadzić do „nieoptymalnych” stóp procentowych w kontekście krajowym (z perspektywy zarówno stabilizacji gospodarczej, jak i rozdziału zasobów) oraz pojawienia się lokalnych „baniek spekulacyjnych” lub „kryzysów”. Jeśli konwergencja nie jest trwała, kraj może popaść w problemy dotyczące konkurencyjności, które nie będą już mogły być rozwiązane poprzez korekty kursów wymiany. W przypadku elastyczności cenowej i płacowej niewystarczającej, aby dostosować się do zmian w konkurencyjności i/lub wstrząsów, może również wystąpić ryzyko przedłużających się strat gospodarczych. W odniesieniu do strefy euro jako całości przedwczesne wprowadzenie euro może doprowadzić do spadku wiarygodności projektu UGW.

Raporty o konwergencji EBC³⁴ podkreślają to, że konwergencja musi mieć charakter trwały, a nie tymczasowy. Z tego powodu w analizie poszczególnych krajów tak wiele uwagi poświęcono zagadnieniu trwałości konwergencji. W związku z powyższym przegląd sytuacji gospodarczej w analizowanych krajach ma charakter retrospektywny i zasadniczo obejmuje ostatnich dziesięć lat. Dzięki temu można lepiej określić, w jakim stopniu obecne wyniki są rezultatem rzeczywistych zmian strukturalnych, co z kolei pozwala na lepszą ocenę trwałości konwergencji gospodarczej. W odpowiednim stopniu i zakresie została również zastosowana perspektywa prognostyczna. W tym kontekście należy zwrócić szczególną uwagę na istotną zależność pomiędzy trwałością korzystnych procesów gospodarczych, a właściwymi i przynoszącymi trwałe efekty reakcjami strategicznymi na obecne i przyszłe wyzwania. Ogólnie rzecz biorąc podkreśla się, że zapewnienie trwałości konwergencji gospodarczej zależy zarówno od osiągnięcia silnej pozycji wyjściowej, jak i od polityki prowadzonej już po przyjęciu waluty euro.

Prawne kryteria konwergencji zobowiązują kraje mające znaleźć się w strefie euro do wdrożenia prawnych podstaw uczestnictwa w unii walutowej, co stanowi podstawę niezależności banku centralnego.

Gospodarcze kryteria konwergencji gwarantują, że kraje ubiegające się o członkostwo ustanowiły warunki dotyczące gospodarki prowadzące do utrzymania stabilności cen i spójności w ramach strefy euro. Ramy analizy uwzględniają zmiany cen, sald budżetowych, wskaźników zadłużenia, kursów walut i długoterminowych stóp procentowych oraz inne czynniki. Wdrażania tych kryteriów dotyczą następujące zasady ogólne:

1. Poszczególne kryteria są interpretowane i stosowane w sposób rygorystyczny.
2. Kryteria zapewniają spójne i zintegrowane podejście. Wszystkie kryteria muszą być spełnione. Traktat wymienia je równorzędnie i nie sugeruje żadnej hierarchii.
3. Kryteria muszą zostać spełnione na podstawie wiarygodnych danych.

34 Zob. *Raport o konwergencji EBC* – maj 2008.

4. Kryteria powinny być stosowane w sposób konsekwentny, przejrzysty i prosty.
5. Konwergencja musi być osiągnięta na trwałe, a nie tymczasowo.

Kraj może przystąpić do strefy euro dopiero w momencie spełnienia prawnych i gospodarczych kryteriów w sposób trwały. Jednak przyjęcie euro to jeszcze nie wszystko, nie jest samo w sobie receptą na sukces. Po przyjęciu euro kraje muszą kontynuować odpowiednią politykę, by przetrwać w strefie euro (zob. podrozdziały 4.1, 4.2 i 4.3).

4.5 WYZWANIA I PLANY NA PRZYSZŁOŚĆ

Poprzednie podrozdziały pokazują, że elastyczność gospodarcza i integracja to warunki konieczne do sprawnego funkcjonowania strefy euro, gdyż poszczególne gospodarki lub regiony ze strefy euro mogą odczuwać poszczególne zmiany. Co więcej, strefa euro nieustannie musi stawiać czoła wstrząsom i wyzwaniom, na przykład w dziedzinie światowej konkurencji czy zmian cen energii. Jednocześnie w unii walutowej nie ma już możliwości wyboru polityki pieniężnej i polityki kursu walutowego. Aby uniknąć sytuacji, kiedy to państwo lub region w strefie euro, które wcześniej doświadczyło określonego lub asymetrycznego wstrząsu, wkracza albo w okres przedłużającego się niskiego tempa wzrostu i wysokiego poziomu bezrobocia, albo w długi okres przegrzania gospodarki, konieczne jest dysponowanie skutecznymi mechanizmami korekty.

Bieżące zwiększenie udziału w rynku pracy oraz w zatrudnieniu stanowią zachęcające zmiany, które pokazują, że wcześniejsze reformy rynku pracy, imigracji i spowolnienie wzrostu płac pomogły przezwyciężyć niektóre ograniczenia dotyczące wzrostu, a wynikające ze sztywnych i nadmiernie regulowanych rynków pracy. Potwierdzają również, że polityka pieniężna ukierunkowana na stabilność cen nie jest w żadnym wypadku sprzeczna z tworzeniem miejsc pracy i niskim bezrobociem, a raczej wręcz przeciwnie. Jednak mimo postępu większość krajów strefy euro jest daleka od wyczerpania potencjału do dalszego zwiększania udziału we wskaźnikach aktywności zawodowej i zatrudnieniu. Przeszkody strukturalne wzmocnione przez sztywne otoczenie prawne i regulacyjne, wysokie podatki od dochodów i brak elastyczności związany z regulowaniem wynagrodzenia, wciąż uniemożliwiają lub zniechęcają do aktywnego uczestnictwa w rynku pracy, przez co pozostaje ono niskie, a bezrobocie – wysokie.

W związku z tym, w celu zwiększania zatrudnienia, wydajności i odporności na wstrząsy gospodarcze, szczególnie ważny jest rozwój polityki gospodarczej w krajach strefy euro zgodnie z następującymi wytycznymi. Po pierwsze, w poszanowaniu polityki rynku pracy, rządy i partnerzy społeczni mają również obowiązek zagwarantowania, że ustalanie poziomu płac uwzględnia w sposób wystarczający warunki rynku pracy i nie zagraża konkurencyjności ani zatrudnieniu. Wymaga to wzięcia pod uwagę przez partnerów społecznych różnych warunków na poziomie poszczególnych firm i sektorów oraz zmniejszenie wpływu porozumień płacowych na konkurencyjność i tym samym zatrudnienie w danej firmie lub danym przemyśle, sektorze czy regionie. Wystarczające zróżnicowanie płac poprawi możliwości zatrudnienia dla mniej wykwalifikowanych robotników oraz w regionach i sektorach charakteryzujących się dużym bezrobociem. W związku z tym, nadmiar regulacji takich jak płace minimalne, osłabia tworzenie nowych miejsc pracy, zwłaszcza dla młodych i mniej wykwalifikowanych robotników, jak i dla tych, którym trudno jest wejść na rynek pracy.

Mechanizmy korekty
muszą być skuteczniejsze...

...żeby strefa euro
sprawnie funkcjonowała.

Duże korzyści, ale potrzebne
są dalsze reformy.

Zróżnicowanie płac wspiera
zatrudnienie.

Po drugie, prawidłowe funkcjonowanie korekt na rynku pracy musi iść w parze z zakończeniem tworzenia jednolitego rynku, zwłaszcza w sektorze usług i operatorów sieci. Pogłębiona integracja rynków stymuluje elastyczność cen poprzez wspieranie konkurencji i otwartych rynków produktów. Większa konkurencja transgraniczna i integracja rynków wśród krajów strefy euro przyczyni się do obniżenia cen. Może również przyspieszyć procesy korekt w poszczególnych krajach w razie wstrząsów w danym regionie lub kraju lub różnych wahań koniunkturalnych i tym samym przyczynia się do uniknięcia zbyt wysokiego bezrobocia w danych regionach.

Po trzecie, władze krajowe mogą znacząco przyczynić się do zapewnienia właściwego funkcjonowania mechanizmów korekt w strefie euro, jeśli prowadzą dobrze zaplanowaną i trwałą politykę fiskalną zgodną z kierunkami przedstawionymi w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Co więcej, polityka fiskalna może i powinna przyczyniać się również do wspierania długoterminowego wzrostu poprzez poprawę jakości wydatków i zminimalizowanie gospodarczych środków odstraszających w polityce podatkowej. W tym kontekście szczególnie ważne jest, by władze fiskalne przygotowane były na wyzwania, które przynosi starzenie się społeczeństwa. Wysokie i nieskuteczne wydatki publiczne mogą zahamować aktywność gospodarczą poprzez nałożenie wysokiego obciążenia podatkowego na gospodarkę i przekazywanie środków na bezproduktywne cele. Wyższe ceny kontrolowane, podatki pośrednie, minimalne płace przyczyniają się również do wzrostu presji inflacyjnej, utrudniając prowadzenie polityki walutowej.

Po czwarte, w kontekście strategii lizbońskiej wprowadzić należy niezbędne reformy mające na celu poprawę perspektyw długoterminowego wzrostu w strefie euro i zwiększenie zatrudnienia oraz wydajności. Pozwoli to na poprawę mechanizmów korekty w poszczególnych państwach, regionach i sektorach i dlatego stanowi ważny czynnik podnoszący ogólną odporność na wstrząsy gospodarcze w strefie euro.

Kraje planujące wejście do strefy euro w przyszłości powinny poważnie potraktować powyższe wyzwania w procesie konwergencji i dobrze przygotować się do przystąpienia do strefy euro.

Należy zakończyć proces
tworzenia wspólnego rynku

Bardzo istotna jest solidna
polityka fiskalna i niskie podatki.

Strategia lizbońska wciąż
bardzo ważna

5 POZYCJA MIĘDZYNARODOWA EURO ORAZ JEGO WPŁYW NA WYMIANĘ HANDLOWĄ I PRZEPIŁY KAPITAŁU



Od 1998 r. strefa euro coraz bardziej otwierała się na resztę świata, co znalazło odzwierciedlenie w poziomie wymiany handlowej i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w zakresie aktywów i pasywów. W tym samym czasie zwiększyła się także wymiana handlowa i przepływy kapitałowe między krajami strefy euro. Obroty w zakresie towarów i usług wewnątrz strefy euro wzrosły o około 10 punktów procentowych w stosunku do PKB, co można częściowo przypisać wprowadzeniu euro. Wspólna waluta podsycała również konkurencję w strefie euro oraz sprzyjała konwergencji cen w transakcjach wewnątrz tej strefy. W przyszłości te same tendencje zapewne będą się dalej utrzymywać. Jeśli chodzi o przepływy kapitału, wprowadzenie euro zwiększyło falę bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI), w szczególności transgranicznych fuzji i przejęć w przemyśle oraz przepływów portfelowych pomiędzy krajami strefy euro. Na efekty wprowadzenia euro nałożyło się wiele czynników prowadzących do nasilonych przepływów kapitałowych w krajach euro, w tym eliminacja ryzyka kursowego, ograniczenie kosztu kapitału, zastosowanie wspólnych platform transakcyjnych oraz transgraniczna fuzja giełd papierów wartościowych (np. Euronext). Innym aspektem znaczenia euro jest jego zastosowanie poza granicami strefy euro. W ciągu ostatnich dziesięciu lat, rola euro na rynkach międzynarodowych nieco wzrosła, lecz przemiany następowały stopniowo i wydaje się, że w niektórych segmentach rynku uległy zahamowaniu. Ponadto międzynarodowa rola tej waluty jest geograficznie ograniczona do regionów położonych w pobliżu strefy euro. Ten międzynarodowy wymiar znaczenia strefy euro podkreśla potrzebę bliższego dialogu między Eurosystemem i bankami centralnymi na świecie. Dialog taki odbywa się dziś za pośrednictwem różnych kanałów dwustronnych i wielostronnych. Niniejszy rozdział ma następującą strukturę: podrozdział 5.1 poświęcony jest wpływowi euro na wymianę handlową i konkurencyjność, podczas gdy podrozdział 5.2 koncentruje się na wpływie euro na międzynarodowe przepływy kapitału. Podrozdział 5.3 omawia międzynarodową rolę euro, zaś podrozdział 5.4 współpracę międzynarodową w strefie euro ze szczególnym uwzględnieniem roli EBC.

5.1 WYMIANA HANDLOWA W ZAKRESIE TOWARÓW I USŁUG W STREFIE EURO

Gospodarka strefy euro jest stosunkowo otwarta, szczególnie w porównaniu z dwiema pozostałymi wiodącymi gospodarkami światowymi, tj. Stanami Zjednoczonymi i Japonią. W 2006 r. łączona wartość importu i eksportu dóbr i usług stanowiła równowartość 42% PKB w porównaniu z około 32% i 28% PKB odpowiednio w przypadku Japonii i Stanów Zjednoczonych. Na strefę euro przypadało 18% wartości światowego eksportu w porównaniu z około 12% w przypadku Stanów Zjednoczonych, 6% w przypadku Japonii i 10% dla dziesięciu największych krajów eksporterów ropy naftowej. Ponadto otwartość strefy euro w sferze handlu wzrosło znacząco od 1998 r. (o 11 punktów procentowych), w szczególności w efekcie rosnącej wymiany handlowej z nowymi krajami członkowskimi UE i Chinami.

Od 1998 r. handel między krajami strefy euro znacząco wzrósł. Wartość eksportu i importu towarów w strefie euro wzrosła z około 26% PKB w 1998 r., na rok przed wprowadzeniem euro, do 33% PKB w 2007 r. W międzyczasie wymiana handlowa w zakresie usług w strefie euro również wzrosła – z 5% do 7% PKB. W 2007 r. wymiana handlowa między krajami strefy euro stanowiła równowartość około połowy całkowitego wolumenu wymiany handlowej strefy euro.

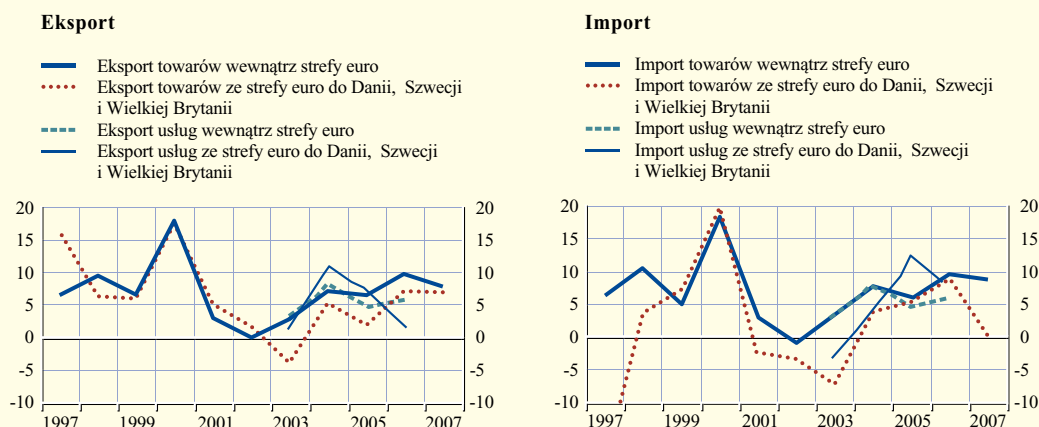
Rozwój wymiany handlowej strefy euro z Danią, Szwecją i Wielką Brytanią pokazuje, że przyjęcie euro w większym stopniu zwiększyło wolumen handlu w krajach strefy euro niż pozytywne oddziaływanie korzystnych efektów dalszej integracji UE i jednolitego rynku. Od 1998 r. wzrost eksportu towarów ze strefy euro do trzech krajów UE15, które nie przyjęły euro, był w ujęciu rok do roku o średnio 3% niższy niż wzrost eksportu w tym samym ujęciu wewnątrz strefy euro.

Gospodarka strefy euro jest stosunkowo otwarta w porównaniu z gospodarkami Stanów Zjednoczonych i Japonii.

Wymiana handlowa między krajami strefy euro gwałtownie wzrosła po 1998 r.

Wykres 1 Rozwój wymiany handlowej wewnątrz strefy euro w porównaniu z wymianą handlową między strefą euro a Danią, Szwecją i Wielką Brytanią w latach 1996–2007

(wartości; wzrost w ujęciu rok do roku)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Uwagi: szacunki na 2007 r. oparte są na danych z pierwszej połowy 2007 r. Dane dotyczące wymiany handlowej w zakresie usług są dostępne dopiero począwszy od 2002 r.

W tym samym czasie wzrost importu z tych krajów był średnio o 2% niższy niż import z krajów należących do strefy euro. W sferze usług roczny wzrost przepływów wewnątrz strefy euro był w rzeczywistości niższy niż wzrost wymiany handlowej z trzema krajami nienależącymi do tej strefy, być może z powodu większej specjalizacji Wielkiej Brytanii w dziedzinie usług i wciąż bardzo rozdrobnionego rynku wewnętrznego UE w tym zakresie (zob. wykres 1).

Poniżej badamy bliżej konsekwencje Unii Gospodarczej i Walutowej (EMU) na podstawie licznych studiów empirycznych w celu odróżnienia efektów stymulacji wymiany handlowej przez wprowadzenie euro od innych czynników, które odcisnęły swoje piętno na poprzedniej dekadzie (wliczając w to, na przykład, postępującą integrację Unii Europejskiej i szybkie tempo globalizacji).

WPLYW EURO NA WZROST WYMIANY HANDLOWEJ W ZAKRESIE TOWARÓW

Przy niezmiennych warunkach oczekuje się, że utworzenie unii walutowej będzie stymulowało handel między jej członkami poprzez wyeliminowanie zmienności kursu walutowego, a więc także niepewności co do spodziewanego zwrotu i zysków, spowodowanej wahaniami kursu. Oprócz aspektu związanego ze zmiennością kursu walutowego może powstać także dodatkowy impuls dla handlu wewnątrz strefy wynikający z unii walutowej i monetarnej, tzw. efekt Rose'a¹.

W ciągu ostatnich kilku lat rosła liczba badań empirycznych poświęconych wpływowi euro na wymianę towarową, natomiast wpływ na wymianę w zakresie usług nie znalazł do tej pory ujęcia ilościowego ze względu na skąpą liczbę dostępnych danych. Zasadniczo badacze zgadzają się, że wprowadzenie euro miało pozytywny wpływ na wymianę handlową w strefie euro. Jednakże osza-

¹ Efekt Rose'a (*Rose effect*) uzyskał swoją nazwę od Andrew Rose'a, ekonomisty, który jako pierwszy wysunął sugestię, że związki monetarne są w stanie podwyższyć poziom obrotów handlowych niezależnie od pozytywnych efektów wynikłych z eliminacji zmienności kursów wymiany. Rose, Andrew K., 2000, *One money, one market: the effect of currency unions on trade*, „Economic Policy” 30, str. 7-46.

Wymiana handlowa między krajami strefy euro jest średnio o 2 do 3% większa w wyniku wprowadzenia euro.

cowania rozmiarów tego wpływu dostarczyły bardzo rozbieżnych wyników, głównie z powodu różnych metodologii przyjmowanych w analizach. Wydaje się, że ekonomiści są zgodni, że wspólna waluta zwiększyła wzrost wymiany handlowej krajów strefy euro o średnio 2 do 3 punktów procentowych². Ocena ta jest spójna ze wstępnymi wskazaniem zaprezentowanymi na wykresie 1. Natomiast wcześniejsze estymacje wskazujące na większy wpływ euro mogły być przeszacowane. Mała liczba uprzednio dostępnych obserwacji dotyczących okresu obowiązywania Unii Gospodarczej i Walutowej sprawiał, że do niedawna trudno było odróżnić efekty w zakresie wymiany handlowej spowodowane działaniem euro, jednolitego rynku czy ogólnym wzrostem obrotów handlowych między strefą euro a resztą świata.

Jeśli chodzi o sektory indywidualne, wyeliminowanie w krajach strefy euro niepewności dotyczącej wahań kursu walutowego sprzyjało wymianie handlowej we wszystkich gałęziach przemysłu. Natomiast efekt Rose'a, tzn. dodatkowy impuls powstający w wyniku stworzenia wspólnej waluty, ma miejsce głównie w takich branżach jak przemysł maszynowy i sektory wytwarzające wysoce zróżnicowane dobra konsumenckie m.in. żywność i artykuły pokrewne³. W większości tych sektorów istnieją wysokie bariery wejścia na rynek po podjęciu decyzji o rozpoczęciu działalności eksportowej, co sugeruje, że redukcja tych kosztów jest kanałem, za pośrednictwem którego euro mogło przyczynić się do zwiększenia wymiany handlowej.

Trwająca analiza eksportu przedsiębiorstw potwierdza ten punkt widzenia, wskazując, że euro pomogło w pierwszym rzędzie zwiększyć liczbę produktów i ich odmian eksportowanych w strefie euro, w mniejszym stopniu wpływając na zwiększenie wolumenu obrotów towarami, których eksport rozpoczął się jeszcze przed 1999 r. Ponadto wspólna waluta mogła wpłynąć na wymianę handlową także poprzez zmianę polityki cenowej eksporterów w strefie euro. Dostępne dane sugerują, że po stworzeniu euro, zmniejszyły się bodźce dla przedsiębiorstw, by prowadzić politykę cenową skutkującą segmentacją rynku w strefie euro przez stosowanie cen różnych cen dla różnych krajów⁴. Równocześnie euro doprowadziło do konwergencji cen pomiędzy krajami członkowskimi strefy euro⁵. Ogólnie, wydaje się, że euro zmniejszyło koszty transakcyjne i stałe ponoszone przez przedsiębiorstwa w strefie euro, a oszczędności częściowo trafiły do konsumentów za pośrednictwem niższych cen.

EURO I KONKURENCYJNOŚĆ STREFY EURO

Jeśli chodzi o wpływ Unii Gospodarczej i Walutowej na konkurencyjność przedsiębiorstw ze strefy euro i ich możliwość odegrania przewodniej roli na rynkach światowych, ostatnie badania wskazują, że euro przyczyniło się do zwiększenia konkurencyjności przedsiębiorstw przez ułatwienie krajom z tej strefy wymiany handlowej i poprzez przyczynienie się do integracji wspólnego rynku UE. Kraje strefy euro są postrzegane jako lepsze bazy dla eksportu i przyciągają więcej firm z sąsiadujących krajów. Większa i bardziej zintegrowana strefa euro, pozwalająca przedsiębiorstwom na korzystanie z rosnącej skali operacji przy obniżających się kosztach krańcowych,

Euro mogło doprowadzić do ograniczenia kosztów przedsiębiorstw strefy euro i do zmniejszenia cen dóbr zbywalnych.

Wprowadzenie euro zwiększyło konkurencyjność przedsiębiorstw.

- 2 Tytułem ilustracji zob. Bun M. and Klassen F. (2007), *The euro effect on trade is not as large as commonly thought* (Oxford Bulletin of Economics and Statistics), t. 69, str. 4.
- 3 Dane z badań sektorowych dostępne np. w: Baldwin R., Skudelny F. i Taglioni D. (2005), *The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies* publikacja robocza EBC – ECB Working Paper No 446; De Nardis S., De Santis R. i Vicarelli C. (2007), *The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?*, ISAE.
- 4 Zob. np. Berthou A. i Fontagné L. (2008), *The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data*, CEPII; oraz Méjean I. i Schweltnus C. (2007), *Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?*, CEPII.
- 5 Zob. np., Allington N., Kattuman P. i Waldman F. (2005), *One market, one money, one price?*, „Journal of Central Banking”, str. 73-115.

Kraje strefy euro stoją w obliczu globalnej konkurencji kosztowej.

Większe udziały w rynkach dla strefy euro w segmentach high-end i tradycyjnych rynkach towarowych

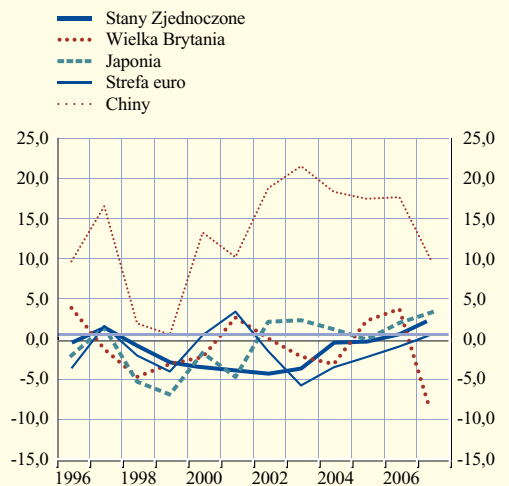
również wiąże się z ostrzejszą konkurencją i z tego powodu większą różnorodnością produktów, większą produktywnością i niższymi cenami⁶.

Dlatego też – przy utrzymaniu się niezmiennych warunków – euro przyczyniło się do zwiększenia wydajności w strefie euro i przez to do lepszego funkcjonowania tej strefy na rynkach światowych. Jednakże wpływ ten dla różnych krajów strefy euro może być odmienny z powodu różnic w jakości środowiska instytucjonalnego i dostępu do technologii, badań i rozwoju.

Przy rosnącej konkurencji w strefie euro pojawiły się na świecie w roli dużych eksporterów kraje konkurencyjne pod względem kosztów produkcji, co zwiększyło także stopień zewnętrznej konkurencji, przed którą stoją kraje strefy euro⁷. Na przykład w ostatniej dekadzie Chiny zwiększały swój udział w światowych rynkach eksportowych średnio w tempie niemal 13% rocznie (zob. wykres 2). Stanowiło to, jak się zdaje, przeciwwagę dla spadków w udziale w rynku eksportu (1,7% rocznie), doświadczanych przez strefę euro i przez inne najważniejsze kraje uczestniczące w wymianie handlowej w tym okresie (ze spadkami wynoszącymi od 1,2% do 1,7% rocznie). Jednakże straty w strefie euro nie były równomiernie rozłożone między krajami. Zaistniały różnice między poszczególnymi gospodarkami strefy euro, przy czym Irlandia i Niemcy stanowiły wyraźny wyjątek, jako że ich udziały w rynku wzrosły w ostatniej dekadzie. Istnieją również różnice między poszczególnymi latami, przy czym największe straty przypadły na lata 2002–2004, które odpowiadały przystąpieniu Chin do Światowej Organizacji Handlu.

Straty strefy euro w udziale w rynkach eksportowych są częściowo wynikiem mechanicznego dostosowania do pojawienia się nowych konkurentów o niższym poziomie dochodów. Jednakże do pewnego stopnia mogą również odzwierciedlać specjalizację eksportu w strefie euro. W szczególności niektóre kraje strefy euro wydają się zbyt zaangażowane w pracochłonne sektory, gdzie gospodarki wschodzące mają względną przewagę komparatywną. Bardziej pozytywne wnioski można wyciągnąć z niedawnych analiz, które pokazują, że w ostatniej dekadzie kraje strefy euro i inne kraje członkowskie również zyskały udziały w rynku dojrzałych gałęzi przemysłu i rynkach produktów o wyższych cenach i jakości, co stanowiło kontrast dla ich stosunkowo słabszych wyników w innych rodzajach działalności eksportowej⁸.

Wykres 2 Roczne zmiany w udziałach w rynkach eksportowych: Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Japonia, strefa euro, Chiny (wartości; w punktach procentowych)



Źródło: obliczenia EBC.

Uwagi: zmiany w udziałach w rynkach eksportowych obliczane są jako różnica między roczną stopą wzrostu eksportu a popytem zagranicznym (gdzie popyt zagraniczny jest definiowany jako charakterystyczna dla danego kraju średnia ważona realnego importu głównych partnerów handlowych, przy czym wagi odpowiadają udziałowi tych państw w eksporcie). Ostatnie dane pochodzą z roku 2007.

6 Ottaviano G., Taglioni D. i di Mauro F. (2007), *Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union*, publikacja robocza EBC – ECB Working Paper – nr 847.

7 Zob. np. Biuletyn Miesięczny EBC, edycja ze stycznia (2008), *Globalisation, trade and the euro area macroeconomy* oraz F. di Mauro i R. Anderton (2007), *The external dimension of the euro area: assessing the linkages*, Cambridge University Press.

8 L. Fontagné, G. Gaulier i S. Zignago (2008), *Specialization Across Varieties and Northsouth Competition*, *Economic Policy*, t. 23 wydanie 53, str. 51-91.

5.2 MIĘDZYNARODOWE PRZEPIŁY KAPITAŁU

Strefa euro jest również stosunkowo otwarta z punktu widzenia rynku finansowego, zaś aktywa i pasywa międzynarodowe przekroczyły 150% PKB w 2006 r. w porównaniu z około 115% dla Stanów Zjednoczonych i 90% dla Japonii. Ponadto otwartość na finansowanie zewnętrzne w strefie euro wzrosło wyraźnie w ostatnich latach, zaś aktywa i pasywa zwiększyły się o około 60% PKB w latach 1999–2006.

Poszczególne kraje strefy euro są dużo bardziej otwarte niż strefa euro jako całość, uwzględniając wysoki poziom zagranicznych inwestycji bezpośrednich oraz aktywność portfelową, która także miała miejsce pomiędzy krajami członkowskimi strefy euro. Na przykład kraje strefy euro jako odbiorcy czy źródła inwestycji były zaangażowane w 57% przepływu światowych bezpośrednich inwestycji zagranicznych w latach 2000–2005. W międzyczasie w posiadaniu rezydentów strefy euro znajdowało się odpowiednio 34% i 44% światowego portfela akcji i obligacji od 2001 r. do 2006 r. Zważywszy, że PKB w strefie euro stanowi zaledwie jedną czwartą światowego PKB, stylizowane fakty świadczą o tym, że euro mogło odegrać ważną rolę w przepływie kapitału, szczególnie między krajami strefy euro.

Kolejne dwa podrozdziały opisują możliwe oddziaływanie wprowadzenia euro na bezpośrednie inwestycje zagraniczne, fuzje i przejęcia oraz inwestycje portfelowe.

WPŁYW UNII GOSPODARCZEJ I WALUTOWEJ NA BEZPOŚREDNIE INWESTYCJE ZAGRANICZNE ORAZ FUZJE I PRZEJĘCIA

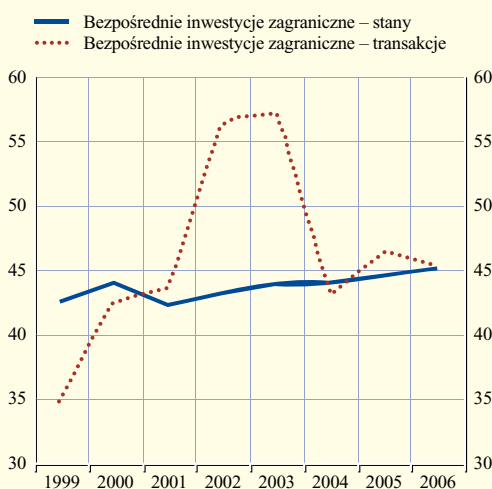
Przedsiębiorstwa mogą dokonywać ekspansji za granicę poprzez fizyczne inwestowanie w innym kraju lub przez fuzje i nabywanie istniejących firm zagranicznych. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne mogą zatem dać firmie dostęp do nowych rynków i kanałów marketingowych, jak również nowych technologii, produktów i kwalifikacji. Dla kraju lub zagranicznej firmy, która przyjmuje inwestycje, może to stanowić źródło nowych technologii, kapitału, procesów, produktów, technologii organizacyjnych i umiejętności menedżerskich i w związku z tym dostarczać silnych bodźców do rozwoju gospodarczego. Ogólnie, bezpośrednie inwestycje zagraniczne mogą podnieść wydajność zarówno w krajach pochodzenia inwestycji, jak i w krajach je przyjmujących.

Europejska integracja gospodarcza i finansowa zdaje się przyciągać bezpośrednie inwestycje zagraniczne w sektorze przemysłowym, podczas gdy jednocześnie rośnie udział przepływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych pomiędzy krajami strefy euro. Na przykład, przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicz-

Strefa euro jest „otwarta” z finansowego punktu widzenia, zwłaszcza od chwili wprowadzenia euro.

Wykres 3 Bezpośrednie inwestycje zagraniczne wewnątrz strefy euro jako procent bezpośrednich inwestycji zagranicznych ogółem strefy euro w latach 1999–2006

(w procentach)



Źródło: EBC.

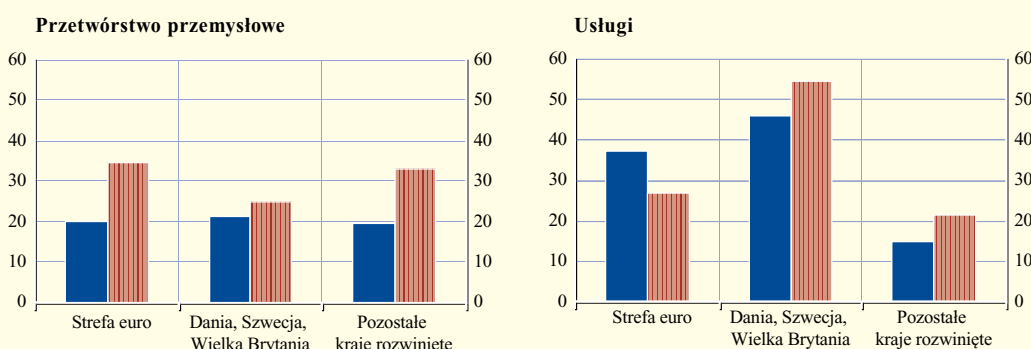
Uwaga: suma napływu (lub stanów) bezpośrednich inwestycji zagranicznych wewnątrz strefy euro i odpływu (lub stanów) bezpośrednich inwestycji zagranicznych wewnątrz strefy euro jako procent podwojonej wartości transakcji (lub stanów) bezpośrednich inwestycji zagranicznych ogółem strefy euro.

Duży wzrost przepływów bezpośrednich inwestycji zagranicznych między krajami strefy euro po 1999 r. ...

Wykres 4 Transgraniczne fuzje i przejęcia w sektorze przetwórstwa przemysłowego i sektorze usług w strefie euro w latach 1993-2004

(w procentach)

■ 1993–1998
 ■ 1999–2004



Źródło: Thomson Financial.

Uwaga: kategoria „Strefa euro” oznacza stosunek wskaźnika transgranicznych przejęć i fuzji wewnątrz strefy euro do wskaźnika sumy transgranicznych fuzji oraz przejęć wewnątrz i na zewnątrz strefy euro. Kategoria „Dania, Szwecja, Wielka Brytania” oznacza stosunek wskaźnika fuzji i przejęć przedsiębiorstw ze strefy euro przez firmy z Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii do ogólnego wskaźnika fuzji i przejęć dla tych trzech krajów. Kategoria „Pozostałe kraje rozwinięte” oznacza stosunek wskaźnika fuzji i przejęć przedsiębiorstw ze strefy euro przez firmy z Kanady, Japonii, Norwegii i Stanów Zjednoczonych do ogólnego wskaźnika fuzji i przejęć w tych krajach.

nych w strefie euro jako procentowy udział w bezpośrednich inwestycjach zagranicznych ogółem wzrosły z 35% w 1999 do 45% w 2006 r. (zob. wykres 3). Pozytywny trend można także zaobserwować w przypadku zasobów bezpośrednich inwestycji zagranicznych pomiędzy krajami strefy euro jako odsetka całkowitych zasobów bezpośrednich inwestycji zagranicznych w strefie euro, który wzrósł z niemal 43% w 1999 do 45% w 2006 r.

Ponieważ większość bezpośrednich inwestycji zagranicznych przyjmuje formę fuzji i przejęć, zaś kraje UE15 i Stany Zjednoczone są największymi graczami, wgląd w transgraniczne fuzje i przejęcia dostarcza dodatkowej informacji na temat wpływu euro na bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

... zwłaszcza w formie fuzji i przejęć w sektorze przetwórstwa przemysłowego

Transgraniczne fuzje wewnątrz strefy euro w sektorze przemysłowym jako udział w całkowitym wolumenie transgranicznych przejęć dla strefy euro wzrosły z 20% w okresie sześciu lat przed powstaniem Unii Gospodarczej i Walutowej (1993–1998) do 35% w ciągu sześciu lat po jej powstaniu (1999–2004). Również przedsiębiorstwa z sektora wytwórstwa przemysłowego z Kanady, Japonii, Norwegii i Stanów Zjednoczonych zwiększyły swój udział, jeśli chodzi o fuzje z przedsiębiorstwami ze strefy euro (wykres 4). Natomiast w zakresie usług, udział fuzji i przejęć wewnątrz strefy euro spadł z 37% do 27% w tym samym okresie, podczas gdy inne kraje zwiększyły swój udział w fuzjach i przejęciach przedsiębiorstw w strefie euro (zob. wykres 4).

Kluczowa staje się ocena czy Unia Gospodarcza i Walutowa odegrała rolę w takim rozwoju sytuacji. Oprócz wyeliminowania ryzyka kursu walutowego, niektóre z możliwych mechanizmów, za pośrednictwem których wprowadzenie euro mogło pobudzić bezpośrednie inwestycje zagraniczne są następujące: (a) zmniejszenie kosztów transakcji i kosztów stałych, (b) zmniejszenie kosztu zarówno kapitału akcyjnego, jak i obligacji czy finansowania za pośrednictwem banków, jak też (3) wpływ wymiany handlowej na bezpośrednie inwestycje zagraniczne w takim zakresie, w jakim przepływy w ramach tych inwestycji i poza nimi są powiązane z wymianą handlową. Wszystkie te czynniki mogły ułatwić przemieszczenie kapitału pomiędzy krajami strefy euro.

Kilka badań empirycznych analizowało wpływ euro na bezpośrednie inwestycje zagraniczne⁹. Wyniki sugerują, że euro zwiększyło bezpośrednie inwestycje zagraniczne wśród krajów strefy euro bardziej niż wynikałoby to z korzystnego wpływu wspólnego rynku. Ogólnie wydaje się, że korzystny przeciętny wpływ euro na zagregowane przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych w strefie euro kształtuje się na poziomie około 15%, podczas gdy wpływ euro na przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych spoza strefy euro do krajów tej strefy wynosi około 7%. Dane te wydają się spójne z wynikami zaprezentowanymi na wykresie 3.

Wygląda też na to, że wprowadzenie euro miało największy wpływ na sektor przetwórstwa przemysłowego. Oszacowania wskazują, że euro przeciętnie zwiększyło intensywność transgranicznej działalności w zakresie fuzji i przejęć w sektorze przetwórstwa przemysłowego wewnątrz strefy euro o około 160%¹⁰. Ponadto szacowany wpływ euro na fuzje i przejęcia przedsiębiorstw spoza strefy euro przez przedsiębiorstwa ze strefy euro odnotował 80% wzrost. Sektory, w których dokonała się największa ekspansja w krajach strefy euro, w odniesieniu do zewnętrznych inwestycji w strefie euro to sektor chemiczny, naftowy, węglowy, produktów gumowych i plastików oraz urządzeń transportowych. Natomiast udział krajów strefy euro w działalności w zakresie fuzji i przejęć zmalał w sektorze maszyn i narzędzi.

Jeśli chodzi o usługi, szacowany wpływ euro na transgraniczne fuzje i przejęcia wydaje się słaby, co wskazuje na to, że na działalność taką mogą negatywnie wpływać bariery w handlu transgranicznym w postaci regulacji rynku usług i produktów w kraju docelowym¹¹. Dane te są spójne z wykresem 4, jak też z niskim wzrostem wymiany handlowej w zakresie usług wewnątrz strefy euro w porównaniu z wymianą handlową z krajami spoza tej strefy.

WPŁYW UNII GOSPODARCZEJ I WALUTOWEJ NA TRANSGRANICZNE INWESTYCJE PORTFELOWE

Indywidualne zasoby często przechowywane są w formie inwestycji portfelowych w akcje – tzn. jako inwestycje w poszczególne przedsiębiorstwa, obligacje – tzn. inwestycje w instrumenty dłużne z myślą o zyskach odsetkowych oraz w fundusze powiernicze – stanowiące zasadniczo zasoby pieniężne zarządzane przez profesjonalnych menedżerów w imieniu inwestorów. Jeśli instrumenty takie zostaną wyemitowane w innym kraju niż ten, którego inwestor jest rezydentem, wówczas inwestycja ma charakter transgraniczny i podlega, między innymi, ryzyku kursowemu.

Euro stymuluje rozwój transgranicznych inwestycji portfelowych pomiędzy krajami strefy euro poprzez wyeliminowanie ryzyka kursowego i stworzenie sprzyjającego klimatu do ustanowienia wspólnych platform obrotu elektronicznego (np. stworzenia platformy giełdowej Euronext poprzez transgraniczną fuzję giełd w Amsterdamie, Brukseli, Lizbonie i Paryżu) oraz integrację in-

Ocenia się, że przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych wewnątrz strefy euro są około 15% wyższe dzięki wprowadzeniu euro.

Transgraniczne inwestycje portfelowe w strefie euro znacznie wzrosły po 1999 r.

...także dzięki zniesieniu ograniczeń na inwestycje za granicą.

- 9 Zob. np. Petroulas, P., (2007), *The effect of the euro on foreign direct investment*, European Economic Review, 51: str. 1468-1491; Schiavo S., (2007), *Common currencies and FDI flows*, Oxford Economic Papers, 59: str. 536-560; De Sousa, J. i J. Lochard, (2006), *Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach*, University of Paris 1, mimeo; Flam, H. i H. Nordström, (2007), *The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI*, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, mimeo.
- 10 Zob. Coeurdacier, N., De Santis, R.A. i A. Aviat, (2008), *Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces* (artykuł przedstawiony na 47. posiedzeniu Panelu ds. Polityki Gospodarczej (*Economic Policy Panel*) w Ljubljanie, kwiecień 2008). Oszacowania te są zgodne z innymi badaniami odnoszącymi się do całej kategorii bezpośrednich inwestycji zagranicznych, gdyż transgraniczne fuzje i przejęcia w obszarze przetwórstwa przemysłowego pomiędzy krajami rozwiniętymi stanowią tylko 30% ogółu ich działalności transgranicznej, i mogą nie uwzględniać niektórych kategorii bezpośrednich inwestycji zagranicznych ogółem, jak nowe inwestycje (ang. *greenfield investment*), reinwestycja zysków i kredyty inwestorów (ang. *inter-company loans*).
- 11 Ponieważ uregulowania w obszarze usług wciąż wchodzą w zakres kompetencji poszczególnych państw członkowskich UE, rynek wewnętrzny usług UE pozostaje bardzo rozdrobniony. Ograniczenia dotyczące usług mogły zatem ograniczyć inwestycyjne decyzje przedsiębiorców, oddziałując w ten sposób na sprawność międzynarodowego procesu alokacji kapitału i alokacji kapitału w strefie euro.

Szacunki wskazują, że wprowadzenie euro zwiększyło przepływy portfelowe między poszczególnymi krajami strefy euro.

frastruktury rynku post-transakcyjnego, co dodatkowo zmniejszyło bariery dla inwestycji portfelowych.

W większości krajów fundusze portfelowe często podlegają pewnym ograniczeniom na etapie inwestycji za granicą. Na przykład reguły doboru walut w funduszach portfelowych mają na celu ograniczenie ryzyka kursowego. Od wprowadzenia euro w styczniu 1999 r., dobór walut wewnątrz strefy euro przesunął się z walut narodowych na euro.

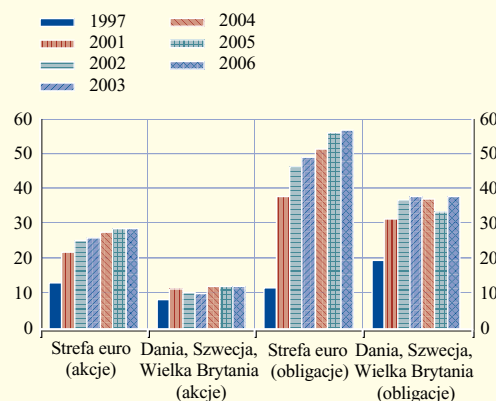
Wynikająca stąd większa elastyczność pozwoliła portfelom inwestycyjnym poszczególnych krajów strefy euro na lepszą dywersyfikację ryzyka przez zakup większej ilości zagranicznych aktywów wewnątrz strefy euro.

Odsetek całkowitych zasobów aktywów międzynarodowych w posiadaniu rezydentów strefy euro w postaci aktywów portfelowych ze strefy euro wzrósł znacząco w latach 1997–2006: o 16 punktów procentowych w przypadku udziałowych papierów wartościowych i o 46 punktów procentowych w przypadku dłużnych papierów wartościowych (zob. wykres 5). Ponadto wszystkie wiodące rejony świata, a także Dania, Szwecja i Wielka Brytania, nieznacznie zwiększyły w tym okresie swoje zasoby aktywów ze strefy euro (jako składnika swojego portfela międzynarodowego). Fakt ten sugeruje, że euro mogło silnie stymulować wzrost liczby transakcji portfelowych pomiędzy krajami strefy euro.

Może istnieć wiele powodów, dla których nastąpiła przemieszczenie zasobów portfelowych na korzyść strefy euro od momentu wprowadzenia tej waluty, np. wyeliminowanie ryzyka kursowego pomiędzy krajami strefy euro, wyeliminowanie technicznych barier ograniczających transakcje, dywersyfikacja korzyści wynikających z posiadania różnorodnych aktywów zagranicznych oraz fakt, że międzynarodowe zasoby aktywów strefy euro w 1998 r. mogły znajdować się już poniżej optymalnych poziomów wynikających z zasad ekonomii¹². Oszacowania empiryczne potwierdzają, że przyjęcie euro odegrało kluczową rolę w przemieszczeniu zasobów portfelowych między różnymi krajami na całym świecie, jak też pomiędzy członkami strefy euro. Po uwzględnieniu wyżej wymienionych zmiennych, całkowity wpływ euro na transakcje dwustronne pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro ocenia się na 3,5% w przypadku udziałowych papierów wartościowych i 4,2% w przypadku obligacji średnio- i długoterminowych wchodzących w skład całkowitych zasobów międzynarodowych w posiadaniu tych krajów¹³. Ponadto kraje spoza strefy

Wykres 5 Zasoby aktywów portfelowych w strefie euro w stosunku do międzynarodowych zasobów portfelowych ogółem, 1997–2006

(w procentach)



Źródła: BIS, MFW, Thomson DataStream, obliczenia EBC. Uwaga: „Strefa euro” oznacza kategorię transgranicznych aktywów (akcji lub obligacji) wewnątrz strefy euro podzielonych przez sumę aktywów (akcji lub obligacji) wewnątrz i na zewnątrz strefy euro. „Dania, Szwecja, Wielka Brytania” oznacza kategorię aktywów strefy euro (akcji lub obligacji) utrzymywanych przez Danię, Szwecję i Wielką Brytanię podzielonych przez zasoby ich aktywów transgranicznych (akcji lub obligacji) ogółem.

12 Lista innych czynników, które mogły powodować przemieszczenia portfelowe w skali globalnej obejmuje: oczekiwane zwroty z aktywów i zmienność aktywów w poszczególnych gospodarkach, tendencję do inwestowania w aktywa krajowe (mianowicie, większą skłonność inwestorów do inwestowania w aktywa krajowe niż w aktywa zagraniczne (tzw. *home bias*), oczekiwany wzrost gospodarczy, ramy instytucjonalne, profile starzenia się populacji w różnych krajach, intensywność dwustronnej wymiany handlowej, powiązania kulturowe, etc.

13 De Santis, R. i B. Gerard (2006), *Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union*, z serii publikacji roboczych EBC (ECB Working Paper Series) nr 626. De Santis, R. (2006), *The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks*, z serii dokumentów roboczych EBC (ECB Working Paper Series), nr 678.

euro średnio biorąc zwiększyły swoje inwestycje w obligacje średnio- i długoterminowe strefy euro. Dane te wydają się spójne z wynikami zaprezentowanymi na wykresie 5.

Ogólnie, euro przyczyniło się do zwiększenia przepływów kapitałowych wśród członków strefy euro; pozwalając w ten sposób na lepszą dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego i konsumpcji.

5.3 MIĘDZYNARODOWA ROLA EURO

Trzeci wymiar międzynarodowego znaczenia euro jest związany z jego użyciem poza strefą euro. Choć euro zostało wprowadzone dla wygody mieszkańców strefy euro, jasne jest, że krok ten ma swoje konsekwencje dla osób i przedsiębiorstw spoza tej strefy. Gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i rządy spoza strefy euro mogą zdecydować się na posługiwanie się euro w rozlicznych codziennych transakcjach finansowych i gospodarczych. Mogą gromadzić zasoby banknotów i monet, otwierać rachunki bankowe denominowane w euro lub zaciągać kredyty bankowe w tej walucie. Mogą emitować instrumenty finansowe, takie jak obligacje średnio- i długoterminowe denominowane w euro, jak też sporządzać faktury i dokonywać międzynarodowych płatności w euro. Władze w krajach trzecich mogą również wybrać euro jako kotwicę kursu swojej waluty lub też zdecydować się na zainwestowanie w euro części swoich rezerw dewizowych.

Eurosystem przyjął neutralne nastawienie w kwestii międzynarodowego użycia euro. Internacjonalizacja euro nie stanowi celu jego polityki. Nie zachęca on ani nie zniechęca nierezydentów strefy euro do używania tej waluty. Użycie waluty euro poza granicami strefy euro wynika i nadal powinno wynikać z sytuacji gospodarczej i finansowej i opierać się na swobodnych decyzjach podmiotów prywatnych (a niekiedy także publicznych). W każdym razie, w zglobalizowanym świecie z głęboko zintegrowanymi systemami finansowymi opartymi na działaniu rynków, decydenci mają ograniczone możliwości wpływania na internacjonalizację waluty, nawet gdyby przyświecał im taki cel. Pogłębianie rynków finansowych i ich integrowanie jak też wspieranie stabilności cen to przykłady prowadzenia polityki, która pośrednio może przyczyniać się do promowania waluty za granicą. Na przykład użycie euro jako waluty utrzymywania rezerw wydaje się związane z takimi właśnie posunięciami¹⁴. Jednakże równie jasne jest, że polityce takiej przyświecają w większym stopniu cele wewnętrzne niż zewnętrzne.

Neutralna polityka w stosunku do międzynarodowej roli euro nie oznacza braku zainteresowania ze strony Eurosystemu. EBC monitoruje i analizuje międzynarodową rolę euro i publikuje wyniki tych badań w rocznych sprawozdaniach począwszy od 2001 r. Skąd to stałe zainteresowanie? Jednym z powodów jest to, że użycie wspólnej waluty poza strefą euro może mieć wpływ na transmisję polityki pieniężnej i na znaczenie wskaźników używanych w strategii polityki pieniężnej. Innym powodem jest fakt, że międzynarodowa rola euro może wpłynąć na transmisję globalnych szoków finansowych i kursowych do strefy euro. Poza tym monitorowanie przez EBC międzynarodowej roli euro dostarczyło opinii publicznej i badaczom zainteresowanym walutami międzynarodowymi wyjątkowej i wciąż rosnącej bazy danych na temat użycia euro przez nierezydentów.

Euro jest często używane poza strefą euro

Stosowanie euro przez nierezydentów nie stanowi celu polityki Eurosystemu.

EBC uważnie monitoruje międzynarodową rolę euro.

14 Zob. Chinn, M. i J. Frankel (2006), *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, w G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, red. Richard Clarida, The University of Chicago Press, Chicago, oraz Chinn, M. i J. Frankel (2008), *The Euro May over the Next 15 years Surpass the Dollar as Leading International Currency*, publikacja robocza NBER (*NBER Working Paper*) nr 13909, kwiecień 2008.

Międzynarodowe znaczenie euro wzrosło, lecz wzrost ten odbywa się stopniowo.

Roczne przeglądy międzynarodowej roli euro zostały zdominowane przez trzy główne obszary. Po pierwsze, jego rola na rynkach międzynarodowych nieco wzrosła z czasem, lecz wzrost ten odbywał się stopniowo i wydaje się, że w niektórych segmentach rynku nastąpiło jego wyhamowanie. Po drugie, międzynarodowe znaczenie euro jest częściowo powiązane z sytuacją w strefie euro. Po trzecie rola ta ogranicza się do rejonów położonych blisko strefy euro.

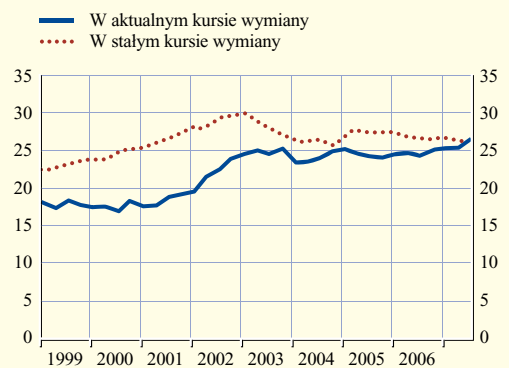
Od samego początku swego istnienia, tj. od 1999 r., euro miało charakter „międzynarodowy” z tego prostego względu, że zastąpiło 11 istniejących walut. Jako następcą marki niemieckiej i franka francuskiego euro natychmiast zostało użyte jako waluta utrzymywania rezerw przez banki centralne i jako kotwica polityki kursowej w niektórych krajach. Jednakże międzynarodowa rola euro wykroczyła poza to dziedzictwo. Na przykład obecny udział euro w światowych oficjalnych rezerwach walutowych jest wyższy niż udział sumy wszystkich walut zastąpionych przez euro – zwłaszcza marki niemieckiej – pod koniec 1998 r., kiedy to wynosił on około 18%. Według MFW udział euro w światowych rezerwach walutowych, gdzie znamy udział poszczególnych walut w ich strukturze, wzrósł w ciągu pierwszych pięciu lat Unii Gospodarczej i Walutowej do około 25%. Od tego czasu udział euro pozostawał względnie stały (wykres 6). W odpowiedzi na użycie euro jako międzynarodowej waluty utrzymywania rezerw, w styczniu 2005 r. Eurosystem wprowadził zasady prowadzenia usług w zakresie zarządzania rezerwami dla banków centralnych i władz monetarnych z siedzibą poza strefą euro oraz dla organizacji międzynarodowych.

Rezydenci strefy euro również wpływają na międzynarodową rolę euro.

Drugą cechą międzynarodowej roli euro jest to, że wynika ona z sytuacji w obrębie strefy euro. Innymi słowy, wewnętrzni użytkownicy euro, tzn. obywatele państw należących do tej strefy, także mają wpływ na międzynarodowy status tej waluty. Na przykład pożyczkobiorcy spoza strefy euro coraz częściej emitują obligacje denominowane w euro. Udział euro w „wąskim mierniku” międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych, tzn. z wyłączeniem papierów emitowanych w kraju, w którym dana waluta stanowi pieniądź krajowy, wzrósł do około 31% w czerwcu 2007 r. (wykres 7). Jednakże obligacje te nie zo-

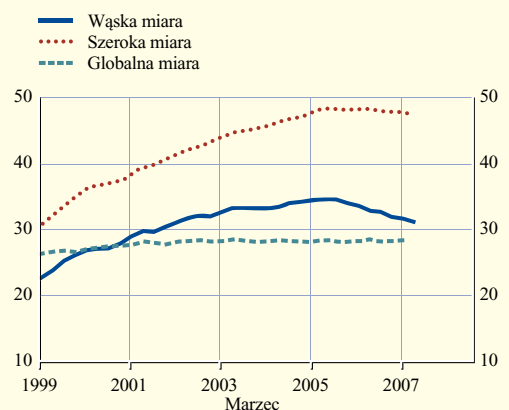
Wykres 6 Udział waluty euro w światowych rezerwach walutowych

(jako procent od przydzielonych rezerw)



Źródło: baza danych MFW/COFER i obliczenia EBC. Uwaga: udziały w stałych kursach wymiany podlegają sprawozdawczości w kursach wymiany za trzeci kwartał 2007 r.

Wykres 7 Udział waluty euro w wierzytelnościach z tytułu międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych w obiegu (w stałych kursach wymiany)



Źródła: BIS i obliczenia EBC. Uwaga: udziały w stałych kursach wymiany podlegają sprawozdawczości w kursach wymiany za trzeci kwartał 2007 r. Wąska miara międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych w obiegu jest określona jako emisja obligacji średnio- i długoterminowych, jak też instrumentów rynku pieniężnego w walucie innej niż waluta rodzima kredytobiorcy. Szeroka miara dodaje do wąskiej miary kategorię wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych denominowanych w walucie rodzimej kredytobiorcy, o ile ta emisja jest „skierowana” na międzynarodowy rynek finansowy. Globalna miara dłużnych papierów wartościowych dodaje do szerokiej miary wszystkie krajowe emisje dłużnych papierów wartościowych skierowanych na krajowy rynek finansowy. Zagadnienie miar jest bardziej szczegółowo omówione w dokumencie opublikowanym przez EBC *Review of the International Role of the Euro* z czerwca 2007 r.

Kwota wierzytelności w międzynarodowych obligacjach i bonach skarbowych w podziale na regiony

(w procentach, 2 kw. 2007 r.)

	Strefa euro	Dania, Szwecja, Wielka Brytania	Nowe kraje członkowskie	Kraje europejskie nienależące do UE	Ameryka Północna	Kraje Azji i Pacyfik	Ameryka Łacińska	Raje podatkowe	Organizacje międzynarodowe	Pozostałe
EUR		44,7	3,1	3,8	23,6	5,5	2,0	10,0	6,3	1,0
USD	23,7	19,0	0,3	2,4	4,9	10,8	6,6	23,1	5,0	4,2
JPY	30,0	12,7	1,2	2,9	18,6	4,9	0,6	21,1	7,6	0,5

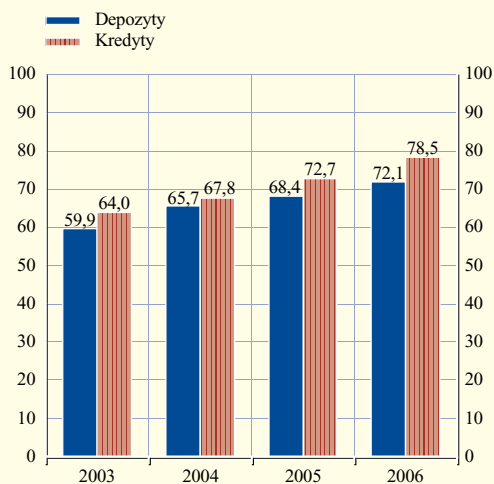
Źródła: obliczenia BIS i EBC.

stały zakupione w pierwszej kolejności przez inwestorów spoza strefy euro. W rzeczywistości ponad połowa tych denominowanych w euro papierów wartościowych wyemitowanych przez nierezydentów jest skierowana do inwestorów ze strefy euro i przez nich kupowana.

Ostatnią i być może najbardziej charakterystyczną cechą międzynarodowej pozycji euro jest jej regionalny charakter. Na międzynarodowych rynkach finansowych jest naturalne, że kraje w sąsiedztwie strefy euro wybierają euro jako walutę finansowania. Tytułem przykładu, emitenci rezydujący w Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii są odpowiedzialni za znaczną część emitowanych przez nierezydentów dłużnych papierów wartościowych denominowanych w euro (zob. tabela) a londyńskie City, jako ważne międzynarodowe centrum finansowe rozwinęło swoje transakcje w euro na równi z transakcjami w dolarach amerykańskich¹⁵. Podobnie wszystkie kraje z kursem walutowym powiązany z euro znajdują się w sąsiedztwie strefy euro. Wreszcie stopień substytucji waluty jest największy w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej nieznajdujących się w strefie euro, jak też w krajach kandydujących do UE i potencjalnie kandydujących w przyszłości, leżących w Europie Południowo-Wschodniej (wykres 8). Dlatego też Eurosystem podkreśla, że każde jednostronne przyjęcie wspólnej waluty poprzez „euroizację” pozostającą poza ramami Traktatu stałoby w sprzeczności z argumentami ekonomicznymi stanowiącymi podwaliny Unii Gospodarczej i Walutowej, która przewiduje ostateczne przyjęcie euro jako końcowy krok uporządkowanego procesu konwergencji w ramach uzgodnień wielostronnych¹⁶. EBC także dokładnie zbadało czynniki determinujące wzrost kredytów w walutach zagranicznych w krajach Europy Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej¹⁷, zaś Eurosystem nie-

Wykres 8 Denominowane w euro depozyty/kredyty w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej

(jako procent depozytów/kredytów ogółem)



Źródła: krajowe banki centralne i obliczenia ekspertów EBC. Uwaga: nieważona średnia dla Albanii, Bośni i Hercegowiny, Chorwacji, Czech, Estonii, Węgier, Łotwy, Byłej Jugosłowiańskiej Republiki Macedonii, Serbii, Słowacji i Turcji. Dla Bośni i Hercegowiny dane do zakończenia 2004 r. nie obejmują kredytów indeksowanych do euro.

Międzynarodowe zastosowanie euro z geograficznego punktu widzenia jest skoncentrowane w pobliżu strefy euro.

15 Rola euro w City of London została poddana analizie w publikacji EBC (2003), *Review of the International Role of the Euro*, grudzień.

16 Zob. EBC (2003), *Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries*, grudzień.

17 Szczegółowa analiza substytucji waluty w krajach Europy środkowej, południowej i południowo-wschodniej znajduje się w opracowaniu EBC (2007), *Review of the International Role of the Euro*, czerwiec.

ustannie monitoruje stopień, w jakim takie zadłużenie może wpływać na stabilność finansową tych krajów¹⁸.

Regionalny charakter międzynarodowej pozycji euro odzwierciedla połączone czynniki historyczne, instytucjonalne i ekonomiczne. Z historycznego punktu widzenia euro wpisuje się w długą tradycję walut, z których powstało, w szczególności marki niemieckiej, jako waluty, która była w szerokim użyciu w niektórych częściach kontynentu europejskiego i jego otoczeniu. Z punktu widzenia instytucjonalnego, wiele z krajów położonych w sąsiedztwie strefy euro zmierza w kierunku przyjęcia tej waluty. Dotyczy to krajów członkowskich niebędących częścią strefy euro, które mogą samodzielnie zdecydować, czy i kiedy przystępują do strefy euro (ang. *opt-out clause*), i od których oczekuje się, że w którymś momencie do niej przystąpią. Dotyczy to także krajów kandydujących, przed którymi stoi długo- bądź średnioterminowa perspektywa wejścia do Unii Europejskiej i ostatecznego przyjęcia euro. Z punktu widzenia gospodarczego strefa euro jest znaczącym partnerem handlowym i finansowym dla rozpatrywanych krajów. Jednakże bilans zysków i strat przyjęcia stałego kursu walutowego na wczesnym etapie procesu konwergencji będzie zależał w bardzo dużym stopniu od sytuacji specyficznej dla każdego z tych krajów. Ponieważ proces konwergencji zakłada trend w kierunku realnej aprecjacji w czasie kursu walutowego, kilka krajów skoncentrowało swoją politykę pieniężną na wewnętrznej stabilności cen, pozwalając na aprecjację nominalnego kursu walutowego w stosunku do euro.

Współpraca dwustronna
i wielostronna

5.4 WSPÓŁPRACA MIĘDZYNARODOWA

EBC nawiązał bliskie kontakty z bankami centralnymi i organizacjami spoza strefy euro. Współpraca międzynarodowa odbywa się przez wielostronne instytucje i dwustronne kontakty. Ułatwia ona proces monitorowania przez EBC zjawisk gospodarczych i finansowych poza strefą euro. Dzięki spotkaniom na szczeblu międzynarodowym można wymieniać informacje o aktualnej sytuacji, perspektywach gospodarczych i wyzwaniach polityki gospodarczej w środowisku zewnętrznym strefy euro.

MFW, G7, G20, FSF i BIS

Pragnąc zintensyfikować swoją współpracę z głównymi bankami centralnymi na świecie, Eurosystem opracował wiele instrumentów. Tytułem ilustracji, rozwinął serię seminariów dla urzędników wysokiego szczebla z banków centralnych z poszczególnych regionów, m.in. Bankiem Rosji, bankami centralnymi krajów śródziemnomorskich uczestniczących w procesie barcelońskim, bankami centralnymi i władzami monetarnymi zrzeszonymi w Radzie Współpracy Zatoki Perskiej (*Gulf Cooperation Council (GCC)*), oraz bankami centralnymi z krajów Ameryki Łacińskiej i regionu wschodniej Azji i Pacyfiku. W razie potrzeby EBC udziela także wsparcia technicznego i prowadzi doradztwo polityczne, żeby dzielić się swoją wiedzą o różnych obszarach polityki, m.in. wdrożenia polityki monetarnej, nadzoru bankowego i systemów płatności. W tym kontekście europejska droga do Unii Gospodarczej i Monetarnej, w szczególności utworzenie ponadnarodowego systemu banków centralnych, w wielu przypadkach służy jako przykład i źródło inspiracji dla innych regionów.

EBC odgrywa podstawową rolę w wielu wielostronnych organizacjach i forach. W Międzynarodowym Funduszu Walutowym (*International Monetary Fund (IMF)*), instytucji, której członkami są poszczególne kraje, EBC ma status obserwatora, innymi słowy może uczestniczyć w posiedze-

¹⁸ Zob. np. EBC (2006), *Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries*, z serii publikacji okolicznościowych (*Occasional Paper Series*), nr 48, lipiec.

niach zarządu MFW, na których omawia się kwestie ważne dla Eurosystemu. Co więcej, Prezes EBC uczestniczy – w charakterze zaproszonego obserwatora – w posiedzeniach Międzynarodowego Komitetu Walutowego i Finansowego (*International Monetary and Financial Committee*), który udziela wsparcia politycznego w pracach MFW. Prezes EBC wraz z Prezydentem Eurogrupy, uczestniczą w spotkaniach Ministrów krajów z grupy G7 i spotkaniach Prezesów (*Governors meetings*). EBC bierze też udział w spotkaniach na dwóch forach utworzonych przez G7 w 1999 r.: grupy 20 ministrów finansów i prezesów banków centralnych (G20), która zrzesza przedstawicieli kluczowych zaawansowanych i wschodzących gospodarek rynkowych, w celu omawiania zagadnień międzynarodowej polityki gospodarczej i finansowej oraz Forum Stabilności Finansowej (*Financial Stability Forum (FSF)*), gdzie dokonuje się oceny potencjalnych zagrożeń międzynarodowego systemu finansowego. Dodatkowo, wchodząc w skład delegacji UE, EBC jest uczestnikiem odpowiednich posiedzeń Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), instytucji, której członkami są także poszczególne kraje.

Szczególną rolę pełni Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), „bank banków centralnych”, który spełnia funkcję sekretariatu i organizuje różnorodne spotkania przedstawicieli banków centralnych, m.in. prezesów z krajów Grupy 10. W listopadzie 1999 r. EBC uzyskała członkostwo w ważnych komitetach BIS, a od 2005 r. ma udziały BIS. Prezes EBC uczestniczy w spotkaniach Prezesów z grupy G10 i od zakończenia 2003 r. przewodniczy im na zasadzie indywidualnej. G10 z kolei składa się z wielu stałych komitetów i doraźnych grup roboczych, do których także należy EBC¹⁹.

5.5 WNIOSKI I PLANY NA PRZYSZŁOŚĆ

Od 1998 r. strefa euro coraz bardziej otwiera się na zewnętrzny handel globalny i rynki finansowe, a wraz z tym wyraźnie wzrasta wielkość obrotu handlowego i inwestycji wewnątrz strefy euro. Wprowadzenie waluty euro wpłynęło pozytywnie na działalność handlową w strefie euro, stymulowało eksport nowych produktów i zredukowało nieco koszty eksportu. Efekty te są zgodne z informacjami o zmianach polityki cenowej firm w związku z przejściem na wspólną walutę, co jak się wydaje wzmocniło konwergencję cen w strefie euro, a w efekcie wywarło presję w dół na ceny eksportu wewnątrz strefy. Wreszcie, w krajach, które przeszły na euro nasiliła się konkurencja krajowa, a w ślad za tym całkowita konkurencja w sektorze przedsiębiorstw, co mogło przyspieszyć proces konwergencji cen.

W obszarze przepływów kapitałowych, poprzez utworzenie UGW diametralnie zmieniła się sytuacja instytucjonalna, co może pomóc wyjaśnić znaczne przemieszczenie kapitału, jaka miała miejsce. W odniesieniu do inwestycji bezpośrednich dane z badań wskazują, że euro ułatwia przepływy tych inwestycji pomiędzy krajami strefy euro i nasila falę transgranicznych połączeń własnościowych w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Jakkolwiek z jednej strony kraje strefy euro odnotowały znaczne przyspieszenie tego procesu we wspomnianym sektorze w ujęciu wewnątrzstrefowym, to z drugiej z europejskiej integracji finansowej nie w pełni skorzystał sektor usług. W dalszej perspektywie można także wnioskować, że następne połączenia najprawdopodobniej nastąpią, jeśli znikną bariery w branżach usługowych. Przechodząc do omawiania inwestycji

19 Cztery najważniejsze to Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego (*Basel Committee on Banking Supervision*); Komitet ds. Systemów Płatności i Rozrachunków (*the Committee on Payment and Settlement Systems*); Komitet ds. Globalnych Systemów Finansowych (*the Committee on the Global Financial System*); oraz Komitet ds. Międzynarodowego Rynku Złota i Wymiany Walutowej (*the Gold and Foreign Exchange Market Committee*).

portfelowych, oprócz wyeliminowania ryzyka kursowego, przyjęcie euro ułatwiło transgraniczną alokacją działalności portfelowej pomiędzy krajami członkowskimi strefy euro zarówno na rynkach kapitałowych, jak i rynkach obligacji. Pomogły w tym czynniki takie jak redukcja kosztów zarówno kapitału akcyjnego, jak i obligacji, czy też finansowania poprzez banki, wykorzystanie wspólnych platform obrotu elektronicznego oraz transgraniczne połączenie giełd w Amsterdamie, Brukseli i Paryżu (i stworzenie Euronextu).

Wprowadzenie euro wpłynęło także na międzynarodowy system finansowy, ponieważ powstała wspólna waluta, którą można posługiwać się na rynkach międzynarodowych. Od chwili swego pojawienia w 1999 r., euro natychmiast uzyskało status międzynarodowy, jako że przejęło międzynarodową funkcję wcześniej obowiązujących walut. Jego rola na międzynarodowych rynkach od tego czasu nieco wzrosła, ale tempo wprowadzania zmian jest bardzo łagodne. Potwierdzają się tym samym wnioski zawarte w literaturze ekonomicznej: międzynarodowa rola walut zmienia się powoli, odzwierciedla czynniki historyczne oraz instytucjonalne i charakteryzuje się efektami sieciowymi.

Te międzynarodowe aspekty strefy euro podkreślają potrzebę współpracy międzynarodowej pomiędzy bankami centralnymi na świecie. Na przestrzeni ostatniej dekady Eurosystem nawiązał bliski dialog z bankami centralnymi w różnych regionach poprzez np. organizację wysokiego szczebla seminariów Eurosystemu i rozwój bliskich kontaktów dwustronnych z głównymi bankami centralnymi, jak System Rezerwy Federalnej USA i Bank Japonii. Analogicznie, EBC uczestniczy w spotkaniach z różnorodnymi organizacjami i na forach międzynarodowych, w tym m.in. MFW, G7, G20 i BIS.



6 INTEGRACJA FINANSOWA

Eurosystem jest żywo zainteresowany integracją finansową z wielu przyczyn związanych z jego podstawowymi zadaniami. Przede wszystkim dobrze zintegrowany system finansowy wspomaga płynną i efektywną transmisję polityki pieniężnej w obrębie całej strefy euro. Po drugie, integracja finansowa jest bardzo ważna w realizacji zadania Eurosystemu dotyczącego zapewnienia stabilności finansowej, ponieważ zwiększa możliwości rozkładania i dywersyfikowania ryzyka oraz podnosi płynność rynków finansowych. Bardziej zintegrowany system finansowy prowadzi jednocześnie do wzrostu możliwości wystąpienia tzw. efektów przenikania i zarażenia w wymiarze transgranicznym. Po trzecie, cel integracji finansowej jest ściśle związany z zadaniem Eurosystem polegającym na zapewnieniu płynnego funkcjonowania systemów płatności, co wiąże się także z systemami rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych. Bardziej zintegrowane systemy płatności i rozrachunku działają w sposób bardziej wydajny i efektywny i mają jednocześnie – ze względu na kluczową funkcję, jaką systemy płatności pełnią w transferze przepływów finansowych – podstawowe znaczenie w procesie integracji finansowej. Ponadto, integracja finansowa odgrywa ważną rolę w alokacji przez system finansowy, w sposób efektywny – w czasie i przestrzeni – środków pochodzących od uczestników rynku mających nadwyżki środków dla uczestników wykazujących niedobory, czego wynikiem jest wyższy i trwały wzrost gospodarczy.

Eurosystem zdecydowanie popiera zatem dalszą integrację finansową w Europie, szczególnie w strefie euro. Mówiąc dokładniej, Eurosystem dąży do dokonania postępu – zgodnie z definicją integracji finansowej sformułowaną przez EBC – w tworzeniu jednolitego rynku finansowego w strefie euro, na którym wszyscy potencjalni uczestnicy rynku a) podlegają jednolitemu zestawowi zasad przy podejmowaniu decyzji o nabyciu lub sprzedaży instrumentów finansowych lub usług, b) mają równy dostęp do tych samych instrumentów finansowych lub usług oraz c) działając na rynku, są traktowani w sposób równy.

Niniejszy rozdział prezentuje postępy dokonane w integracji finansowej w strefie euro oraz udział Eurosystemu w tym procesie. W podrozdziale 6.1 opisane są działania Eurosystemu na rzecz integracji finansowej. Podrozdział 6.2 przedstawia stan integracji finansowej w Europie dziesięć lat po wprowadzeniu euro. Podrozdział 6.3 dokonuje oceny głównych sił napędowych i barier integracji finansowej, koncentrując się na roli Eurosystemu. W podrozdziale 6.4 przedstawione są wnioski.

6.1 DZIAŁANIA EUROSYSTEMU NA RZECZ INTEGRACJI FINANSOWEJ

Według opinii Eurosystemu, integracja finansowa jest przede wszystkim procesem podlegającym regułom rynku. Zgodnie z ogólnym postanowieniem art. 105 ust. 1 Traktatu o Unii Europejskiej, Eurosystem działa „w poszanowaniu zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów”. Zważywszy na zadania Eurosystemu dotyczące bankowości centralnej i jego roli jako aktywnego uczestnika rynku mającego liczne powiązania z innymi uczestnikami rynku, Eurosystem może działać na rzecz integracji finansowej.

Zgodnie ze swoim stanowiskiem o konieczności podlegania procesowi integracji finansowej regułom rynku, Eurosystem uznaje, że rola polityki państwa w promowaniu integracji finansowej powinna być ograniczona. W szczególności, działania z zakresu tej polityki nie powinny promować określonego poziomu lub rodzaju działań transgranicznych, z uwagi na to, że tylko uczestnicy rynku są w stanie opracować strategie biznesowe, podejmować związane z nimi decyzje inwestycyjne i brać odpowiedzialność za związane z nimi konsekwencje ekonomiczne. Na proces integracji finansowej wpływa ponadto wiele czynników znajdujących się poza kompetencjami poli-

Integracja finansowa jest procesem wynikającym z reguł rynku...

...ale polityka państwa może sprzyjać postępowi.

Eurosystem wzmacnia integrację finansową...

...poprzez poszerzenie wiedzy, zwiększanie świadomości oraz monitorowanie postępów...

tyki państwa, takich jak, na przykład, odległość geograficzna (oraz związane z nią bariery informacyjne), różnice kulturowe i językowe, preferencje konsumentów. Sektor publiczny może jednak istotnie przyczynić się do integracji finansowej poprzez zmniejszenie barier związanych z polityką. Sektor publiczny powinien zapewnić ramy prawne, regulacyjne, nadzorcze i fiskalne, które będą promowały równe traktowanie uczestników rynku i zapewniały im równy dostęp na obszarze całej UE.

Eurosystem rozróżnia cztery rodzaje działań, poprzez które przyczynia się do wzrostu integracji finansowej w Europie: a) poszerzanie wiedzy i zwiększanie świadomości na temat integracji finansowej w strefie euro oraz jej monitorowanie, b) doradztwo w zakresie ram prawnych i regulacyjnych systemu finansowego, c) pełnienie roli katalizatora działań sektora prywatnego poprzez wspieranie działań zbiorowych i d) świadczenie przez banki centralne usług sprzyjających integracji finansowej.

Warunkiem działań ukierunkowanych na zwiększenie integracji finansowej jest dokładna analiza stanu zaawansowania europejskiej integracji finansowej i uważne monitorowanie jej przebiegu. EBC postanowił zatem zmierzyć stan integracji finansowej w strefie euro, wykorzystując do tego wskaźniki cenowe i ilościowe. Wskaźniki cenowe mierzą rozbieżności w cenach aktywów na podstawie miejsca ich geograficznego pochodzenia. Na rynku charakteryzującym się pełną integracją ceny aktywów o podobnych cechach powinny podlegać wpływom wspólnych czynników. Wskaźników ilościowych używa się do zbadania, w jakim stopniu inwestorzy umiędzynarodowili swoje portfele, by w pełni korzystać z możliwości dywersyfikacji będących wynikiem zwiększonej integracji finansowej¹.

We wrześniu 2005 r. EBC opublikował pierwszy zestaw dwudziestu wskaźników, których liczba od tamtego czasu zwiększyła się. W marcu 2007 r. zostały one przedstawione w pierwszej publikacji dotyczącej raportu rocznego EBC, zatytułowanej *Financial integration in Europe (Integracja finansowa w Europie)*². Wskaźniki, aktualizowane co pół roku, są prezentowane na stronie internetowej EBC. Trwają również prace nad dalszym rozszerzeniem listy wskaźników dotyczących w szczególności funduszy inwestycyjnych, instrumentów sekurytyzacji, spółek ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, które bazują na najnowszym badaniach i analizach ekonomicznych i są uwarunkowane większą dostępnością danych.

Oprócz raportu rocznego EBC dotyczącego integracji finansowej liczne regularne i jednorazowe publikacje także dostarczają informacji na temat wydarzeń w tym zakresie. Na przykład raport roczny EBC zatytułowany *EU banking structures (Struktury bankowe UE)*, przygotowany przez komitet Nadzoru Bankowego przy ESBC, przedstawia dogłębną analizę działań strukturalnych w bankowości transgranicznej. EBC, na podstawie własnych doświadczeń i wiedzy wynikających z odgrywania roli aktywnego uczestnika rynku, sponsoruje także badania prowadzone w sposób skoordynowany przez innych członków Eurosystemu i naukowców. Ważnym przykładem jest tu-

1 Zob. L. Baele et al., *Measuring financial integration in the euro area* (Pomiar integracji finansowej w strefie euro), artykuł okolicznościowy EBC, nr 14, maj 2004 r.

2 Przedtem EBC przedstawił swoje prace w dziedzinie integracji finansowej w dwóch artykułach umieszczonych w Biuletynach Miesięcznych zatytułowanych *The integration of Europe's financial markets* (Integracja rynków finansowych w Europie) z października 2003 r. oraz *The contribution of the ECB and the Eurosystem to European financial integration* (Wkład EBC i Eurosystemu w europejską integrację finansową) z maja 2006 r.

taj wspólna sieć badawcza ds. rynków kapitałowych oraz integracji finansowej w Europie, sponzorowana przez EBC i Centrum Studiów Badawczych z siedzibą we Frankfurcie³.

3 Zob. <http://www.eu-financial-system.org>.

Tabela 1 Główne działania Eurosystemu na rzecz integracji finansowej

Rodzaj działania	Główne cele i stan zaawansowania
Poszerzanie wiedzy, zwiększanie świadomości i przebieg monitorowania	
Raport roczny EBC zatytułowany <i>Integracja finansowa w Europie</i>	Opublikowany po raz pierwszy w 2007 r. w celu poinformowania o stanie zaawansowania integracji finansowej w Europie, promowania jej postępu i podnoszenia poziomu świadomości opinii publicznej na temat roli Eurosystemu we wspieraniu procesu integracji.
Opracowanie wskaźników integracji finansowej w strefie euro	Pierwszy zestaw wskaźników opublikowano w 2005 r. w celu dokonania oceny i monitorowania stanu zaawansowania integracji finansowej w strefie euro. Od tego czasu liczba wskaźników zwiększyła się i są one aktualizowane dwa razy w roku. Trwają dalsze prace nad rozszerzeniem listy.
Doradztwo w zakresie ram prawnych i regulacyjnych	
Ogólna strategia UE dotycząca polityki w zakresie usług finansowych	Opracowanie i wprowadzenie a) Planu działań w zakresie usług finansowych (<i>FSAP</i>) z 1999 r. w celu zaktualizowania i wzmocnienia ram regulacyjnych UE, b) dalszej strategii na lata 2005–2010. Wdrażanie strategii na lata 2005–2010 jest w trakcie realizacji.
Ramy instytucjonalne w zakresie regulacji i nadzoru finansowego w UE	Celem jest zapewnienie płynnego funkcjonowania zasad ramowych procedury Lamfalussy'ego. Pierwszy pełny przegląd zasad ramowych procedury Lamfalussy'ego zakończono w 2007 r.; trwa opracowywanie dalszych działań.
Infrastruktura dotycząca rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w UE	Celem jest osiągnięcie zintegrowanej, bezpiecznej i wydajnej infrastruktury rynku post-transakcyjnego oraz usunięcie przeszkód w obrocie transgranicznym. Obecnie realizowanych jest wiele inicjatyw mających na celu np. opracowanie wspólnych ram dla regulacji, nadzoru i kontroli systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych (Europejski System Banków Centralnych – Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych).
Pełnienie roli katalizatora działań sektora prywatnego	
Jednolity Obszar Płatności w Euro (SEPA)	Inicjatywa mająca na celu osiągnięcie do 2010 r. w pełni zintegrowanego rynku usług płatności detalicznych w strefie euro bez różnicowania pomiędzy płatnościami transgranicznymi i krajowymi. Oficjalny start projektu SEPA nastąpił w styczniu 2008 r.
Inicjatywa Krótkoterminowego Europejskiego Papieru Wartościowego (STEP)	Rozwój ogólnoeuropejskiego rynku krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych poprzez dobrowolne spełnienie przez uczestników rynku podstawowych standardów. STEP rozpoczął działanie w czerwcu 2006 r.
EONIA (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	Wprowadzenie referencyjnej stopy procentowej dla niezabezpieczonych transakcji kredytowych typu <i>overnight</i> . Jest ona obliczana w sposób ciągły od 1999 r.
Świadczenie przez banki centralne usług, które jednocześnie sprzyjają integracji finansowej	
TARGET i TARGET2	W 1999 r. Eurosystem utworzył system TARGET – transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym. Kolejnym krokiem było wprowadzenie w 2007 r. jednolitej wspólnej platformy TARGET2.
TARGET2-Securities	Inicjatywa Eurosystemu wprowadzona w 2006 r. w celu utworzenia jednolitej platformy umożliwiającej rozrachunek papierów wartościowych w Europie w pieniądzu banku centralnego. Ostateczna decyzja dotycząca tego projektu zostanie podjęta w połowie 2008 r.
Model banków centralnych korespondentów (CCBM)	System transgranicznego transferu zabezpieczeń w ramach Eurosystemu wprowadzony w 1999 r. Krajowe banki centralne działają wobec siebie nawzajem i wobec EBC w charakterze „korespondentów”. Od 2007 r. opracowywany jest projekt jednolitej wspólnej platformy (CCBM2).



...doradztwo w zakresie ram prawnych i regulacyjnych...

Dążąc do zapewnienia, przez ramy prawne i regulacyjne usług finansowych, redukcji przeszkód w transgranicznym obrocie finansowym i zagwarantowania równych reguł gry dla uczestników rynku, Eurosystem aktywnie włącza się w opracowywanie wspólnotowych ram dla usług finansowych poprzez doradztwo dotyczące najważniejszych rozważań i inicjatyw z zakresu prowadzonej polityki. Prace te koncentrują się na zagadnieniach dotyczących zadań statutowych Eurosystemu zawartych w art. 105 Traktatu, a mianowicie wspieraniu, bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ogólnej polityki gospodarczej we Wspólnocie, promowaniu płynnego funkcjonowania systemów płatności oraz przyczynianiu się do sprawnej realizacji polityki dotyczącej nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi oraz stabilności systemu finansowego.

...poprzez działanie w charakterze katalizatora działań sektora prywatnego...

Wprowadzenie ramy publiczne powinny sprzyjać integracji finansowej, lecz postęp integracji zależy w ostatecznym rachunku od działań sektora prywatnego w pełni wykorzystującego istniejące transgraniczne możliwości biznesowe. Główną siłą napędową jest tutaj konkurencja między graczami rynkowymi. Jednocześnie ważną rolę odgrywają efektywne działania zbiorowe, szczególnie tam, gdzie heterogeniczne standardy rynkowe i praktyki utrudniają proces integracji finansowej. Eurosystem może pomóc uczestnikom rynku w pokonywaniu trudności związanych z koordynacją w tym zakresie.

...oraz świadczenie przez banki centralne usług sprzyjających integracji finansowej.

Świadczenie usług przez banki centralne jest kolejnym sposobem, w jaki Eurosystem dąży do przyspieszenia integracji finansowej. Głównym celem świadczenia tych usług jest umożliwienie Eurosystemowi realizacji podstawowych zadań związanych z bankowością centralną. Jednocześnie, Eurosystem przywiązuje jednak dużą wagę do zagwarantowania, by tam gdzie jest to możliwe, usługi zostały dokładnie określone w sposób sprzyjający integracji finansowej.

Tabela 1 przedstawia w ogólnym zarysie ważniejsze przykłady działań Eurosystemu na rzecz integracji finansowej⁴.

4 Więcej informacji na ten temat dostarcza raport roczny EBC zatytułowany Financial integration in Europe.

Tabela 2 Stan zaawansowania integracji finansowej w strefie euro: przegląd głównych segmentów finansowych

Rynek	Stan zaawansowania integracji	Infrastruktura
Rynki pieniężne		
Niezabezpieczony rynek pieniężny	„Prawie doskonały”	Niezabezpieczony rynek pieniężny: w pełni zintegrowany
Zabezpieczony rynek pieniężny	Zaawansowany	Zabezpieczony rynek pieniężny: w pełni zintegrowana część gotówkowa; utrudnienia w części dotyczącej zabezpieczeń na skutek braku jednorodności (zob. rynki obligacji)
Rynki obligacji		
Rynki obligacji rządowych	Bardzo dobrze zaawansowany	Brak jednorodności
Rynki obligacji korporacyjnych	Dobrze zaawansowany	Brak jednorodności
Rynki akcji		
	Niski	Duży brak jednorodności
Rynki usług bankowych		
Rynki hurtowe	Dobrze zaawansowany	W pełni zintegrowana
Działalność związana z rynkiem kapitałowym	Zaawansowany	Brak jednorodności
Bankowość detaliczna	Bardzo niski	Duży brak jednorodności

6.2 INTEGRACJA FINANSOWA 10 LAT PO WPROWADZENIU EURO

PRZEGLĄD

Wskaźniki integracji finansowej opracowane przez EBC pokazują, że postępy osiągnięte w strefie euro znacznie różnią się w poszczególnych segmentach rynku. Przede wszystkim integracja jest bardziej zaawansowana w obszarach bliższych realizacji jednolitej polityki pieniężnej. Ponadto, zależy ona także od stopnia integracji infrastruktury rynkowej. Tabela 2 przedstawia przegląd stanu zaawansowania integracji finansowej w strefie euro w głównych segmentach rynku.

Kolejne podrozdziały przedstawiają pogłębioną ocenę postępów osiągniętych w zakresie powyższej integracji finansowej na rynkach pieniężnych, rynkach obligacji i rynkach akcji, rynkach usług bankowych oraz zwracają uwagę na podstawowe braki.

RAMKA I

WSTĘPNE WNIOSKI Z PRAC EBC NAD ROZWOJEM FINANSOWYM

Nawet jeśli integracja finansowa zostanie ukończona, tarcia na rynkach finansowych nadal mogą się utrzymywać. W przewyciężeniu tych tarć pomaga rozwój finansowy, który może być rozumiany jako proces wprowadzania innowacyjnych rozwiązań finansowych oraz usprawnień instytucjonalnych i organizacyjnych redukujących asymetryczną informację w systemie finansowym, zwiększających kompletność rynków, obniżających koszty transakcji i zapewniających silniejszą konkurencję.

Rozwój finansowy i integracja finansowa są ze sobą powiązane i mają korzystny wpływ na efektywność finansową, ale też różnią się między sobą, ponieważ opisują różne procesy ekonomiczne. Na przykład kwestie negatywnej selekcji występujące wśród inwestorów, które szkoda alokacji kapitału, mogą się utrzymywać nawet na całkowicie zintegrowanym rynku. Rozwój finansowy stanowi zatem uzupełnienie integracji finansowej, przyczyniając się do zwiększenia efektywności rynku finansowego.

Mając na uwadze te zagadnienia, EBC podjął prace analityczne, których celem jest określenie koncepcji rozwoju finansowego i opracowanie wskaźników ilościowych do pomiaru stanu zaawansowania rozwoju finansowego w systemie finansowym. Pierwszy zestaw wskaźników przedstawiono w raporcie EBC zatytułowanym *Financial integration in Europe* opublikowanym w 2008 r.¹

Rozwój finansowy jest obszarem, w którym badania znajdują się w toku, wskutek czego za pomocą wskaźników ilościowych nie można w sposób pełny przedstawić wszystkich aspektów systemu finansowego. Na przykład mimo że łatwiej jest zastosować mierniki do oficjalnych ustaw i przepisów, to przepisy nieoficjalne i stosowane praktyki mogą być tak samo ważne. Ponadto, na ogół są dostępne informacje na temat rynkowych transakcji hurtowych, ale nie na temat działalności detalicznej opartej na relacjach.

Pomimo tych uwarunkowań, dostępne wskaźniki wskazują na wysoką heterogeniczność rynków i krajów strefy euro. Podstawowe różnice dotyczą stopnia efektywności prawnej, rodzaju

Osiągnięto znaczne postępy
w integracji finansowej

Uzupełniająca ocena
zaawansowania rozwoju
finansowego

i zakresu stosowania sekurytyzacji, poziomu działalności w obrocie na rynku giełdowym oraz liczby transakcji bezgotówkowych *per capita*.

Średnio, system finansowy strefy euro wypada dobrze w porównaniu z krajami referencyjnymi, może tylko za wyjątkiem porównania do Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych, które osiągają dobre wyniki w zakresie większości wskaźników. Wyniki te sugerują, że istnieją jeszcze dalsze możliwości przeprowadzenia reform strukturalnych w sektorach finansowych w strefie euro i że warto przyrzeć się zarówno integracji finansowej, jak i rozwojowi finansowemu.

¹ Zob. specjalny artykuł zatytułowany *Financial development: concepts and measures* (Rozwój finansowy: koncepcje i miary) w wydaniu raportu z 2008 r., który bazuje na wcześniejszych publikacjach EBC na ten temat, mianowicie: P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou i M. Lo Duca *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe* (Rola rynków finansowych i innowacyjności w produktywności i wzroście w Europie), wydanie specjalne EBC nr 72 z września 2007 r. oraz artykuł zatytułowany *Assessing the performance of financial systems* (Ocena funkcjonowania systemów finansowych), opublikowany w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2005 r.

RYNKI PIENIĘŻNE

Rynki pieniężne prawie w pełni zintegrowane...

Rynek pieniężny strefy euro, a więc segment rynku najbliższy związany z celami jednolitej polityki pieniężnej, znalazł się tuż po wprowadzeniu euro na etapie, który można nazwać integracją „prawie doskonałą”. Po wprowadzeniu euro, przekrojowe standardowe odchylenie od stóp EONIA w krajach strefy euro gwałtownie spadło do wartości bliskiej zeru i od tego czasu utrzymuje się na stabilnym poziomie (zob. wykres 1).

...za wyjątkiem segmentu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych

Wyjątkiem w ogólnie wysokim poziomie integracji rynków pieniężnych strefy euro jest segment krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych (tj. papierów wartościowych przedsiębiorstw i świadectw depozytowych), który nadal jest o wiele mniej jednorodny.

Pojawienie się na krótkoterminowych rynkach pieniężnych problemów płynnościowych w sytuacji zaburzeń na globalnym rynku finansowym w drugiej połowie 2007 r. wpłynęło na zmienność najkrótszych stóp rynku pieniężnego, zwłaszcza stóp typu *overnight*. Prawdopodobnym wytłumaczeniem tego zjawiska jest większa różnorodność ryzyka kredytowego w różnych bankach, nie zaś większa niejednorodność rynku czy mniejsza integracja rynku.

RYNKI OBLIGACJI I RYNKI AKCJI

Wyraźne oznaki integracji...

Przed wprowadzeniem euro istniało wiele czynników działających zniechęcająco na transgraniczną działalność finansową, w tym zwłaszcza ryzyko kursu wymiany, różnice w inflacji i stopach procentowych pomiędzy poszczególnymi krajami, duże koszty prowadzenia działalności w różnych walutach oraz restrykcje walutowe dla inwestorów i pośredników. Przyjęcie euro usunęło te przeszkody i pozwoliło na szybszą integrację rynku papierów wartościowych, chociaż odbywało się to w różnym stopniu w zależności od segmentu rynku.

...zwłaszcza na rynkach obligacji rządowych

Postęp w integracji finansowej był najszybszy na rynku obligacji rządowych, gdzie dokonała się konwergencja rentowności, która coraz bardziej wynika z czynników wspólnych, mimo że czynniki lokalne, takie jak różnice płynności i dostępność rozwiniętych rynków instrumentów pochodnych powiązanych ze zróżnicowanymi rynkami obligacji nadal odgrywają dużą rolę. Pozostałe rozbieżności mogą również odzwierciedlać (postrzegane) różnice w poziomie ryzyka kre-

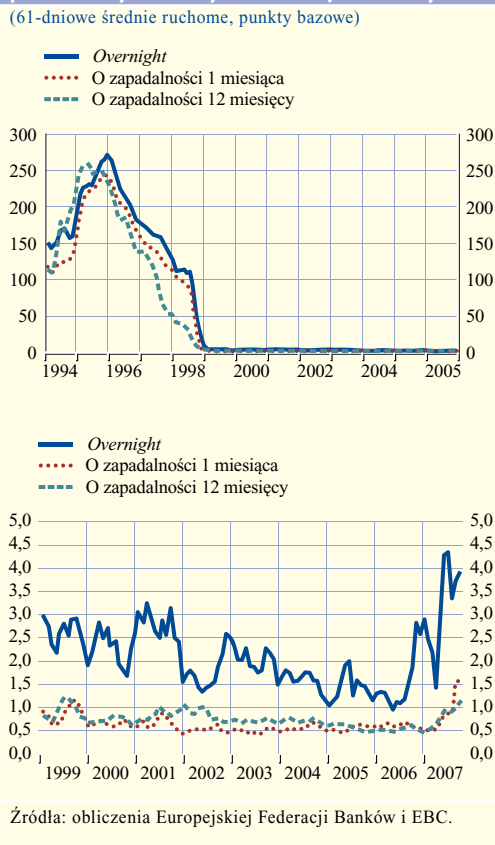
dytowego, ale nie powinno się tego traktować jako oznaki braku integracji⁵.

Podobnie, pojawienie się unii monetarnej przyniosło postęp w integracji rynku obligacji korporacyjnych, ponieważ różne rynki, które wcześniej były podzielone na segmenty według waluty, połączyły się w jednolity, poszerzony rynek euro. W wyniku tego przy ustalaniu cen i rozpiętości obligacji korporacyjnych czynniki specyficzne dla danego kraju stały się mniej ważne.

Udział zasobów transgranicznych także stanowi potwierdzenie wniosku, że rynki obligacji rządowych i korporacyjnych są całkiem dobrze zintegrowane. Na przykład, w okresie ostatnich dziesięciu lat znacznie zwiększyły się transgraniczne portfele długoterminowych dłużnych papierów wartościowych. W przypadku monetarnych instytucji finansowych (MIF)⁶, nastąpił wzrost tych portfeli z około 15% w 1999 r. do prawie 40% w 2007 r. (zob. wykres 2). Ponadto, portfele papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa wyraźnie wzrosły z bardzo niskiego poziomu, co sugeruje, że inwestorzy coraz bardziej dywersyfikują swoje portfele w strefie euro.

Integracja na rynku akcji jest mniej zaawansowana, ale widoczne są oznaki poprawy. Od początku lat dziewięćdziesiątych, integracja na tym rynku postępuje szybciej w strefie euro niż na świecie, mimo że do powstania różnic w rentowności akcji najbardziej przyczyniły się lokalne wstrząsy (zob. wykres 3). W latach 1997–2005 inwestorzy strefy euro podwoili swoje zasoby akcji wyemitowanych w innych krajach strefy euro do 29% łącznej wartości swoich portfeli akcji strefy euro, podczas gdy udział aktywów strefy euro w postaci akcji utrzymywanych poza strefą euro pozostawał na znacznie niższym poziomie i zwiększył się tylko nieznacznie.

Wykres 1 Standardowe odchylenie średnich niezabezpieczonych międzybankowych stóp procentowych kredytów w krajach strefy euro (61-dniowe średnie ruchome, punkty bazowe)



Postęp widoczny także na rynku obligacji korporacyjnych...

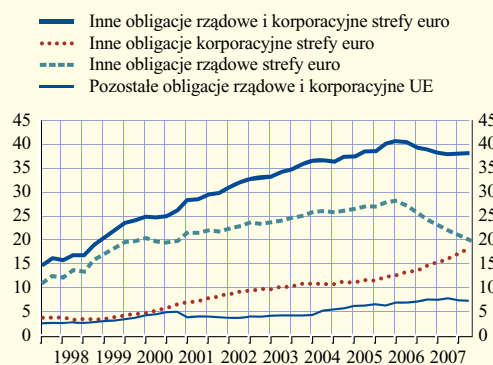
...i w mniejszym stopniu na rynkach akcji

- 5 W szczególności, wydaje się, że znaczny wzrost rozpiętości w krajach strefy euro w stosunku do obligacji niemieckich, który nastąpił od lipca 2007 r., wynikał bardziej z obaw dotyczących płynności związanych z zaburzeniami na rynku finansowym aniżeli z różnic pomiędzy krajami w zakresie ryzyka kredytowego.
- 6 Monetarne instytucje finansowe obejmują instytucje finansowe, które łącznie tworzą sektor emisji pieniądza strefy euro. W ich skład wchodzi Eurosystem, instytucje kredytowe będące rezydentami strefy euro oraz wszelkie inne instytucje finansowe będące rezydentami strefy euro, których działalność polega na przyjmowaniu depozytów i/lub bliskich substytutów depozytów od podmiotów innych niż monetarne instytucje finansowe oraz udzielaniu kredytów i/lub inwestowaniu w papiery wartościowe na własny rachunek (w sensie ekonomicznym). Ostatnia grupa obejmuje przede wszystkim fundusze rynku pieniężnego.

Ogółem postęp,
ale integracja
bankowości detalicznej
postępuje wolniej.

Wykres 2 Udział transgranicznych dłużnych papierów wartościowych MIF wyemitowanych przez strefę euro i instytucje spoza sektora MIF: stany według siedziby emitenta

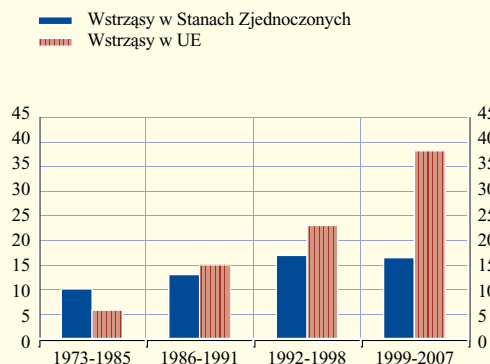
(jako udział w zasobach ogółem, z wyłączeniem Eurosystemu, w procentach)



Źródło: EBC.

Wykres 3 Różnice w lokalnej dochodowości akcji wynikającej ze wstrząsów w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych

(w procentach)



Źródła: obliczenia Thomson Financial Datastream i EBC.

RYNKI USŁUG BANKOWYCH

Podczas gdy rynki usług bankowych strefy euro dla działalności dotyczącej rynków hurtowego i kapitałowego wykazują wyraźne oznaki rosnącej integracji, segment bankowości detalicznej pozostaje bardziej rozdrobniony. W szczególności, rozbieżność bankowych stóp procentowych pomiędzy krajami strefy euro, zwłaszcza oprocentowania kredytów na cele konsumpcyjne, jest stosunkowo wysoka (zob. wykres 4).

Różnice w wysokości bankowych stóp procentowych mogą odzwierciedlać takie czynniki jak odmienne warunki gospodarki krajowej (np. ryzyko kredytowe, ryzyko stopy procentowej, wielkość firm, struktura przemysłowa i stopień rozwoju rynku kapitałowego), czynniki instytucjonalne (np. podatki, regulacja, nadzór i ochrona konsumenta) oraz struktury finansowe (np. stopień finansowania rynków usług bankowych/rynków kapitałowych oraz konkurencyjność)⁷. Pomimo znacznego zróżnicowania, widoczne są jednak oznaki stopniowej konwergencji.

Wykres 4 Standardowe odchylenie stóp procentowych kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych

(punkty bazowe)



Źródło: EBC.

7 Zob. raport EBC z września 2006 r. zatytułowany *Differences in MFI interest rates across euro area countries*.

6.3 SIŁY NAPĘDOWE I BARIERY W PROCESIE INTEGRACJI FINANSOWEJ

6.3.1 RYNKI PIENIĘŻNE

INTEGRACJA INFRASTRUKTURY RYNKOWEJ JAKO IMPULS POSTĘPU

Najważniejszym czynnikiem w osiągnięciu i utrzymaniu integracji rynku pieniężnego było wypracowanie dużej integracji systemów płatności wysokokwotowych w strefie euro, które umożliwia bezpieczne i sprawne przetwarzanie zleceń płatniczych pomiędzy bankami w strefie euro.

W okresie przed wprowadzeniem wspólnej waluty, każdy z krajów, które w niedalekiej przyszłości miały utworzyć strefę euro, miał swoją walutę, krajowe rynki pieniężne oraz infrastrukturę płatniczą i rozrachunkową. O ile z jednej strony rynki krajowe i ich infrastruktury przez dziesiątki lat dobrze funkcjonowały w tych krajach, o tyle z perspektywy nowo powstałej strefy euro były niewystarczające. Rozdrobnienie i brak wspólnej infrastruktury hamowały rozwój transgranicznego obrotu płatniczego. Niewątpliwie, tak rozdrobniona infrastruktura nie zapewniała odpowiedniej platformy do prowadzenia polityki pieniężnej EBC oraz platformy dla rynku pieniężnego waluty euro. Podjęto więc decyzję o utworzeniu nowych instrumentów do rozrachunku płatności w euro, w pieniądzu banku centralnego, oraz transgranicznego wykorzystania zabezpieczeń w operacjach kredytowych w ramach Eurosystemu. Te funkcjonujące w Eurosystemie instrumenty zostały określone mianem systemu TARGET⁸ oraz Systemu Banków Centralnych Korespondentów (CCBM).

Bank centralny jest „bankiem banków”. Gdy banki dokonują między sobą znacznych płatności, wolą dokonywać rozrachunku tych transakcji w ramach księgowości banku centralnego, aby uniknąć ponoszenia ryzyka z tytułu zaangażowań kredytowych na rynku międzybankowym. W systemie rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym zlecenia składane są w środkach banku centralnego, ze śróddzienną ostatecznością (ang. *intraday finality*) i środki te są niezwłocznie dostępne do ponownego wykorzystania. Wraz z wprowadzeniem systemu TARGET przez Eurosystem w styczniu 1999 r. w zakres walut objętych usługą weszło euro.

Od momentu kiedy został wprowadzony, system spełnia rolę benchmarku przy przetwarzaniu zleceń płatności w euro ze względu na swoją szybkość, niezawodność, czas otwarcia i poziom obsługi. TARGET przetwarza płatności bezpośrednio powiązane z operacjami w ramach Eurosystemu. Tak więc rozrachunek operacji polityki pieniężnej dotyczy rachunków tych kontrahentów, którzy uczestniczą w takich operacjach. Nie wszystkie instytucje kredytowe uczestniczą w operacjach Eurosystemu, stąd efekt płynnościowy tych operacji podlega następnie redystrybucji w obszarze systemu bankowego poprzez rynek pieniężny. Transakcje rynku pieniężnego skutkują płatnościami, które są ponownie w znacznej części przetwarzane przez TARGET. Otwarty dostęp do systemu sprawia, że wszystkie instytucje kredytowe mogą mieć bezpośredni dostęp do wspólnego zestawu instrumentów rozrachunkowych w pieniądzu banku centralnego, i nie muszą korzystać z usług komercyjnych konkurentów instytucjonalnych. Kontrahenci w strefie euro mogą zatem dokonywać bezpośrednio między sobą przelewu środków banków centralnych, z natychmiastową ostatecznością śróddzienną. Usługa jest także dostępna w niektórych krajach członkowskich UE spoza strefy euro, których banki centralne wyraziły chęć przystąpienia do systemu.

Usługi systemu TARGET, będąc trzonem infrastruktury wysokokwotowych i terminowych płatności międzybankowych oraz mając na celu spełnienia wymogów klientów i ogólnie rynków fi-

Serwisy Eurosystemu
TARGET i CCBM wspierają
rynki pieniężne
i rynek euro.

TARGET ułatwia bezpieczne
i sprawne rozrachunki...

...oraz realizację polityki
pieniężnej.

8 Transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym.

Zakończono przejście
na wspólną platformę

nansowych, są dostępne do późnych godzin wieczornych, codziennie oprócz sobót i niedziel oraz sześciu innych dni w roku. Dni operacyjne to *de facto* dni rozrachunku dla rynków finansowych waluty euro, oraz dla transakcji walutowych w euro.

Początkowo struktura systemu TARGET opierała się na zasadzie minimum harmonizacji i na zdecentralizowanej architekturze, łącząc różne systemy działające na poziomie krajowym. Niemniej w odpowiedzi na wzrost popytu ze strony instytucji finansowych na dalece bardziej zaawansowane i zharmonizowane usługi, w październiku 2002 r. Eurosystem rozpoczął pracę nad ulepszoną aplikacją, które umożliwiłyby przejście od „systemu systemów” do wspólnie wykorzystywanej platformy. System drugiej generacji, TARGET2, uruchomiono 19 listopada 2007 r. i w pełni zastąpił on poprzedni system TARGET 19 maja 2008 r.

TARGET2 zwiększy
integrację i usprawni
obsługę hurtowych zleceń
płatniczych.

Zgodnie z oczekiwaniami nowy system ma jeszcze bardziej zwiększyć integrację hurtowych płatności brutto poprzez zapewnienie swoim uczestnikom zharmonizowanego poziomu usług, jednolitej struktury cen dla transakcji krajowych i transgranicznych oraz jednolitego zakresu usług rozrachunku transakcji gotówkowych w środkach banku centralnego dla dokonania ostatecznego rozrachunku przez systemy płatnicze i systemy transferu papierów wartościowych prowadzone w euro. Co więcej, dzięki nowemu instrumentowi, banki mogą dalej ulepszać zarządzanie płatnościami i płynnością. O ile w poprzednim systemie użytkownicy działający jednocześnie na terenie wielu krajów zmuszeni byli utrzymywać dużą liczbę interfejsów umożliwiających komunikację techniczną, o tyle obecnie mogą oni monitorować rachunki swoich oddziałów rozmieszczonych w wielu krajach z jednej centralnej lokalizacji. Ponadto, mogą także centralizować swoje operacje płatnicze, co powinno zapewnić im dalsze korzyści wynikające z oszczędności, związane z podniesieniem wydajności dzięki zwiększeniu szybkości i jakości rozrachunku oraz zwiększyć ich możliwości funkcjonowania w środowisku dynamicznie zmieniającego się rynku płatności.

Dzienny obrót
2,400 mld euro

System TARGET uruchomiony w styczniu 1999 r. umożliwił płynną realizację rozrachunków, przez co wyraźnie przyczynił się do przyspieszenia postępującej integracji rynków pieniężnych strefy euro. Ponadto, o ile w 1999 r. funkcjonowało 21 systemów płatności wysokokwotowych w walucie euro, o tyle w 2008 r. ich liczba zmniejszyła się do trzech. Uruchomienie, sprawne funkcjonowanie i ciągły rozwój systemu potwierdza sukces, z jakim Eurosystem wypełnia swoje zadania w zakresie wspierania integracji infrastruktur rynkowych, a w efekcie poszczególnych segmentów rynków finansowych. Spośród istniejących obecnie systemów, TARGET2 ma największy udział w rynku zarówno pod względem wartości, jak i wolumenu przetwarzanych zleceń płatniczych⁹. Dzienny obrót systemu wynosi około 2,400 miliardów euro. Innymi słowy, obrót za 3 i pół dnia jest równy rocznemu PKB ogółem w strefie euro! Największy obrót odnotowany w ciągu jednego dnia wyniósł 3,387 miliarda euro.

CCBM ułatwił
transgraniczny transfer
zabezpieczeń...

Kolejnym ważnym instrumentem, jakim Eurosystem wspiera integrację rynków pieniężnych jest CCBM. Wykorzystuje się go do transgranicznego przekazywania zabezpieczeń w obrębie strefy euro. Zgodnie ze Statutem, wszelkie operacje kredytowe w Eurosystemie muszą wykorzystywać odpowiednie zabezpieczenie. Ponadto, ramy operacyjne Eurosystemu przewidują, że wszystkie aktywa kwalifikowane do operacji kredytowych w Eurosystemie mogą być wykorzystane jako zabezpieczenia przez wszystkich kontrahentów Eurosystemu, niezależnie od umiejscowienia aktywów kontrahenta.

⁹ Na TARGET2 przypada w ujęciu wartościowym 89%, a w ujęciu ilościowym 60% wszystkich zleceń przetwarzanych przez wysokokwotowe systemy płatnicze działające w strefie euro. Przetwarza on codziennie ponad 360 000 zleceń płatniczych i jest jednym z największych systemów płatności brutto na świecie, wraz z systemami Fedwire w Stanach Zjednoczonych i Continuous Linked Settlement (CLS), międzynarodowym systemem do rozliczeń transakcji walutowych.

Gdy wprowadzano walutę euro, infrastruktura europejskich rynków papierów wartościowych była podzielona; niepełna była zwłaszcza sieć powiązań pomiędzy systemami rozrachunku papierów wartościowych. Przy braku odpowiednich uregulowań rynkowych dotyczących ustanawiania transgranicznych zabezpieczeń, Eurosystem w 1999 r. wprowadził CCBM jako rozwiązanie przejściowe w oczekiwaniu, że z czasem pojawią się rozwiązania rynkowe. Na podstawie tych uregulowań, kontrahenci zaciągają zobowiązanie w swoim „rodzimym” banku centralnym na podstawie zabezpieczenia przeniesionego do innego banku centralnego w Eurosystemie („banku centralnego-korespondenta”). W międzyczasie, system CCBM stał się głównym kanałem wykorzystania zabezpieczeń z tytułu transgranicznych operacji kredytowych Eurosystemu.

Działalność CCBM stanowiła nieoceniony wkład w funkcjonowanie systemu zabezpieczeń Eurosystemu i wyraźnie sprzyjała wzrostowi wykorzystania zabezpieczeń w działalności transgranicznej. W istocie, kontrahenci Eurosystemu dokonali dywersyfikacji swoich portfeli zabezpieczeń, poprzez zwiększenie udziału inwestycji zabezpieczających w aktywach pochodzących z innych krajów strefy euro. Ponadto, wielonarodowe grupy bankowe coraz bardziej centralizowały zarządzanie płynnością i zabezpieczeniami na poziomie grupy. Wartość zabezpieczeń transferowanych za pośrednictwem systemu wzrosła z 162,7 miliarda euro w 1999 r. do 557,9 miliarda euro w grudniu 2007 r., a ta ostatnia kwota stanowiła 39,6% ogólnej wartości zabezpieczeń transferowanych w tym czasie do Eurosystemu (zob. wykres 5). W 2006 r. 50,2% wszystkich zabezpieczeń złożonych w Eurosystemie stanowiły zabezpieczenia wykorzystane w obrocie transgranicznym, które swoim udziałem po raz pierwszy przewyższyły kategorię zabezpieczeń w obrocie krajowym. W 2007 r., w ujęciu względnym, 81,5% złożonych transgranicznych zabezpieczeń przechodziło przez CCBM, natomiast udział zabezpieczeń transferowanych za pomocą połączenia między systemami depozytowo-rozliczeniowymi w różnych krajach wyniósł 18,5%.

Podjęto wysiłki na rzecz dalszego usprawnienia działań Eurosystemu poprzez wprowadzenie wspólnej platformy technicznej (CCBM2) w celu świadczenia jednolitych usług dotyczących krajowych i transgranicznych operacji w zakresie zabezpieczeń. Platforma zapewni przede wszystkim zmodernizowany instrument do zarządzania zabezpieczeniami w Eurosystemie, ale także otworzy rozległe możliwości kontrahentom Eurosystemu do dalszego usprawniania działań i zmniejszenia kosztów zaplecza obrachunkowo-kontrolnego (ang. *back-office*) oraz zoptymalizuje proces zarządzania zabezpieczeniami i płynnością. Oprócz tego, nowy system przyniesie także korzyści wynikające z synergii systemów TARGET2 i TARGET2-Securities (zob. poniższy podrozdział o rynkach obligacji i rynkach akcji). Dążąc do pełnego uwzględnienia potrzeb kontrahentów, Eurosystem opracowuje nowy system w bliskiej współpracy z uczestnikami rynku.

Trwają prace nad dalszym
usprawnieniem procesu
składania zabezpieczeń

DZIAŁANIA NA RZECZ SCALENIA RYNKU KRÓTKOTERMINOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Jak już wspomniano, rynek krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych strefy euro pozostawał dość rozdrobniony. Różnice w standardach rynkowych znacznie utrudniały rozwój rynku ogólnoeuropejskiego. W tym kontekście, w 2001 r. Euribor ACI¹⁰ uruchomił Inicjatywę Krótkoterminowego Europejskiego Papieru Wartościowego (ang. *Short-Term European Paper (STEP)*), by zachęcać uczestników rynku do a) określenia zestawu wspólnych standardów i praktyk rynkowych promujących integrację rynku oraz b) dobrowolnego spełniania tych standardów poprzez nadanie wspólnej etykiety (ang. *common label*) dostosowanym programom emisji.

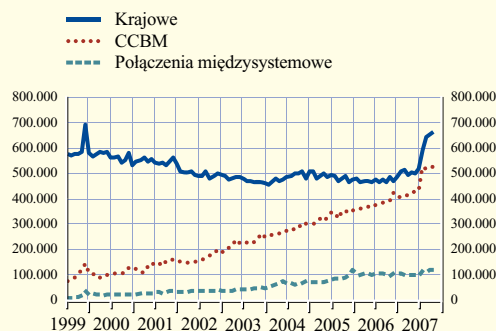
Inicjatywa STEP dotycząca
wprowadzenia wspólnych
standardów rynkowych...

10 Euribor ACI jest jednym ze stowarzyszeń rynków finansowych uczestniczących w zarządzaniu indeksami EURIBOR i EONIA.

...została uruchomiona
w czerwcu 2006 r.

W czerwcu 2006 r. Euribor ACI oraz Europejska Federacja Bankowa Euribor¹¹ (*European Banking Federation Euribor*) zawarły Porozumienie Rynkowe STEP (*STEP Market Convention*), które określa kryteria i procedury przyznawania i odbierania etykiety STEP emitowanym krótkoterminowym dłużnym papierom wartościowym. Nowy rynek szybko się przyjął. Przykładowo, we wrześniu 2007 r. kategoria dłużnych papierów wartościowych denominowanych w euro i mających oznaczenie STEP stanowiła już około 30% wszystkich krótkoterminowych papierów wartościowych denominowanych w euro pochodzących od emitentów spoza sektora instytucji rządowych i pozarządowych. Analogicznie, w grudniu 2007 r. wielkości poszczególnych programów osiągnęły poziom 320 miliardów euro, w porównaniu z wyjściowym poziomem 60 miliardów w lipcu 2006 r., miesiąc po zawarciu porozumienia rynkowego.

Wykres 5 Wartość zabezpieczeń transferowanych przez kontrahentów w operacjach kredytowych Eurosystemu (w mld euro)



Źródło: EBC.

Działanie Eurosystemu jako
katalizatora podstawą
osiągnięcia sukcesu

Z jednej strony projekt STEP stanowił inicjatywę rynku zaprojektowaną w taki sposób, aby wspierać integrację z segmentem krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, a z drugiej strony Eurosystem odegrał podstawową rolę w zapewnieniu sukcesu integracji. EBC, który zainicjował uruchomienie projektu, również wniósł swój wkład w jego rozwój i wdrożenie. W okresie przygotowawczym EBC ułatwiał koordynację działań pomiędzy zaangażowanymi uczestnikami rynku, udzielał wsparcia przy opracowywaniu porozumienia rynkowego i świadczył opiekę prawną. EBC podejmował także działania mające na celu podniesienie poziomu wiedzy o projekcie wśród podmiotów rynku i opinii publicznej. Od momentu formalnego uruchomienia nowego rynku, EBC i dziewięć krajowych banków centralnych funkcjonujących w Eurosystemie udzielało technicznego wsparcia Sekretariatowi systemu STEP. Ponadto EBC opracowywał regularne dane statystyczne o rentowności i wielkości rynku STEP oraz publikował o tym informacje w swoim portalu internetowym. Statystyki, ustawicznie doskonalone, stanowią fundamentalny wkład w poprawę przejrzystości rynku, a czynnik ten będzie odgrywał ważną rolę w zapewnieniu dalszego postępu na drodze integracji europejskiego rynku krótkoterminowych papierów wartościowych w nadchodzących latach.

6.3.2 RYNKI OBLIGACJI I RYNKI AKCJI

POSTĘP W REALIZACJI UNIJNYCH ZASAD RAMOWYCH DOTYCZĄCYCH REGULACJI FINANSOWEJ I NADZORU

Postęp wspierany przez
efektywne działania
sektora publicznego...

Postęp w procesie integracji rynków obligacji i rynków akcji strefy euro stanowi przykład tego, w jaki sposób sektor publiczny może stawić czoło przeszkodom występującym w transgranicznym finansowaniu wynikającym z prowadzonej polityki. Wprowadzenie euro pokazało, że pełne wykorzystanie potencjału wspólnej waluty we wspieraniu integracji finansowej byłoby możliwe tylko wtedy, gdyby potencjał ten został uzupełniony o udoskonalone unijne zasady ramowe, które usunęłyby bariery występujące w działalności transgranicznej i chroniłyby stabilność wspólnego rynku. W tym kontekście, w ostatnich latach realizuje się dwie ważne inicjatywy: Plan działania w zakresie usług finansowych (FSAP) i zasady ramowe procedury Lamfalussy'ego w zakresie regulacji finansowej i nadzoru.

¹¹ Europejska Federacja Bankowa Euribor wspierała Euribor ACI w opracowywaniu projektu od maja 2005 r.

FSAP, przyjęty w 1999 r., zasadniczo przebudował unijne prawodawstwo w zakresie usług finansowych. Zawierał on 42 kluczowe inicjatywy ustawodawcze zaproponowane przez Komisję Europejską, których celem było uaktualnienie, w świetle rozwoju sytuacji na rynku, istniejących zasad unijnych oraz rozszerzenie unijnej harmonizacji regulacyjnej zgodnie z celem wspólnego rynku. Choć adresatem tego planu był cały sektor finansowy, większość inicjatyw dotyczyła rynków papierów wartościowych. Główne działania obejmowały Dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych, Dyrektywę w sprawie przejrzystości, Dyrektywę w sprawie nadużyć na rynku i Dyrektywę w sprawie prospektu emisyjnego¹².

W grudniu 2005 r., na podstawie osiągnięć wypracowanych w ramach FSAP, Komisja przyjęła Białą Księgę w sprawie polityki usług finansowych na lata 2005–2010. Stwierdza się tam, że w nadchodzących latach głównym priorytetem tej polityki, szczególnie w dziedzinie rynków papierów wartościowych, będzie zapewnienie skutecznego i spójnego wdrażania działań Planu oraz konsolidacja i uproszczenie istniejącego prawodawstwa unijnego. Przewiduje się, że możliwe jest podjęcie dalszych inicjatyw tylko w niektórych, starannie ukierunkowanych obszarach, zwłaszcza w obszarze usług rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych oraz detalicznych usług finansowych.

Zasady ramowe procedury Lamfalussy'ego w zakresie regulacji finansowej i nadzoru w dziedzinie papierów wartościowych wdrożono w 2001 r., co przyczyniło się do znacznego przyspieszenia i elastyczności procesu regulacyjnego w Unii Europejskiej. Wspierają one również spójne wdrażanie zasad unijnych na poziomie krajowym, zwłaszcza w odniesieniu do dyrektyw w sprawie rynków papierów wartościowych, przyjętych w ramach FSAP. Zasady ramowe procedury Lamfalussy'ego opierają się na innowacyjnym czteropoziomym podejściu do prawodawstwa w dziedzinie finansów: podstawowe zasady legislacji nadal określa się w drodze konwencjonalnego procesu ustawodawczego, a następnie są one przyjmowane przez Parlament Europejski i Radę (Poziom 1). Jednakże uszczegółowienia zasad implementacji, które muszą być zgodne z rozwojem sytuacji na rynku i zmianami regulacyjnymi, mogą być przyjmowane przez Komisję w ramach uproszczonej i przyspieszonej procedury (Poziom 2), w której uczestniczą branżowe komitety regulacyjne, składające się z przedstawicieli właściwych władz krajowych i europejskich. Poziom 3 obejmuje wysiłki branżowych komitetów krajowych władz nadzorczych, zapewniające spójne i terminowe wdrażanie regulacji Poziomu 1 i Poziomu 2 na szczeblu krajowym. Poziom 4 dotyczy działań Komisji wzmacniających egzekwowanie prawa unijnego, wspartych intensywną współpracą pomiędzy państwami członkowskimi, ich organami regulacyjnymi i sektorem prywatnym¹³.

Praktyczne funkcjonowanie zasad ramowych procedury Lamfalussy'ego, które od 2003 r. są także wdrażane w sektorach bankowym i ubezpieczeniowym, jest ściśle monitorowane; wprowadzono do nich wiele zmian i obecnie opracowuje się nowe zmiany. Głównym celem tych działań jest czerpanie pełnych korzyści z zasad ramowych, w postaci wspierania silniejszej konwergencji i współpracy między organami nadzoru we wprowadzaniu unijnych przepisów.

EBC i Eurosystem aktywnie przyczyniają się do tworzenia i wdrażania zarówno FSAP, jak i zasad ramowych procedury Lamfalussy'ego oraz dalszych inicjatyw, co przedstawiono w rozdziale 7.

...w tym przez Plan działania w zakresie usług finansowych...

...dalszą strategię polityki na lata 2005-2010...

...oraz wprowadzenie zasad ramowych procedury Lamfalussy'ego

Eurosystem wniósł wkład dzięki swojej roli doradczej.

12 Artykuł zatytułowany *Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability (Kształtowanie się unijnych zasad ramowych w zakresie regulacji finansowej, nadzoru i stabilności)*, w Biuletynie Miesięcznym z listopada 2004 r. przedstawia przegląd głównych działań FSAP.

13 Bardziej szczegółowy opis zasad ramowych procedury Lamfalussy'ego – zob. artykuł wymieniony w przypisie nr 2.

Niewielka integracja infrastruktury rynku papierów wartościowych...

POTRZEBA DALSZEGO WZMACNIANIA INTEGRACJI INFRASTRUKTURY RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Integracja rynków obligacji i akcji zależy od integracji przynależnej im infrastruktury, w szczególności infrastruktury systemów rozrachunku papierów wartościowych i kontrahentów banków centralnych. Jednakże postęp w integrowaniu infrastruktur rynków papierów wartościowych nie nadąża za procesem integracji infrastruktur systemów płatności wysokokwotowych. Jest to w dużej części spowodowane charakterystyczną dla papierów wartościowych dużą złożonością, co doprowadziło do powstania różnic pomiędzy krajowymi praktykami rynkowymi oraz systemami prawnymi, regulacyjnymi i podatkowymi. Od momentu uruchomienia systemu TARGET w 1999 r., transgraniczne płatności stanowiły w przybliżeniu od 20% do 25% ich liczby ogółem i 35% wartości ogółem. Jednak pomimo tego, że systemy rozrachunku papierów wartościowych stworzyły wzajemne połączenia, są one rzadko wykorzystywane (mniej niż 1% ilości i wartości ogółem).

Infrastruktura post-transakcyjna na rynku obligacji jest rozdrobniona, ale jest ona nawet bardziej rozdrobniona na rynku akcji. Transgraniczny rozrachunek obligacji koncentruje się głównie w obrębie dwóch międzynarodowych centralnych depozytów papierów wartościowych, natomiast transgraniczny rozrachunek akcji jest nadal silnie uzależniony od krajowych centralnych depozytów papierów wartościowych.

...skutkuje wysokimi kosztami transakcji

Duże rozdrobnienie oznacza generowanie znacznych kosztów post-transakcyjnych dla unijnych transgranicznych transakcji obrotu papierami wartościowymi, zmniejsza potencjał wynikający z korzyści skali oraz hamuje rozwój równych reguł gry na poziomie europejskim. Pomimo że pod względem wielkości gospodarki Europa jest porównywalna ze Stanami Zjednoczonymi, to jednak pozostaje w tyle, jeśli chodzi o wolumen i koszt transakcji obrotu papierami wartościowymi. Luka kosztowa jest szczególnie duża w rozrachunku transgranicznym.

Wiele inicjatyw mających na celu poprawę sytuacji

W celu poprawy sytuacji podjęto wiele ważnych i uzupełniających się nawzajem inicjatyw w sektorze publicznym i prywatnym. Po pierwsze, zidentyfikowano bariery integracji wynikające ze zróżnicowanych praktyk rynkowych oraz prawnych, przepisów regulacyjnych i podatkowych, oraz rozpoczęto przygotowania zmierzające do ich usunięcia. Po drugie, w listopadzie 2006 r. grupy interesariuszy branżowych podpisały Kodeks Postępowania w zakresie Rozliczeń i Rozrachunku mający ułatwić integrację i konkurencję, a jego wdrażanie jest teraz ściśle monitorowane. Po trzecie, w celu promowania większej konwergencji krajowych systemów rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych i osiągnięcia najwyższych standardów bezpieczeństwa i efektywności, ESBC i Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych wspólnie opracowują zalecenia w zakresie bezpieczeństwa i pewności unijnych infrastruktur posttransakcyjnych.

Platforma rozrachunku wprowadzona przez Eurosystem (T2S) w celu uzupełnienia działań

Brakującym elementem obecnej strategii w zakresie zintegrowanej infrastruktury papierów wartościowych dla jednolitego rynku jest utworzenie wspólnej, neutralnej platformy dotyczącej rozrachunku, która sprzyjałaby skutecznemu współdziałaniu i konkurencji pomiędzy usługodawcami. W celu usunięcia tej luki Eurosystem, wykorzystując swoje możliwości promowania integracji finansowej dzięki świadczeniu usług przez banki centralne, ogłosił niedawno inicjatywę TARGET2-Securities (T2S).

Inicjatywa ta wynika z tego, że usługi w dziedzinie papierów wartościowych świadczone przez centralne depozyty papierów wartościowych i banki centralne są ściśle powiązane. Obrót papierami wartościowymi charakteryzuje się tym, że prowadzi do dostarczenia papierów wartościowych

wych (część dotycząca papierów wartościowych) i transferu gotówki (część gotówkowa). Jeżeli rozrachunek części gotówkowej następuje w systemie rozrachunku banku centralnego, nazywa się to rozrachunkiem w pieniądzu banku centralnego. By uniknąć ryzyka kredytowego, sfinalizowanie jednej części jest uwarunkowane sfinalizowaniem drugiej (tzw. wydanie przy płatności). Jednakże, choć usługa ta jest skuteczna w każdym z państw z osobna, w Europie jest prawie niedostępna na poziomie transgranicznym.

Utrzymywanie rachunków papierów wartościowych i rachunków pieniądza banku centralnego na tej samej platformie dla celów rozrachunku jest uznane za najbardziej wydajny sposób prowadzenia rozrachunku obrotu papierami wartościowymi obu wyżej wspomnianych części (papierów wartościowych i gotówki). Po uruchomieniu systemu TARGET2, Eurosystem oferuje obecnie jednolitą platformę do rozrachunku płatności (część gotówkowa) w pieniądzu banku centralnego. Jednakże papiery wartościowe są nadal utrzymywane na wielu platformach (centralne depozyty papierów wartościowych). Zlecenie prowadzenia rachunków pieniądza banku centralnego na wielorakich platformach rozrachunku papierów wartościowych prowadziłyby w dużej mierze do przekreślenia korzyści wynikających z przeniesienia ich do jednolitej platformy płatności.

Tak więc wraz z podjęciem inicjatywy T2S Eurosystem proponuje, by platformy papierów wartościowych zlecały utrzymywanie swoich rachunków papierów wartościowych jednolitej neutralnej platformie (jednolita platforma płatności), którą obsługiwałby Eurosystem. Każda platforma rozrachunku papierów wartościowych otrzyma zaproszenie do wyrażenia zgody na przeniesienie swojego rozrachunku do T2S, aby w pełni zintegrować wszelkie czynności w zakresie rozrachunku i tym samym doprowadzić do tego, że rozrachunek transgraniczny będzie równie tani i wydajny jak rozrachunek krajowy.

System T2S przyniesie korzyści zarówno w zakresie skali, jak i konkurencji. Korzyści skali będą wynikały z używania jednolitej platformy rozrachunku papierów wartościowych i pieniądza banku centralnego. Doprowadzi to nie tylko do zmniejszenia opłat, zwłaszcza w przypadku rozrachunku transgranicznego, ale też pozwoli uczestnikom rynku na tworzenie puli ich płynności i zabezpieczeń, zmniejszając w ten sposób koszty utraconych możliwości. Jeśli chodzi o konkurencję, platformy rozrachunku papierów wartościowych będą nadal świadczyć usługi inne niż usługi w zakresie rozrachunku. Jednak korzystanie ze wspólnego modułu dla rozrachunku ułatwiłoby uczestnikom rynku i inwestorom określenie, gdzie chcieliby gromadzić dane papiery wartościowe. System T2S zachęci platformy papierów wartościowych do oferowania ich uczestnikom możliwości gromadzenia swoich papierów wartościowych w jednym miejscu. Z tego względu wybór usługodawcy na podstawie wysokości kosztów i poziomu usługi, a nie na podstawie lokalizacji papierów wartościowych, byłby łatwiejszy. Należy oczekiwać, że większa konkurencja doprowadzi do obniżenia opłat.

Przedstawiając tę inicjatywę, Eurosystem stara się zapewnić, by wszystkie zainteresowane strony były włączone w proces i miały na niego wpływ. Dostarczone do tej pory informacje na temat projektu są rezultatem miesięcy intensywnej współpracy pomiędzy setkami specjalistów z banków, banków centralnych i depozytów papierów wartościowych. Ten model współpracy jest wysoko oceniany przez branżę, i będzie kontynuowany w jego następnych etapach. Oczekuje się, że latem 2008 r. Rada Prezesów podejmie decyzję w sprawie przejścia do kolejnego etapu projektu. Uruchomienie systemu T2S przewiduje się na rok 2013.

T2S będzie świadczyć usługi transgraniczne tak samo tanio i efektywnie jak krajowe systemy rozrachunku...

...pozwoli na skuteczniejsze wykorzystanie płynności i zabezpieczeń...

...i będzie stymulować konkurencję.

Ostateczna decyzja w sprawie projektu w połowie 2008 r.

6.3.3 RYNKI USŁUG BANKOWYCH

USPRAWNIENIA W ZAKRESIE ZASAD RAMOWYCH REGULACJI FINANSOWEJ I NADZORU DLA BANKÓW TRANSGRANICZNYCH

Bankowość transgraniczna będzie się rozwijała jako proces podlegający regułom rynku.

Wiele działań UE w celu usunięcia przeszkód wynikających z prowadzonej polityki...

...aktywnie popieranym przez Eurosystem

Transgraniczne grupy bankowe mają podstawowe znaczenie w procesie integracji, gdyż zwiększają konkurencyjność oraz rozpowszechniają innowacyjność produktów i usług finansowych w wyniku ekspansji do innych krajów. W ostatnich latach ważną kwestią stało się zatem usunięcie związanych z polityką przeszkód w rozwoju bankowości transgranicznej. Główne priorytety w tym względzie to usunięcie przeszkód w dokonywaniu fuzji i przejęć o charakterze transgranicznym i wspieranie, w sposób nieprzerwany, sprawnego funkcjonowania transgranicznych grup bankowych.

Przyjęto wiele inicjatyw zmierzających do poszerzenia unijnych zasad ramowych dla banków transgranicznych w dziedzinie regulacji bankowych i nadzoru, nadzoru nad działalnością na rynku, opodatkowania i prawa spółek¹⁴. Ważny nurt pracy dotyczył usprawnienia nadzoru nad grupami transgranicznymi i wspierania konwergencji wymogów krajowych. Wzmocnione zasady ramowe we wzajemnych relacjach typu kraj/nadzór macierzysty – goszczący, przyjęte w 2006 r. w związku z Dyrektywą w sprawie wymogów kapitałowych (CRD)¹⁵ i wyżej wspomniane rozszerzenie zasad ramowych procedury Lamfalussy’ego na sektor bankowy stanowią w tym zakresie dwa kamienie milowe. Jednocześnie realizowane są już kolejne inicjatywy mające na celu dalsze wzmocnienie unijnych porozumień nadzorczych (zob. rozdział 7).

Ponadto, strategia Komisji w zakresie usług finansowych na lata 2005–2010 zawiera wiele starannie zaplanowanych działań ułatwiających prowadzenie działalności transgranicznej w segmencie bankowości detalicznej, na przykład w odniesieniu do kredytów hipotecznych, mobilność klientów dotyczącej rachunków bankowych oraz transgraniczny dostęp do danych o kredycie.

Oprócz pracy nad wzmocnieniem unijnych zasad ramowych dla banków transgranicznych, EBC i Eurosystem gromadzą także informacje na temat sytuacji w grupach bankowych prowadzących znaczną działalność transgraniczną na obszarze Unii Europejskiej. W szczególności, od 2002 r. grupy te są przedmiotem badań sondażowych przeprowadzanych w cyklu dwuletnim przez Komitet ds. Nadzoru Bankowego. Badania te wskazują na rosnące umiędzynarodowienie grup, spowodowane głównie fuzjami i przejęciami o charakterze transgranicznym. Liczba grup objętych analizą wzrosła tylko nieznacznie (z 41 do 46 pomiędzy 2001 r. a 2006 r.), natomiast skonsolidowane aktywa w próbie wzrosły w tym okresie o 54%, a ich udział w skonsolidowanych aktywach bankowych UE wzrósł do 68%. Banki prowadzące znaczną działalność o charakterze transgranicznym mają więc wyraźny i rosnący udział w aktywach bankowych UE ogółem¹⁶.

14 Specjalny artykuł zatytułowany *Strengthening the EU framework for cross-border banks* (Wzmacnianie unijnych zasad ramowych dla banków prowadzących działalność transgraniczną) w raporcie EBC z 2007 r. pt. *Financial integration in Europe* przedstawia przegląd inicjatyw w zakresie polityki.

15 Dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych wprowadziła rozwiązania z przełomowej międzynarodowej Drugiej Umowy Bazylejskiej (Basel II) w sprawie bardziej kompleksowych i wrażliwych na ryzyko wymogów adekwatności kapitałowej dla banków na poziomie unijnym. Dyrektywa wprowadziła dodatkowe elementy uwzględniające specyfikę otoczenia UE. W szczególności, zważywszy na zaawansowanie integracji finansowej w UE i odpowiednio wysoki stopień systemowych powiązań i zależności pomiędzy władzami, CRD wprowadziła wzmocnione wymogi dla współpracy pomiędzy władzami nadzoru kraju macierzystego i goszczącego.

16 Dalsze informacje na temat zakresu i wyników prac z 2001 r. i 2003 r. dotyczących odwzorowania sytuacji zawiera artykuł zatytułowany *International activities of large EU banking groups* (Międzynarodowa działalność dużych grup bankowych w UE) w raporcie EBC z 2005 r. na temat struktur bankowych UE. Edycja raportu z 2006 r. wymienia główne wyniki prac dotyczących odwzorowania z 2005 r. Wyniki z 2005 r. zostały poddane ocenie w publikacji zatytułowanej *Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution* (Przegląd procedury Lamfalussy’ego. Wkład Eurosystemu), dostępnej na stronie EBC: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>.

TWORZENIE ZINTEGROWANEJ INFRASTRUKTURY STREFY EURO DLA PŁATNOŚCI DETALICZNYCH

Stosunkowo duże rozdrobnienie infrastruktury płatności detalicznych utrudnia przeprowadzanie operacji bankowych o charakterze transgranicznym. Każdy kraj ma własne instrumenty płatnicze i różne standardy w zakresie płatności dokonywanych za pomocą polecenia przelewu, polecenia zapłaty i kartą. Dla Eurosystemu jest bardzo pożądane stworzenie zintegrowanego rynku płatności detalicznych z jednolitym zestawem instrumentów płatniczych dla strefy euro, ponieważ jest to logiczna konsekwencja wprowadzenia wspólnej waluty.

W ciągu ostatniej dekady Eurosystem pełnił rolę katalizatora tych reform i opublikował kilkanaście raportów na temat przyczyn rozdrobnienia i możliwych środków zaradczych, oraz określił cele, które winny być osiągnięte. W 1999 r. Eurosystem zwrócił uwagę, że szczególnie jeśli chodzi o transgraniczne polecenia przelewu, opłaty były znacznie wyższe, a czas realizacji znacznie dłuższy niż w przypadku przelewów krajowych¹⁷. Kwestie te były częściowo związane z dominującym wykorzystaniem bankowości korespondencyjnej oraz brakiem właściwych infrastruktur międzybankowych obejmujących całą strefę euro. W 2000 r.¹⁸ Eurosystem stwierdził, że pomimo pewnego postępu, jaki nastąpił w sektorze bankowym, nie zmniejszyły się opłaty pobierane od klientów za przelewy transgraniczne. Aby przekazać dalsze wskazówki, EBC opublikował również konkretną „mapę drogową” rozwoju nowoczesnej infrastruktury płatności detalicznych w euro dokonywanych za pomocą polecenia przelewu¹⁹.

W grudniu 2001 r. Parlament Europejski i Rada przyjęły rozporządzenie, które określa obowiązek stosowania wobec konsumentów jednakowych cen za płatności transgraniczne i krajowe w euro. Z punktu widzenia konsumenta, rozporządzenie przyniosło pewną poprawę, ale sektor bankowy czekało jeszcze dużo pracy przy budowie ogólnoeuropejskiej infrastruktury usługowej. Na początku 2002 r. sektor bankowy utworzył Europejską Radę ds. Płatności, która następnie sformułowała strategię utworzenia Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (SEPA)²⁰.

Od 2002 r. Eurosystem silnie wspierał sektor bankowy, określił kierunek i przedział czasowy na wdrożenie nowoczesnej infrastruktury płatniczej, która wychodzi naprzeciw potrzebom klientów strefy euro²¹. Europejski sektor bankowy włożył wiele pracy w zwiększenie efektywności transgranicznych płatności detalicznych. Trzy najważniejsze rezultaty tych starań to: opracowanie jednolitego zestawu zasad dla polecenia przelewu, polecenia zapłaty i płatności kartą dla wszystkich uczestników rynku płatności w euro; zapewnienie równego dostępu usługodawcom i użytkownikom w całej Europie oraz zagwarantowanie równego traktowania uczestników rynku. W sumie, zasady i warunki stały się bardziej przejrzyste.

17 Zob. publikacja EBC z 13 września 1999 r. zatytułowana *Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem's view* (Usprawnienie usług w zakresie detalicznych płatności transgranicznych – punkt widzenia Eurosystemu).

18 Zob. publikacja EBC z 14 września 2000 r. zatytułowana *Improving cross-border retail payment services – Progress report* (Usprawnienie usług w zakresie detalicznych płatności transgranicznych – Raport o postępach).

19 Zob. publikacja EBC z listopada 2001 r. zatytułowana *Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro* (Tworzenie zintegrowanej infrastruktury dla poleceń przelewu w euro).

20 Zob. Biała Księga Europejskiej Rady ds. Płatności zatytułowana *Euroland: Our Single Payment Area!* (Euroland: Nasz Jednolity Obszar Płatniczy!) z maja 2002 r.

21 Eurosystem opublikował kilka raportów na temat postępów, jako rodzaj przewodnika dla sektora bankowego: 26 czerwca 2003 r. – *Towards a Single Euro Payments Area – progress report* (Tworzenie jednolitego obszaru płatności w euro – raport o postępach); 2 grudnia 2004 r., *Towards a Single Euro Payments Area – third progress report*; 17 lutego 2006 r., *Tworzenie jednolitego obszaru płatności w euro – cele i terminy (czwarty raport o postępach)*; 20 lipca 2007 r. *Single Euro Payments Area (SEPA) – From concept to reality (fifth progress report)* (Jednolity Obszar Płatności w Euro (SEPA) – Od koncepcji do urzeczywistnienia (piąty raport o postępach)). Więcej informacji na temat oddziaływania systemu SEPA na integrację finansową można znaleźć w publikacji EBC z 2007 r. zatytułowanej *Financial integration in Europe*.

Rynek płatności detalicznych pozostaje rozdrobniony.

Eurosystem działa jako katalizator reform.

Branża uzgodniła utworzenie SEPA.

Określono efekty i ramy prawne

SEPA wprowadzono
w styczniu 2008 r.

Przyjęta pod koniec 2007 r. Dyrektywa w sprawie usług płatniczych wyznacza ramy prawne dla płatności SEPA i ma zostać wdrożona we wszystkich państwach członkowskich UE do 1 listopada 2009 r. Celem dyrektywy jest zwiększenie konkurencyjności na rynkach płatniczych dzięki usunięciu barier utrudniających wejście na rynek. Określa ona również uproszczone i w pełni zharmonizowane ramy prawne w odniesieniu do wymogów informacyjnych oraz praw i obowiązków związanych ze świadczeniem i korzystaniem z usług płatniczych.

W dniu 28 stycznia 2008 r. uruchomiono Jednolity Obszar Płatności w Euro (SEPA) poprzez wprowadzenie jednolitego polecenia przelewu dla wszystkich płatności w euro w Europie. Wprowadzono także karty płatnicze do używania na rynku SEPA. Polecenie zapłaty w ramach SEPA zostanie udostępnione w 2009 r. Tak więc dziesięć lat po wprowadzeniu euro, wdraża się wreszcie infrastrukturę płatności detalicznych w euro. W ciągu kilku następnych lat krajowe instrumenty płatnicze będą stopniowo wycofywane a na ich miejsce wprowadzać się będzie bardziej innowacyjne rozwiązania. Oczekuje się, że w następnych latach SEPA przyniesie dalszą integrację i korzyści związane z wydajnością na rynku bankowości detalicznej.

6.4 WNIOSKI I PLANY NA PRZYSZŁOŚĆ

Integracja finansowa
wspomaga Eurosystem
w osiąganiu celów.

W ciągu ostatnich dziesięciu lat osiągnięto znaczny postęp w zakresie integracji finansowej w strefie euro. Bardziej zintegrowane rynki finansowe skutecznie wspomagają Eurosystem w wypełnianiu jego mandatu i osiąganiu celów, przyczyniając się do utrzymania stabilności cenowej, stabilności finansowej, sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych i wzrostu gospodarczego. Do integracji finansowej znacząco przyczyniło się wprowadzenie euro, zaś Eurosystem wniósł duży wkład w integrację finansową w ostatniej dekadzie w formie następujących działań.

Działania Eurosystemu
wspomagają proces
integracji.

Po pierwsze, EBC opracował schemat pojęciowy służący ocenie i monitorowaniu stanu zaawansowania integracji finansowej w strefie euro oraz dokonuje regularnego przeglądu tego procesu w raporcie rocznym na temat integracji finansowej w Europie. W ten sposób, EBC zapewnia solidne podstawy empiryczne dla konkretnych działań mających na celu wspieranie integracji finansowej, wnosi wkład w dyskusję na temat polityki prowadzonej w tym zakresie oraz podnosi wiedzę społeczeństwa na temat integracji finansowej i roli, jaką Eurosystem odgrywa w tym procesie.

Po drugie, Eurosystem z powodzeniem pełni rolę katalizatora inicjatyw rynkowych w zakresie integracji finansowej w kilku ważnych dziedzinach, promując np. silniejszą integrację rynków krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych (poprzez projekt STEP) oraz rynków bankowości detalicznej (poprzez projekt SEPA).

Po trzecie, Eurosystem przyczynił się do rozwoju rozmaitych unijnych działań usuwających przeszkody związane z polityką finansową, występujące w integracji finansowej. Celem tych działań było na przykład wspieranie integracji rynków usług bankowych i rynków papierów wartościowych poprzez ustanowienie bardziej kompleksowych i spójnych legislacyjnych, regulacyjnych i nadzorczych zasad ramowych UE w zakresie usług finansowych oraz rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych.

Po czwarte, Eurosystem skutecznie wykorzystuje świadczenie usług banku centralnego, służących przede wszystkim wspieraniu realizacji swoich zadań banku centralnego jako kanał, który także promuje integrację finansową. Najważniejsze przykłady tego działania dotyczą integracji infrastruktury rynkowej dla płatności wysokokwotowych (TARGET i TARGET2) oraz utworzenia jednolitego sys-

temu do transgranicznego transferu zabezpieczeń (CCBM). Oba powyższe działania odgrywają zasadniczą rolę w osiągnięciu i utrzymaniu prawie doskonałej integracji rynków pieniężnych.

Eurosystem będzie nadal wykorzystywał te narzędzia, zwłaszcza w tych dziedzinach, które z punktu widzenia integracji finansowej nadal pozostają w tyle. Są to mianowicie rynki obligacji przedsiębiorstw, rynki akcji i rynki bankowości detalicznej. Priorytetami w tym kontekście są a) doradztwo w sprawie ewentualnego dalszego rozszerzenia unijnych zasad ramowych w zakresie usług finansowych, tj. w zakresie nadzoru finansowego, bankowości detalicznej oraz usuwania barier występujących w transgranicznym rozrachunku i rozliczeniach papierów wartościowych; b) przewidywane utworzenie usługi Eurosystemu (TARGET2-Securities) do rozrachunku transakcji dotyczących obrotu papierami wartościowymi; c) wspieranie pełnego wdrożenia projektu SEPA. Na zakończenie, EBC będzie kontynuował prace nad opracowaniem schematu pojęciowego integracji finansowej i jego rozszerzeniem w przyszłości w celu włączenia do niego oceny postępu rozwoju finansowego.

Priorytety
na przyszłość



7 STABILNOŚĆ FINANSOWA I NADZÓR

Działanie na rzecz zwiększenia stabilności finansowej z kilku powodów stanowi jeden z głównych obowiązków Eurosystemu. Ze względu na rolę banków centralnych jako emitentów pieniądza muszą one monitorować jakość instytucji finansowych będących ich partnerami w prowadzeniu polityki pieniężnej. Innym powodem jest to, że stabilny system finansowy jest potrzebny do efektywnej transmisji polityki pieniężnej. Ponadto banki centralne działają jako największy dostawcy bezpiecznych narzędzi do rozliczeń transakcji finansowych oraz płynności w systemie finansowym. Stabilność finansowa pomaga również w osiągnięciu lepszych wyników ekonomicznych. Zwłaszcza na ekspansję sektora finansowego i jego relacje z gospodarką realną szczególnego znaczenia nabral w ostatnich dziesięcioleciach związek między wzrostem gospodarczym a stabilnością finansową. Zwłaszcza poważne zakłócenia w procesie pośrednictwa finansowego mogą obecnie z większym prawdopodobieństwem wywoływać reperkusje makroekonomiczne¹.

W ciągu ostatnich dziesięciu lat Eurosystem znacząco przyczynił się do zapewnienia stabilności finansowej w strefie euro poprzez realizację swojego głównego celu polegającego na utrzymaniu stabilności cen. Średniookresowe ukierunkowanie strategii polityki pieniężnej EBC umożliwiło prowadzenie działań na rzecz stabilności cen bez wprowadzania niepotrzebnych elementów zmienności w działalności gospodarczej i na rynkach finansowych. Ponadto Eurosystem przyczynił się do zapewnienia stabilności finansowej na dwa główne sposoby: po pierwsze, zrealizował wiele zadań w celu zwiększenia stabilności systemu finansowego strefy euro; po drugie, wspierał właściwe organy krajowe i unijne w realizacji ich zadań związanych ze stabilnością finansową. Eurosystem przejął ponadto bezpośrednią odpowiedzialność za nadzór nad infrastrukturą rynkową, a zwłaszcza nad systemami płatności, co również przyczynia się do zapewnienia stabilności systemu finansowego.

W niniejszym rozdziale przedstawione zostały główne osiągnięcia Eurosystemu na tym polu. Podrozdział 7.1 opisuje wspólne tło tych działań i krótko przedstawia pojęcie stabilności finansowej oraz rolę Eurosystemu w zapewnieniu stabilności. W podrozdziale 7.2 znajduje się ocena dokonań Eurosystemu na rzecz stabilności finansowej, a w podrozdziale 7.3 zamieszczono rozważania na temat nadzorczej roli Eurosystemu.

7.1 STABILNOŚĆ FINANSOWA I ROLA EUROSYSTEMU

Do tej pory nie opracowano wspólnej definicji stabilności finansowej. Pomijając sytuację oczywistego kryzysu finansowego, szczególną trudność sprawia dokładne zidentyfikowanie sytuacji niestabilności finansowej. Zgodnie z definicją stosowaną przez EBC stabilność finansowa to warunki, w których system finansowy – obejmujący pośredników finansowych, rynki oraz infrastrukturę rynkową – jest w stanie przeciwstawić się wstrząsom oraz przeciwdziałać sytuacjom nierównowagi finansowej².

Osiągnięcie i utrzymanie stabilności finansowej stanowi przede wszystkim obowiązek uczestników rynku, od których oczekuje się, że będą skutecznie oceniać własne ryzyko i zarządzać nim oraz ponosić finansowe konsekwencje przeprowadzanych przez siebie transakcji. Uczestnicy

Stabilność finansowa
to pojęcie złożone...

...odpowiada za nią
przede wszystkim
sektor prywatny.

- 1 Padoa-Schioppa, Tommaso (2002), *Central banks and financial stability: exploring a land in between* (Banki centralne i stabilność finansowa: badanie obszaru pomiędzy nimi). Wystąpienie wprowadzające do panelu na drugiej konferencji EBC na temat bankowości centralnej pt. *The transformation of the European financial system* (Transformacja europejskiego systemu finansowego), która odbyła się w dniach 24-25 października 2002 r.
- 2 Zob. artykuł pt. *Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges* (Ocena stabilności finansowej: granice pojęciowe i wyzwania), opublikowany przez ECB w *Financial Stability Review* (Przegląd stabilności finansowej) w czerwcu 2005 r.

rynku nie biorą jednak pod uwagę możliwych zagrożeń systemowych, które mogą wynikać z ich działań. Dlatego też opracowano publiczne zasady ramowe w celu zapobiegania i zarządzania ewentualnymi kryzysami finansowymi. Zasady te mają na celu zapobiegać wywołanym przez problemy finansowe zagrożeniom ogólnej stabilności systemu finansowego i ekonomicznego i które jednocześnie minimalizują w miarę możliwości ewentualne zakłócenia mechanizmów rynkowych. Zasady ramowe obejmują regularne monitorowanie i ocenę stabilności finansowej, regulacje i nadzór finansowy, nadzór nad infrastrukturą rynkową oraz wiele potencjalnych środków do wykorzystania w zarządzaniu kryzysami.

Rola Eurosystemu

Eurosystem pełni dwie podstawowe funkcje w tym zakresie. Po pierwsze, realizuje niektóre zadania z zakresu stabilności finansowej na szczeblu strefy euro, jak na przykład monitorowanie i ocena stabilności finansowej w tej strefie, oraz przeprowadza operacje rynkowe w celu rozwiązania problemów związanych z ogólnymi wstrząsami finansowymi i zmniejszeniem związanych z tym napięć na rynku pieniężnym strefy euro. Po drugie, Eurosystem ma swój udział w definiowaniu polityki stabilności finansowej prowadzonej przez właściwe organy krajowe oraz unijne i dotyczącej monitorowania i oceny stabilności finansowej, regulacji finansowych i nadzoru oraz zarządzania kryzysowego. Ponadto Eurosystem nadzoruje infrastrukturę rynkową w ramach jednego ze swoich podstawowych zadań, polegającego na zapewnieniu płynnego funkcjonowania systemów płatności. W kolejnych podrozdziałach szczegółowo opisano wkład wnoszony przez Eurosystem w utrzymanie stabilności finansowej oraz jego rolę w nadzorowaniu infrastruktury rynkowej.

7.2 WKŁAD W UTRZYMANIE STABILNOŚCI FINANSOWEJ

OTOCZENIE INSTYTUCJONALNE

Krajowe uprawnienia w zakresie stabilności finansowej...

Wraz z utworzeniem Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) wprowadzono różne struktury instytucjonalne dotyczące polityki pieniężnej i stabilności finansowej w strefie euro. Podczas gdy odpowiedzialność za politykę pieniężną przeniesiono ze szczebla krajowego na szczebel ponadnarodowy (zob. rozdział 2), odpowiedzialność za ustalenia gwarantujące stabilność finansową pozostała na szczeblu krajowym. Ponadto, w przeciwieństwie do sytuacji panującej w kilku krajach należących do Eurosystemu, gdzie banki centralne odpowiadają za nadzór ostrożnościowy lub są w nadzór mocno zaangażowane³, funkcje bankowości centralnej i nadzoru zostały w Unii Gospodarczej i Walutowej rozdzielone, gdyż EBC i Eurosystem nie otrzymały bezpośrednich uprawnień w zakresie nadzoru.

...zwiększając potrzebę współpracy transgranicznej.

Te specyficzne ramy instytucjonalne, z natury bardziej złożone niż struktura polityki pieniężnej, stworzyły potrzebę ścisłej współpracy a) w ramach Eurosystemu, pomiędzy EBC i krajowymi bankami centralnymi, w celu skutecznego monitorowania i reagowania na potencjalne zagrożenia stabilności finansowej na całym obszarze, oraz b) pomiędzy Eurosystemem i nadzorami krajowymi w celu zapewnienia ścisłej koordynacji funkcji bankowości centralnej i nadzoru w ramach ochrony stabilności finansowej.

3 Struktury nadzoru w państwach członkowskich UE różnią się znacznie, zarówno pod względem zaangażowania banków centralnych, jak i podziału odpowiedzialności za nadzór nad sektorami finansowymi. Przykładowo, podczas gdy w niektórych krajach obowiązki nadzorcze są podzielone według sektorów, w innych krajach istnieje scentralizowany nadzór finansowy dla sektora bankowego, ubezpieczeniowego i papierów wartościowych w ramach jednego organu. Najnowszy (z 2006 r.) przegląd rozwiązań stosowanych w krajach UE został przedstawiony w publikacji EBC pt.: *Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries* (Najnowsze zmiany struktur nadzoru w UE i państwach przystępujących), dostępnej na stronie internetowej EBC (http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf).

Traktat o Unii Europejskiej (Traktat z Maastricht) ustanawia szczegółowe mechanizmy współpracy w tej dziedzinie. Po pierwsze, Eurosystem musi „przyczyniać się do należytego wykonywania polityki prowadzonej przez właściwe władze, w odniesieniu do nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i do stabilności systemu finansowego”⁴. Po drugie, EBC musi być konsultowany w sprawie każdego projektowanego aktu wspólnotowego lub każdego projektu regulacji władz krajowych w dziedzinach podlegających jego kompetencji. EBC jest również uprawniony do wyrażania opinii i udzielania konsultacji Radzie, Komisji i właściwym organom państw członkowskich w sprawie zakresu i stosowania ustawodawstwa wspólnotowego odnoszącego się do nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i do stabilności systemu finansowego⁵. I wreszcie, Traktat przewiduje możliwość powierzenia EBC specyficznych zadań z zakresu nadzoru zgodnie z uproszczoną procedurą, która nie wymaga zmiany Traktatu⁶. Ten przepis, z którego do tej pory nie korzystano, stanowi możliwe rozwiązanie w sytuacji, gdyby instytucjonalne mechanizmy współpracy nie zapewniały sprawnego i efektywnego współdziałania pomiędzy władzami.

Eurosystem wykonuje swój mandat w zakresie stabilności finansowej przy wsparciu ze strony Komitetu ESBC ds. Nadzoru Bankowego, ustanowionego przez Radę Prezesów EBC w 1998 r. W skład Komitetu wchodzi wysocy rangą przedstawiciele EBC i krajowych banków centralnych należących do Eurosystemu, jak również przedstawiciele krajowych organów nadzoru bankowego w tych krajach Eurosystemu, gdzie mandat krajowych banków centralnych nie obejmuje nadzoru bankowego. Ponadto, w składzie Komitetu znajdują się przedstawiciele banków centralnych i organów nadzoru tych krajów UE, które nie przyjęły wspólnej waluty. Ten szeroki krąg uczestników jest odzwierciedleniem tego, że obowiązki poszczególnych krajów w zakresie stabilności finansowej i nadzoru są wypełniane zgodnie ze zharmonizowanymi ramami regulacyjnymi i zasadami Jednolitego rynku Unii Europejskiej⁷.

OTOCZENIE RYNKOWE

Rola i zadania EBC i Eurosystemu w odniesieniu do stabilności finansowej ewoluowały w kontekście ogólnych postępów w zakresie transgranicznej integracji finansowej (jak to omówiono w rozdziale 6) oraz coraz bardziej dynamicznego charakteru i rosnącej złożoności systemu finansowego.

Integracja finansowa zwiększa możliwości podziału i dywersyfikacji ryzyka oraz płynność i głębokość rynków finansowych, przyczyniając się tym samym do wzmocnienia odporności systemu finansowego. Sprawia ona jednak, że system finansowy staje się bardziej podatny na zaburzenia o pochodzeniu lub charakterze transgranicznym. Taka sytuacja wymaga ciągłego wzmacniania transgranicznej wymiany informacji i współpracy pomiędzy bankami centralnymi i organami nadzoru, zwłaszcza wobec rosnącej liczby dużych wielonarodowych grup bankowych w UE.

Ponadto szybkie tempo pojawiania się innowacji finansowych w połączeniu z pogłębioną integracją finansową zatarło granice pomiędzy pośrednikami finansowymi, rynkami i infrastrukturą rynku, jak również pomiędzy różnymi segmentami rynku finansowego. Do istotnych zmian w tym zakresie zalicza się większe uczestnictwo banków w rynkach kapitałowych (np. poprzez sekurytyzację kredytów bankowych, instrumenty transferu ryzyka kredytowego i złożone, strukturyzo-

4 Art. 105 ust. 5 Traktatu o Unii Europejskiej.

5 Art. 25.1 Statutu ESBC.

6 Art. 105 ust. 6 Traktatu i art. 25.2 Statutu ESBC.

7 Aby uzyskać więcej informacji na temat Komitetu ESBC ds. Nadzoru Bankowego, zob. Papademos, Lucas (2007), *The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU (Komitet ESBC ds. Nadzoru Bankowego i jego wkład w stabilność finansową w UE)*, (w:) Kreditwesens, Vol. 8, str. 28-31.

Mechanizmy współpracy określone
w Traktacie...

...realizowane przy wsparciu
Komitetu ESBC ds. Nadzoru
Bankowego

Integracja finansowa wymaga
ściślejszej współpracy
transgranicznej.

Dynamiczny i złożony system
finansowy...

...sprawia, że zachowanie stabilności finansowej jest coraz trudniejsze

wane produkty finansowe), rosnące znaczenie konglomeratów finansowych, zwiększającą się rolę banków komercyjnych w świadczeniu usług z zakresu infrastruktury i zwiększające się uczestnictwo podmiotów nieregulowanych w rynku i infrastrukturze finansowej.

W rezultacie istnieje ciągła potrzeba rozwijania i uaktualniania zasad ramowych służących monitorowaniu i analizowaniu potencjalnych zagrożeń w systemie finansowym i reagowaniu na nie, biorąc pod uwagę różnorodne powiązania pomiędzy jego składnikami i odpowiadającymi im zmianami. Zadanie to staje się coraz trudniejsze.

GŁÓWNE OSIĄGNIĘCIA EUROSYSTEMU

MONITOROWANIE I OCENA STABILNOŚCI FINANSOWEJ

Perspektywy dla stabilności finansowej w przyszłości

Zdaniem EBC zapewnienie stabilności finansowej ma istotny wymiar dotyczący przyszłości: potencjalne źródła ryzyka finansowego lub podatności na zagrożenia, takie jak nieefektywna alokacja zasobów finansowych i niewłaściwa wycena lub zarządzanie ryzykiem finansowym, powinny zostać w miarę możliwości zidentyfikowane zanim doprowadzą do naruszenia równowagi i przyczynią się do powstania potencjalnie szkodliwych stanów nierównowagi w systemie finansowym. Jednocześnie warto spróbować ocenić zakres takich słabości systemu finansowego i ich potencjalny wpływ na stabilność całego systemu finansowego. Pomaga to szczególnie skoncentrować działania sektora prywatnego i publicznego na tych zagrożeniach, które z większym prawdopodobieństwem mogą zaszkodzić stabilności finansowej.

Dlatego też Eurosystem regularnie monitoruje i ocenia potencjalne źródła zagrożeń w systemie finansowym i podatności na nie, aby rozpoznać pojawiające się stany nierównowagi na wczesnym etapie i stworzyć podstawy do działań naprawczych, takich jak zintensyfikowany nadzór finansowy lub nadzór rynkowy.

Uwzględniane są wszystkie składniki systemu finansowego.

W tym kontekście Eurosystem zwraca szczególną uwagę na odporność sektora bankowego na wstrząsy, co ma kluczowe znaczenie przy prowadzeniu i transmisji polityki pieniężnej, oraz dla systemu płatności, a także przy kierowaniu funduszy od oszczędzających do inwestorów. Jednocześnie analiza ta jest uzupełniona szerszą oceną, z uwzględnieniem innych składników systemu finansowego, takich jak rynki, pośrednicy finansowi inni niż banki i infrastruktura, ze względu na rosnącą rolę tych składników w systemie oraz ich ściśle powiązania z bankami. Eurosystem przywiązuje ponadto wielką wagę do ścisłej współpracy z organami nadzoru w zakresie monitorowania stabilności finansowej w celu połączenia analizy ostrożnościowej w skali makro i mikro. W tym kontekście zasadniczą rolę pełni Komitet ESBC ds. Nadzoru Bankowego, który jest forum wymiany specjalistycznej wiedzy z zakresu bankowości centralnej i nadzoru.

Połączenie analizy ostrożnościowej w skali makro i mikro

Działania Eurosystemu są podzielone na trzy filary:

Działania Eurosystemu dotyczące monitorowania i oceny stabilności finansowej są oparte na trzech filarach.

Dokonywany co pół roku przegląd stabilności finansowej w strefie euro...

Początkowo, w 2000 r. EBC rozpoczął opracowywanie kompleksowych ram do oceny potencjalnych zagrożeń i podatności na nie w systemie finansowym strefy euro jako całości. Ocena ta ma na celu określenie indywidualnej i zbiorowej solidności instytucji, rynków i infrastruktury strefy euro, aby zidentyfikować główne źródła zagrożeń i podatności na zagrożenia, które mogą zagrozić stabilności systemu finansowego w przyszłości, oraz aby ocenić zdolność systemu finansowego do poradzenia sobie z takimi zagrożeniami, o ile się pojawią. Począwszy od grudnia 2004 r. wyniki tej systematycznej oceny są przedstawiane w wydawanym co pół roku przeglądzie

zatytułowanym *Financial Stability Review* (Przegląd Stabilności Finansowej), do którego swój wkład wnosi Komitet ESBC ds. Nadzoru Bankowego. Podobnie jak w przypadku innych publikacji tego rodzaju wydawanych przez banki centralne na całym świecie głównym celem Przeglądu Stabilności Finansowej jest rozpowszechnianie w sektorze finansowym i w społeczeństwie wiedzy na temat wydarzeń, które są istotne z punktu widzenia stabilności systemu finansowego strefy euro. Ponadto poprzez przedstawienie ogólnego zarysu zagrożeń i słabych punktów, które mogą zagrozić stabilności finansowej, raport ma również na celu odegranie roli w łagodzeniu napięć finansowych lub zapobieganiu ich występowaniu.

Po drugie, od 1999 r. Komitet ESBC ds. Nadzoru Bankowego wykonuje regularnie analizy makroostrożnościowe sektora bankowego UE, których wyniki są od 2003 r. publikowane w raporcie rocznym zatytułowanym *EU banking sector stability* (Stabilność sektora bankowego w UE). Ponadto Komitet ESBC ds. Nadzoru Bankowego regularnie dokonuje przeglądu zmian strukturalnych w sektorze bankowym w UE ważnych dla banków centralnych i organów nadzoru. Wynikiem tych prac jest roczny raport zatytułowany *EU banking structures* (Struktury bankowe w UE), opublikowany po raz pierwszy w 2002 r. Analizy makroostrożnościowe i strukturalne Komitetu ESBC ds. Nadzoru Bankowego opierają się na połączeniu zagregowanych danych statystycznych uzyskanych od banków centralnych i organów nadzoru w UE, uzupełnionych o informacje jakościowe oraz, w miarę możliwości, informacje dotyczące przyszłych wydarzeń uzyskane od członków Komitetu.

Po trzecie, EBC i Eurosystem, wraz z innymi bankami centralnymi w UE są również zaangażowane w prace innych instytucji i organów monitorujących stabilność finansową w Europie i na świecie i wnoszą do nich swój wkład. Na szczeblu UE dotyczy to zwłaszcza wspierania Komitetu Ekonomiczno-Finansowego, który od 2003 r. co pół roku prezentuje przegląd kwestii związanych ze stabilnością finansową w postaci raportu zatytułowanego *Financial Stability Table* (Stolik stabilności finansowej) i odpowiada za przygotowanie dyskusji Rady ECOFIN na te tematy⁸. Na szczeblu globalnym EBC i krajowe banki centralne należące do Eurosystemu, wraz z innymi bankami centralnymi UE, aktywnie uczestniczą w monitoringu prowadzonym przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Forum Stabilności Finansowej, Komitet Globalnego Systemu Finansowego i Bank Rozrachunków Międzynarodowych.

Pomimo znaczących osiągnięć, zasady ramowe Eurosystemu w zakresie monitorowania i oceny stabilności finansowej wymagają dalszych usprawnień. Istotne wyzwanie w tym zakresie, nie tylko dla Eurosystemu, ale również dla banków centralnych i organów nadzoru na świecie, wiąże się z rozwojem podejścia ilościowego do identyfikowania zagrożeń stabilności finansowej i oceny ewentualnego wpływu wystąpienia tych zagrożeń. Jest to trudne zadanie, ponieważ ilościowe określenie celu stabilności finansowej nie jest proste a odpowiednie ramy analityczne, obejmujące stosowne wskaźniki, modele i metodologie, są niezwykle złożone wewnętrznie. Ponadto, dodatkowe wyzwanie przy opracowywaniu odpowiednich ram analitycznych stanowi ciągła i gwałtowna transformacja systemu finansowego oraz innowacje finansowe. Złożony charakter niektórych nowych instrumentów finansowych, redystrybucja ryzyka pomiędzy sektorami i brak przejrzystości transakcji przeprowadzanych przez rosnącą liczbę niebankowych instytucji finansowych sprawiły, że kształtowanie systemu finansowego, jak również monitorowanie i ocena zagrożeń, są znacznie

⁸ W skład Komitetu Ekonomiczno-Finansowego zwykle wchodzi przedstawiciele ministerstw finansów państw UE, krajowych banków centralnych, EBC i Komisji Europejskiej, w związku z raportem *Financial Stability Table* (Stolik stabilności finansowej) skład ten jest rozszerzony o przewodniczącego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego i przewodniczących komitetów nadzorczych UE. Należy dodać, że komitety nadzorcze zostały utworzone zgodnie z procedurą Lamfalussy'ego (zob. kolejny podrozdział na temat regulacji i nadzoru finansowego).

...roczna analiza
makroostrożnościowa i analiza
strukturalna sektora bankowego
UE...

...wkład w monitorowanie
stabilności finansowej w UE i na
świecie

Trudności o charakterze
ilościowym dotyczące oceny
stabilności finansowej...

...wymagają stałego
doskonalenia metod stosowanych
przez Eurosystem.

Potrzeba zwiększenia dostępności
i jakości informacji

Celem jest zapewnienie ogólnego
bezpieczeństwa i stabilności
instytucji finansowych.

Doradztwo i wkład EBC/
Eurosystemu...

trudniejsze⁹. Chociaż wyzwania z zakresu oceny są ogromne, należy docenić znaczny postęp, jaki dokonał się w ostatnich latach.

W publikowanym co pół roku Przeglądzie Stabilności Finansowej stopniowo zaczęły się pojawiać pogłębione analizy, zwłaszcza analizy dotyczące rynków i instytucji finansowych. Do przykładów zaliczyć można metody kwantyfikowania ryzyka kredytowego dużych i złożonych grup bankowych względem ekspozycji wobec sektora przedsiębiorstw, opracowanie różnych wskaźników innych rodzajów ryzyka, na które narażone są banki, fundusze hedgingowe i firmy ubezpieczeniowe, jak również wskaźników odnoszących się do działalności na rynku finansowym mających na celu opisanie potencjalnej nierównowagi finansowej. Kolejnym ważnym elementem tych starań jest opracowanie metodologii prowadzenia testów warunków skrajnych systemu finansowego strefy euro w skali makro. Głównym celem testów jest ocena potencjalnych skutków ekstremalnych wydarzeń lub dużych wstrząsów dla systemu finansowego pod względem kosztu ekonomicznego. Opracowanie zasad ramowych dla testów warunków skrajnych byłoby pomocne w kwantyfikowaniu różnych rodzajów ryzyka oraz ich uszeregowaniu według znaczenia oraz umożliwiłoby lepsze ukierunkowanie monitoringu i oceny stabilności finansowej. Ponadto, po całkowitym wdrożeniu testów warunków skrajnych w skali makro mogą one wpłynąć na poprawę wewnętrznej spójności Eurosystemu w zakresie monitorowania stabilności finansowej, a tym samym na ulepszenie przyszłościowego wymiaru tej działalności. W ciągu ostatnich kilku lat EBC ściśle współpracował z Komitetem ESBC ds. Nadzoru Bankowego w celu określenia metod wzmocnienia szczególnie wymiaru transgranicznego testów warunków skrajnych, czyli aspektu, który zyskuje na znaczeniu w miarę postępowania integracji finansowej strefy euro i rosnącego znaczenia transgranicznej działalności instytucji finansowych¹⁰.

Kolejnym ważnym wyzwaniem było opracowanie odpowiedniej infrastruktury informacyjnej wspierającej monitorowanie i ocenę stabilności finansowej, a zwłaszcza zwiększenie wymiany informacji za pośrednictwem Komitetu ESBC ds. Nadzoru Bankowego i Komitetu ds. Statystyki, z uwzględnieniem corocznego gromadzenia skonsolidowanych danych bankowych dla całego systemu bankowego UE. Stwierdzono, że ograniczona dostępność i jakość danych stanowią główne przeszkody na drodze do dalszego rozwoju zasad ramowych w zakresie ilościowych metod oceny stabilności finansowej. Bardzo ważne jest zatem rozszerzenie zakresu dostępnych danych wysokiej jakości.

REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR

Zakładając, że sektor prywatny może nie mieć możliwości zapobiegania powstawaniu nierównowagi finansowej, celem ramowych zasad regulacyjnych i nadzorczych UE jest promowanie ogólnego bezpieczeństwa i stabilności instytucji finansowych. Najważniejszymi narzędziami wykorzystywanymi do tego celu są wymogi ostrożnościowe dotyczące buforów kapitałowych, najlepszych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem oraz podawanie informacji do wiadomości publicznej.

Eurosystem włączony jest w powyższe prace, gdyż analiza makroostrożnościowa i strukturalna systemu finansowego oraz ocena ostrożnościowa organów nadzorczych w skali mikro dokony-

9 Zob. artykuł zatytułowany *Measurement challenges in assessing financial stability* (Wyzwania ilościowe przy ocenie stabilności finansowej) opublikowany przez EBC w raporcie *Financial Stability Review* (Przegląd stabilności finansowej) z grudnia 2005 r.

10 Zob. Fell, John (2007), *Challenges for EU-wide macro stress-testing* (Wyzwania dla testów skrajnych warunków w skali makro w całej UE), prezentacja na konferencji EBC w sprawie testów warunków skrajnych i ćwiczeń stymulacyjnych z zakresu kryzysu finansowego, która odbyła się w dniach 12-13 lipca 2007 r., dostępna na stronie internetowej EBC pod adresem: <http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf>

wana przez Eurosystem wzajemnie się potwierdzają. EBC oraz Eurosystem doradzają w kwestii rozwoju struktur regulacyjnych i nadzorczych UE, mają też swój wkład w ich rozwój. EBC odgrywa również rolę doradczą w sprawach dotyczących planowanych zmian legislacyjnych w zakresie regulacji finansowych i nadzorczych na szczeblu krajowym.

W ostatnich latach wkład EBC i Eurosystemu w usprawnienie unijnych regulacyjnych zasad ramowych dotyczących usług finansowych był wyraźny. Był to na przykład Plan Działania w zakresie Usług Finansowych (FSAP) na 1999 r., który ustanawiał zmodernizowane i bardziej wszechstronne ramy regulacyjne UE usług finansowych (zob. rozdział 6). EBC współtworzył FSAP, wydając formalne opinie dotyczące wielu propozycji legislacyjnych Komisji, uczestniczył też w pracach komitetów technicznych. Kontynuując prace, Eurosystem brał udział w formułowaniu strategii prowadzenia polityki usług finansowych UE na lata 2005–2010, opublikowanej jako Biała Księga Komisji w grudniu 2005 r.¹¹ EBC i Eurosystem służą też swoją pomocą i wiedzą podczas wdrażania postanowień zawartych w Księdze¹².

Eurosystem bierze aktywny udział w trwającym rozwoju unijnego otoczenia instytucjonalnego regulacji finansowych i nadzoru. Wspiera on w szczególności „procedurę Lamfalussy’ego” dla regulacji finansowych i nadzoru mającą na celu zwiększenie skuteczności i elastyczności procesu podejmowania decyzji w UE oraz ustanowienie bardziej spójnych struktur regulacyjnych i nadzorczych w państwach członkowskich (zob. rozdział 6). EBC aktywnie angażuje się w funkcjonowanie procedury Lamfalussy’ego jako obserwator komitetów poziomu 2 w sektorze bankowości i papierów wartościowych, jest też członkiem komitetu poziomu 3 w sektorze bankowości. Eurosystem ma też swój udział w stałym monitorowaniu funkcjonowania procedury Lamfalussy’ego¹³.

Pierwszy całościowy przegląd podejścia Lamfalussy’ego we wszystkich sektorach finansowych został przeprowadzony przez ECOFIN w grudniu 2007 r. Wkład w tę ocenę miały też niektóre komitety i fora UE oraz Eurosystem. W przeglądzie podkreślono, że procedura Lamfalussy’ego sprzyja osiągnięciu znacznego postępu pod względem skuteczności i przejrzystości procesu legislacyjnego Unii Europejskiej oraz tworzeniu bardziej spójnych ram regulacyjnych i nadzorczych. Wnioski dotyczące nadzoru mówią jednak, że wyniki prac organów nadzoru w państwach członkowskich powinny być bardziej porównywalne. W związku z tym należy poprawić funkcjonowanie podejścia Lamfalussy’ego poprzez: a) udzielenie krajowym organom nadzorczym mandatu europejskiego, b) redukcję indywidualnych opcji krajowych i możliwości podejmowania decyzji przez poszczególne państwa członkowskie w zakresie unijnych przepisów oraz osiągnięcie większej konwergencji wymogów dotyczących sprawozdawczości finansowej, c) wzmocnienie roli komitetów Lamfalussy’ego poziomu 3 w dążeniu do konwergencji i współpracy nadzorów

11 Zob. publikację *European Commission's Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010). Eurosystem contribution to the public consultation* (Zielona Księga Komisji Europejskiej dotycząca polityki w zakresie usług finansowych (2005-2010). Wkład Eurosystemu w konsultacje społeczne) z dnia 1 sierpnia 2005 r. Jest ona dostępna na stronie internetowej EBC pod adresem: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf>

12 Na przykład, Eurosystem uczestniczył w konsultacjach zainicjowanych przez Komisję w sprawie potencjalnych działań dotyczących funduszy inwestycyjnych i kredytów hipotecznych.

13 Istotna część jego wkładu związana była z przeglądem funkcjonowania procedury Lamfalussy’ego w odniesieniu do legislacji dotyczącej rynków papierów wartościowych przeprowadzonym przez Komisję w 2005 r. Zob. dokument zatytułowany *Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission's Public Consultation (Przegląd stosowania procedury Lamfalussy’ego do legislacji dotyczącej unijnych rynków papierów wartościowych. Wkład w konsultacje społeczne Komisji)* z dnia 17 lutego 2005 r. Jest on dostępny na stronie internetowej EBC pod adresem: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf>. Eurosystem brał również udział w przygotowaniu raportu Komitetu ds. Usług Finansowych zatytułowanego *Report on Financial Supervision (Raport w sprawie nadzoru finansowego)*, który został ukończony w lutym 2006 r. i przyjęty przez ECOFIN w maju 2006 r. W ostatnim czasie Eurosystem przyczynił się do powstania pierwszego całościowego przeglądu procedury Lamfalussy’ego we wszystkich sektorach finansowych. Zob. dokument zatytułowany *Review of the Lamfalussy framework. Eurosystem contribution (Przegląd procedury Lamfalussy’ego. Wkład Eurosystemu)* z dnia 30 listopada 2007 r. Jest on dostępny na stronie internetowej EBC pod adresem: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf>

...w poprawę unijnych
regulacyjnych zasad ramowych dla
usług finansowych...

...oraz w unijne otoczenie
regulacji finansowych
i nadzoru

oraz umocnienie roli kolegów organów nadzorczych w nadzorze nad grupami transgranicznymi¹⁴. ECOFIN podejmie decyzje w sprawie praktycznych działań służących realizacji tych priorytetów podczas spotkania w czerwcu 2008 r.

ZARZĄDZANIE KRYZYSAMI FINANSOWYMI

Sektor prywatny
pierwszą linią obrony

Pomimo znacznej poprawy systemu zapobiegania transgranicznym kryzysom finansowym, nie można wykluczyć występowania zaburzeń finansowych o potencjalnych negatywnych następstwach dla transgranicznej stabilności finansowej. Pierwszą linią obrony przed trudnościami finansowymi są tu znów rozwiązania stosowane przez sektor prywatny. Jeżeli jednak okażą się one niewystarczające, aby zahamować kryzys, można także rozważyć podjęcie uzupełniających działań przez sektor publiczny. Podjęcie takiej decyzji leży jednak po stronie sektora publicznego i opiera się na idei „konstruktywnej niejednoznaczności” w celu zapobiegania ryzyku pojawienia się pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*).

Rola Eurosystemu...

Podział obowiązków związanych z zarządzaniem kryzysowym pomiędzy Eurosystem, krajowe banki centralne, władze nadzorcze i ministerstwa finansów zależy od tego, czy dany kryzys związany jest z płynnością czy z wypłacalnością.

...podczas kryzysów płynności...

W sytuacji ogólnego kryzysu płynności EBC może pomóc w powrocie do normalnego funkcjonowania rynku pieniężnego, przeprowadzając operacje związane z płynnością (zob. rozdział 3), które bazują na procedurach operacyjnych ustalonych na szczelbu Eurosystemu. Krajowe banki centralne mogą ponadto zapewnić, na krótki okres i po przedstawieniu odpowiedniego zabezpieczenia, awaryjne wsparcie płynnościowe (ang. *emergency liquidity assistance* – ELA) wypłacalnym instytucjom kredytowym, które utraciły płynność. Awaryjne wsparcie płynnościowe jest udzielane według uznania właściwych krajowych banków centralnych, zgodnie z warunkami zawartymi w Traktacie dotyczącymi zakazu finansowania wydatków budżetowych przez bank centralny oraz tylko w wyjątkowych okolicznościach. Krajowe banki centralne mogą uznać taką pomoc za uzasadnioną, gdy ma ona na celu zapobieżenie lub złagodzenie potencjalnych systemowych skutków rozprzestrzeniania się kryzysu poprzez inne instytucje finansowe lub infrastruktury rynkowe. W 1999 r. Eurosystem ustalił specjalne procedury wymiany informacji w sytuacji, gdy krajowy bank centralny należący do Eurosystemu zastosuje awaryjne wsparcie płynnościowe. Procedury te mają na celu stworzenie możliwości zarządzania wpływem tego typu interwencji krajowego banku centralnego (wraz z jej kosztami i związanym z nią ryzykiem) w sposób zgodny z utrzymaniem odpowiedniego podejścia w zakresie wspólnej polityki pieniężnej.

...oraz kryzysów wypłacalności

Podczas kryzysu wypłacalności największą odpowiedzialność za zarządzanie nim i rozwiązanie go ponoszą ministerstwa finansów – to one podejmują decyzje w sprawie ewentualnego udzielenia wsparcia finansowego – oraz władze nadzorcze, które mogą podjąć specjalne działania nadzorcze mające na celu ustabilizowanie danej instytucji lub zdecydować o jej zamknięciu.

Bez względu na to, czy dany kryzys związany jest z płynnością czy wypłacalnością, Eurosystem może wspierać działania z zakresu zarządzania tym kryzysem, wykorzystując swoje umiejętności analityczne i wiedzę zgromadzoną podczas monitorowania stabilności finansowej i oceny potencjalnych kanałów rozprzestrzeniania się zaburzeń finansowych w ramach systemu finansowego oraz potencjalnych konsekwencji kryzysu dla stabilności systemu. Jeżeli kryzys płynności lub

¹⁴ Priorytety te podkreślono również w kontekście wspomnianego już wkładu Eurosystemu w przegląd procedury Lamfalussy’ego. Więcej informacji na ten temat znaleźć można w artykule zatytułowanym *Developments in the EU arrangements for financial stability* (Zmiany ustaleń UE w zakresie stabilności finansowej), opublikowanym w Biuletynie Miesięcznym EBC z kwietnia 2008 r.

wypłacalności ma wpływ na działalność infrastruktury rynkowej, Eurosystem może ponadto podjąć działania zmierzające do zapewnienia ciągłości sprawnego funkcjonowania infrastruktury.

Biorąc pod uwagę potrzebę dobrze ukierunkowanych i przeprowadzonych w odpowiednim momencie działań podczas kryzysu finansowego, niezbędne jest sprawne i skuteczne współdziałanie właściwych władz – banków centralnych, organów nadzorczych i ministerstw finansów. Stanowi to duże wyzwanie w UE ze względu na dużą liczbę władz zaangażowanych w ten proces. Istnieje potrzeba stworzenia jasnej definicji obowiązków oraz struktur ułatwiających wymianę informacji i współpracę, lecz nie można nakreślić uniwersalnej strategii zarządzania kryzysami, gdyż każdy kryzys jest inny. Elastyczność i prawo decydowania są również istotnymi czynnikami zapobiegania ryzyku pokusy nadużycia zaufania.

W ostatnim dziesięcioleciu podjęto wiele działań mających na celu wzmocnienie unijnych ustaleń w zakresie zarządzania kryzysami. Eurosystem był aktywnym uczestnikiem trzech obszarów działań związanych z: a) doprecyzowaniem ram legislacyjnych zarządzania kryzysem, czyli dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (ang. *Capital Requirements Directive* – CRD) z 2006 r. a także dyrektywy w sprawie konglomeratów finansowych (ang. *Financial Conglomerates Directive*) z 2002 r., b) rozwojem i ciągłym ulepszaniem ustaleń dotyczących dobrowolnej współpracy władz w formie porozumień (ang. *Memorandum of Understanding*) na szczeblu UE, oraz c) przeprowadzaniem ćwiczeń symulujących sytuację kryzysową zarówno na szczeblu Unii, jak i Eurosystemu w celu umocnienia istniejących legislacyjnych i nieformalnych ustaleń oraz podniesienia ogólnego poziomu przygotowania na rozwiązanie kryzysu¹⁵.

Ważny krok ku dalszemu doskonaleniu ustaleń w zakresie zarządzania kryzysem poczyniono w październiku 2007 r., gdy ECOFIN stworzył strategiczny plan działania związany z ustaleniami dotyczącymi stabilności finansowej UE¹⁶. Najważniejszymi elementami planu są: a) przyjęcie wspólnych reguł zarządzania kryzysami transgranicznymi oraz wspólnych ram analitycznych dotyczących oceny kryzysów finansowych, stworzonych przez Komitet ESBC ds. Nadzoru Bankowego (BSC) oraz Komitet Europejskich Nadzorców Bankowych (CEBS); formalnie miało to miejsce, gdy ministrowie finansów z państw członkowskich UE, prezesi banków centralnych oraz przedstawiciele organów nadzoru bankowego podpisali nowe porozumienie (ang. *Memorandum of Understanding*) w kwietniu 2008 r.; b) dodatkowe umocnienie tych ram poprzez konkretne ustalenia dotyczące współpracy instytucji transgranicznych, podpisane przez zainteresowane władze; c) zaproszenie do Komisji w celu dokonania oceny, w ścisłej współpracy z państwami członkowskimi, kolejnych ewentualnych doprecyzowań ustaleń między krajami macierzystymi i goszczącymi w sprawie zarządzania kryzysami w ramach dyrektywy CRD, a także przedstawiania swoich propozycji do końca 2008 r.; oraz d) poproszenie Komisji o ocenę potencjalnych ulepszeń regulacyjnych dotyczących transferu aktywów w ramach grup bankowych, dyrektywy w sprawie likwidacji (ang. *Winding-Up Directive*) oraz roli systemów gwarantowania depozytów i wsparcia sektora publicznego w sytuacji kryzysu.

15 Artykuł zatytułowany *The EU arrangements for financial crisis management* (Ustalenia UE w sprawie zarządzania kryzysami finansowymi), opublikowany w Biuletynie Miesięcznym EBC z lutego 2007 r. zawiera ogólny zarys tych trzech aspektów prac.

16 Plan działań stworzono na podstawie zaleceń doraźnej grupy roboczej Komitetu Ekonomiczno-Finansowego ds. stabilności finansowej UE, złożonej z przedstawicieli wysokiego szczebla ministerstw finansów, krajowych banków centralnych, władz nadzorczych, EBC i Komisji, utworzonej we wrześniu 2006 r. w celu rozważenia potencjalnego zakresu wyjaśnienia i rozszerzenia istniejących porozumień w sprawie rozwiązywania transgranicznych kryzysów finansowych w UE, ze szczególnym uwzględnieniem wniosków płynących z symulacji kryzysu obejmującego obszar całą Unię, która zorganizowana została w kwietniu 2006 r. Szczegółowe informacje dotyczące planu działań ECOFIN oraz dalszych działań znaleźć można w artykule zatytułowanym *Developments in the EU arrangements for financial stability* (Zmiany ustaleń UE dotyczących stabilności finansowej) opublikowanym w Biuletynie Miesięcznym EBC z kwietnia 2008 r.

Bardzo istotne jest skuteczne współdziałanie władz.

Zarządzanie kryzysami w UE zostało wzmocnione...

...przygotowywane są również kolejne inicjatywy.

Tabela 1 Główny wkład Eurosystemu w zakresie stabilności finansowej

Dziedzina	Poziom	Główne działania Eurosystemu
Monitorowanie i ocena stabilności finansowej		
Ocena systemu finansowego strefy euro	Strefa euro	Wydawany co pół roku <i>Financial Stability Review</i> (Przegląd stabilności finansowej) EBC
Analiza makroostrożnościowa sektora bankowego w UE	UE	Roczny raport EBC zatytułowany <i>EU banking sector stability</i> (Stabilność sektora bankowego w UE)
Analiza strukturalna sektora bankowego w UE	UE	Roczny raport EBC zatytułowany <i>EU banking structures</i> (Struktury bankowe w UE)
Monitorowanie stabilności finansowej UE	UE	Wkład w dyskusje Komitetu Ekonomiczno-Finansowego - Stołika Stabilności Finansowej (ang. <i>Financial Stability Table</i>) i ECOFIN
Testy skrajnych warunków w skali makro (ang. <i>macro stress-testing</i>)	UE/strefa euro	Wkład w opracowanie testów skrajnych warunków w skali makro dla całej strefy euro
Regulacje i nadzór finansowy		
Ogólna strategia UE dotycząca usług finansowych	UE	Wkład w publiczną debatę polityczną (np. dotyczącą strategii polityki w zakresie usług finansowych w UE na lata 2005-2010)
Konkretne inicjatywy ustawodawcze	UE	Oficjalne opinie EBC i wkład techniczny (w ramach prac komitetów tzw. drugiego poziomu Lamfalussy'ego w sektorach papierów wartościowych i bankowym)
Konsekwentne wdrażanie zasad UE	UE	Wkład w opracowanie wspólnych standardów i praktyk nadzoru w sektorze bankowym (w ramach prac komitetu tzw. trzeciego poziomu Lamfalussy'ego, KENB)
Wzmocnienie ram nadzoru UE	UE	Wkład w publiczną debatę polityczną (np. przegląd procesu Lamfalussy'ego w 2007 r.)
Zarządzanie kryzysami finansowymi		
Wzmocnienie ram legislacyjnych UE	UE	Oficjalne opinie EBC i wkład techniczny (w ramach prac komitetów tzw. drugiego poziomu Lamfalussy'ego)
Awaryjne wsparcie płynnościowe (ang. <i>Emergency liquidity assistance – ELA</i>)	Strefa euro	Przeprowadzona przez Eurosystem ocena kompatybilności odpowiednich działań w zakresie ELA, które muszą zostać podjęte przez KBC w ramach aktualnego nastawienia w polityce pieniężnej
Ocena systemowa kryzysu finansowego	UE	Wspólne ramy analityczne KNB i KENB
Współpraca między bankami centralnymi, ministerstwami finansów i organami nadzoru w UE	UE	Wkład w opracowanie Porozumień (ang. <i>Memoranda of Understanding</i>) przyjętych w latach 2003, 2005 i 2008 Aktywny udział w opracowaniu ogólnej strategii na rzecz wzmocnienia ustaleń dotyczących stabilności finansowej UE (np. w odniesieniu do planu działania ECOFIN na rok 2007) Zaangażowanie w przygotowanie i przeprowadzanie symulacji sytuacji kryzysowych w UE
Przygotowanie Eurosystemu na wypadek kryzysów finansowych	Strefa euro	Symulacje sytuacji kryzysowych w Eurosystemie

WNIOSKI I DALSZE PLANY

W minionym dziesięcioleciu podjęto wiele działań mających wzmocnić ustalenia w zakresie stabilności finansowej w strefie euro oraz w Unii Europejskiej. Eurosystem odgrywa tutaj znaczącą rolę. Po pierwsze, realizował on różne zadania na szczeblu strefy euro z zakresu wspierania i ochrony stabilności systemu finansowego tej strefy, związane w szczególności z monitorowaniem i oceną stabilności finansowej oraz operacjami rynkowymi mającymi na celu rozwiązanie problemów związanych z ogólnymi wstrząsami finansowymi i zmniejszenie napięć na rynku pieniężnym strefy euro. Po drugie, Eurosystem wspierał politykę w zakresie monitorowania i oceny stabilności finansowej, regulacji finansowych i nadzoru oraz zarządzania kryzysami prowadzoną przez właściwe organy krajowe i unijne. Pomimo znacznych osiągnięć, ramy stabilności finansowej UE nadal ewoluują i wymagają dalszych ulepszeń, aby dotrzymać kroku postępowi, jaki dokonał się w dziedzinie integracji finansowej i innowacyjności.

Najważniejsze osiągnięcia
Eurosystemu

Po pierwsze, co się tyczy monitorowania i oceny stabilności finansowej, istotna będzie dalsza poprawa zrozumienia złożonego i ulegającego szybkim zmianom systemu finansowego oraz aktywny wkład w rozwój ulepszonych metod ilościowych. Obejmuje to takie kwestie jak tworzenie narzędzi bardziej kompleksowej analizy wzajemnych powiązań sektorów gospodarczych i finansowych oraz dalszy postęp w zakresie testów skrajnych warunków w skali makro.

Po drugie, Eurosystem powinien nadal odgrywać aktywną rolę w zapewnianiu wysokiej jakości doradztwa na temat postępów w zakresie unijnych ustaleń dotyczących regulacji finansowych i nadzoru. Zagwarantowanie skutecznego i efektywnego funkcjonowania procedury Lamfalussy'ego jest kwestią kluczową, zarówno z punktu widzenia pełnego wykorzystania potencjału udoskonalonych ram regulacyjnych UE ustanowionych wraz z Planem Działania w zakresie Usług Finansowych, jak i zagwarantowania, że ustalenia nadzorcze UE dotrzymają kroku działalności grup finansowych – prowadzących znacznych rozmiarów działalność transgraniczną, zyskujących na istotności na Jednolitym Rynku – a także, że sprostają wymogom dotyczącym usprawnionej i spójnej płaszczyzny nadzoru.

Po trzecie, należy utrzymać tempo rozszerzania zakresu ustaleń UE dotyczących zarządzania kryzysem. Porozumienie (ang. *Memorandum of Understanding*) z 2008 r., podpisane przez ministrów finansów państw członkowskich UE, banki centralne i władze nadzorcze, jest najważniejszym osiągnięciem w tej dziedzinie. Należy dołożyć starań, aby skutecznie je przetestować i wdrożyć, by jak najszybciej można było korzystać z jego postanowień. Ze swej strony Eurosystem będzie kontynuował proces testowania, a jeśli zajdzie taka potrzeba – również udoskonali własne ustalenia w zakresie zarządzania kryzysem.

Eurosystem powinien przyczyniać się do dalszego umacniania współpracy pomiędzy bankami centralnymi i władzami nadzorczymi w UE, ze szczególnym uwzględnieniem najważniejszych transgranicznych grup finansowych. Potrzebna jest stała, zintensyfikowana wymiana informacji dotyczących najważniejszych zmian w działalności i profilu ryzyka tych grup z punktu widzenia sytuacji kryzysowych.

7.3 NADZÓR NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ

Infrastruktura rynków finansowych ułatwia przepływ pieniędzy, papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych pomiędzy podmiotami gospodarczymi, przez co stanowi kluczowy element systemu finansowego. Jej składowe to systemy płatności, systemy obrotu, rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych, ustalenia, instytucje, zasady i procedury nimi rządzące oraz przetwarzane przez nie instrumenty płatnicze. Infrastruktura dotycząca płatności i obsługi papierów wartościowych określana jest często mianem „systemu naczyń połączonych” z uwagi na jej rozległe zastosowanie i konstrukcję sieciową. Najważniejsze zainteresowane strony, na które ma wpływ infrastruktura rynkowa to operatorzy systemów, uczestnicy (instytucje finansowe), usługodawcy, banki centralne, organy regulacyjne, a także wszystkie podmioty gospodarcze i użytkownicy końcowi usług płatniczych i rozliczeniowych.

Banki centralne od dawna uznają znaczenie sprawnego funkcjonowania infrastruktury w utrzymywaniu stabilności finansowej, szczególnie w sytuacji wzrastającej złożoności infrastruktury rynków finansowych oraz szybko rosnącej wartości i wolumenu obsługiwanych przez nie transakcji finansowych. Podstawowym obowiązkiem właścicieli i operatorów systemu jest zagwarantowanie rzetelnego funkcjonowania infrastruktury rynkowej oraz świadczenie usług płatniczych

i rozliczeniowych w bezpieczny i skuteczny sposób. Nadzór nad infrastrukturą rynkową stał się jedną z podstawowych funkcji Eurosystemu, podobnie jak innych banków centralnych, z uwagi na: obowiązek prowadzenia polityki pieniężnej i utrzymywania stabilności finansowej, rolę jaką Eurosystem odgrywa, prowadząc konta rozrachunkowe uczestnikom systemu płatności oraz chęć utrzymania zaufania publicznego do instrumentów płatniczych. Głównym celem polityki nadzoru jest promowanie sprawnego funkcjonowania infrastruktury rynków finansowych w dążeniu do zapobiegania wszelkim negatywnym skutkom ubocznym zaburzeń związanych z infrastrukturą systemu finansowego i gospodarki jako całości. Najważniejsze działania nadzorcze obejmują tworzenie standardów nadzoru, stały monitoring funkcjonowania infrastruktury rynkowej, a także regularną ocenę jej zgodności ze standardami na podstawie istniejącej metodologii.

ROLA EBC I EUROSISTEMU

Zarówno postanowienia Traktatu, jak i Statutu ustanawiają nadzór jednym z podstawowych zadań Eurosystemu. Art. 105, ust. 2 Traktatu oraz art. 3 Statutu mówią, że „Podstawowe zadania ESBC polegają na (...) popieraniu należytego funkcjonowania systemów płatniczych”. Ponadto art. 22 Statutu brzmi: „EBC i krajowe banki centralne mogą stwarzać udogodnienia, a EBC może uchylać rozporządzenia, w celu zapewnienia skuteczności i rzetelności systemów rozliczeń i płatności w ramach Wspólnoty i z innymi krajami”.

Rola nadzorcza Eurosystemu obejmuje systemy płatności i systemy rozliczeniowe zarówno dla wysokokwotowych, jak i detalicznych systemów płatności w euro. Aby zagwarantować wszystkim uczestnikom równe szanse, te same minimalne standardy stosują się do systemów obsługiwanych przez Eurosystem (np. TARGET2), jak i do systemów płatności obsługiwanych przez prywatnych operatorów.

Funkcja związana z nadzorem pierwotnie obejmowała przede wszystkim systemy płatności wysokokwotowych w euro, zgodnie z ich znaczeniem w utrzymaniu stabilności finansowej. Mimo to organy nadzoru stopniowo rozszerzały swoją działalność, obejmując nią systemy płatności detalicznych, instrumenty płatnicze i usługodawców będących stronami trzecimi.

SYSTEMY PŁATNOŚCI, INSTRUMENTY I DOSTAWCY USŁUG W ZAKRESIE INFRASTRUKTURY

Zgodnie ze wspólnymi ramami nadzoru, krajowe banki centralne ponoszą odpowiedzialność za realizację polityki nadzoru EBC w stosunku do systemów płatności podlegających zgodnie z prawem ich jurysdykcji. Rada Prezesów może też podjąć decyzję o przypisaniu EBC obowiązków związanych z nadzorem nad systemami charakteryzującymi się specyficznymi cechami.

W tym kontekście EBC odpowiada za nadzór nad mechanizmem płatności EBC (ang. *ECB Payment Mechanism – EPM*) będącym komponentem systemu TARGET, prowadzonym przez EBC¹⁷. Zintegrowana struktura systemu TARGET2 – nowej platformy, która stopniowo, w latach 2007-2008, zastępuje TARGET – wymusiła modyfikację ram nadzoru. Nadrzędnym organem nadzorującym system jest Rada Prezesów wspierana przez Komitet ds. Systemów Płatności i Rozrachunku. Wszystkie działania nadzorcze związane z systemem TARGET2 prowadzi i koordynuje komórka nadzorcza EBC, przy ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnymi strefy euro.

¹⁷ Aby uniknąć potencjalnego konfliktu interesów EBC ustanowił odrębne struktury organizacyjne dla jednostek organizacyjnych zaangażowanych w prowadzenie systemu i jednostek organizacyjnych zajmujących się nadzorem, zgodnie z regulami ustalonymi na szczeblu Eurosystemu.

EBC nadzoruje ponadto trzy systemy, które prowadzi EBA Clearing Company (EBA CLEARING): EURO1 dla płatności wysokokwotowych, STEP1 dla niskokwotowych płatności klientów indywidualnych oraz STEP2 – nową platformę świadczącą usługi przetwarzania większej liczby detalicznych płatności transgranicznych jednocześnie (ang. *batch processing services*).

Istnieją systemy płatności przetwarzające transakcje w euro zlokalizowane poza strefą euro (tzw. systemy zagraniczne). Najważniejszym z nich jest system CLS (zintegrowany system rozrachunku ciągłego, ang. *Continuous linked settlement system* – przyp. tłumacza), w ramach którego EBC, stosujący zasady współpracy nadzorczej¹⁸ w ścisłej współpracy z Systemem Rezerwy Federalnej jako głównym organem nadzoru, odgrywa rolę organu nadzorczego w stosunku do rozliczeń w euro.

Zgodnie ze wspólnymi ramami nadzoru Eurosystemu, nadzór nad systemami płatności detalicznych jest prowadzony przede wszystkim na szczeblu krajowych banków centralnych. Jednakże, aby wprowadzić podejście zharmonizowane, Eurosystem określił w 2005 r. swoją politykę dotyczącą nadzoru nad systemami płatności detalicznych i dokonał szczegółowej oceny nadzorczej tych systemów.

Jeśli chodzi o nadzór nad instrumentami płatniczymi, Eurosystem stworzył w 2007 r. ramy nadzoru dla systemów płatności kartami, które przetwarzają płatności w euro. Struktury te zostały opublikowane w styczniu 2008 r. po konsultacjach rynkowych.

Działalność związana z infrastrukturą rynków finansowych jest wspierana przez strony trzecie będące dostawcami usług. Na przykład SWIFT, globalny dostawca usług bezpiecznego przesyłania komunikatów finansowych dla sektora finansowego, jest tutaj najważniejszym graczem i chociaż sam w sobie nie jest systemem płatności, organy nadzoru powinny poświęcić mu szczególną uwagę. Zgodnie z umową banków centralnych państw grupy G10, SWIFT podlega wspólnemu nadzorowi od końca 1997 r. z Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique jako głównym organem nadzorczym. EBC, z uwagi na swoje uczestnictwo we wspólnym nadzorze nad systemem SWIFT, pomógł w określeniu na wysokim szczeblu oczekiwań dotyczących nadzoru, które byłyby odpowiednie na potrzeby oceny SWIFT. W czerwcu 2007 r. zakończono prace nad oczekiwaniami, które zostały włączone do ram nadzoru koncentrującego się na ryzyku dotyczącym SWIFT.

SYSTEMY ROZLICZANIA I ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Systemy rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement systems* – SSSs) oraz systemy usług rozliczeniowych świadczonych przez kontrahenta centralnego (ang. *central counterparty clearing systems* – CCP) są ściśle związane z systemami płatności¹⁹, a zatem stabilność finansowa zależy bezpośrednio od ich bezpiecznego funkcjonowania. Systemy rozrachunku papierów wartościowych są ponadto powiązane z polityką pieniężną poprzez rolę jaką odgrywają w świadczeniu usług rozrachunkowych dla uznanych zabezpieczeń operacji kredytowych Eurosystemu. Pomimo iż Eurosystem nie zastosował wspólnych ram nadzoru dla systemów rozra-

¹⁸ Zgodnie z tzw. raportem Lamfalussy'ego (*Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*) opublikowanym w 1990 r. oraz uaktualnionym raportem Komitetu ds. Systemów Płatności i Rozrachunku *Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems* (Nadzór banków centralnych nad systemami płatności i rozrachunku) z maja 2005 r.

¹⁹ Transakcje rozrachunku papierów wartościowych składają się z dwóch części – gotówkowej i dostarczenia papierów wartościowych. Rozrachunek części gotówkowej odbywa się zwykle w systemie RTGS banku centralnego równoległe z rozrachunkiem w centralnym depozycie papierów wartościowych, gdzie odbywa się to na zasadzie „zapłata przy odbiorze”.

Współpraca nadzorcza nad systemem CLS

Systemy i instrumenty płatności detalicznych

Ramy nadzoru koncentrującego się na ryzyku dotyczącym SWIFT

Żywojne zainteresowanie rozrachunkiem papierów wartościowych

chunku papierów wartościowych, banki centralne są żywotnie zainteresowane ich sprawnym funkcjonowaniem w strefie euro.

W 1998 r. Eurosystem przyjął standardy mające na celu ocenę warunków niezbędnych, które muszą być spełnione przez systemy rozrachunku papierów wartościowych w zakresie świadczenia usług rozrachunkowych dla operacji kredytowych Eurosystemu z perspektywy użytkowników (tzw. standardy użytkowników). W celu zapewnienia takiego samego poziomu bezpieczeństwa operacji kredytowych w całej strefie euro przeprowadzane są regularne oceny systemów rozrachunku papierów wartościowych oraz powiązań między nimi pod względem zgodności ze standardami użytkowników. Warunkiem zakwalifikowania systemów i ich powiązań do stosowania w procesie ustanawiania zabezpieczeń dla operacji kredytowych Eurosystemu są pozytywne wyniki powyższych ocen.

WSPÓŁPRACA Z INNYMI WŁADZAMI

Wkładem Eurosystemu w osiągnięcie celów nadzorczych jest nawiązywanie i utrzymywanie kontaktów z innymi władzami odpowiedzialnymi za kwestie związane z infrastrukturą rynkową.

W tym celu ramy współpracy organów nadzorczych banków centralnych UE z bankowymi organami nadzorczymi zdefiniowano w porozumieniach (ang. *Memoranda of Understanding*) dotyczących współpracy i wymiany informacji na okoliczność: a) stworzenia systemu płatności i wnioskowania o dostęp do niego, b) bieżącej działalności oraz c) sytuacji kryzysowych.

W 2001 r. ustanowiono ramy współpracy ESBC i Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (ang. *Committee of European Securities Regulators – CESR*) w zakresie systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych. Grupa robocza ESBC-CESR rozpoczęła prace nad dostosowaniem unijnego środowiska tzw. zaleceń CPSS-IOSCO dla systemów rozrachunku papierów wartościowych i systemów usług rozliczeniowych świadczonych przez kontrahenta centralnego²⁰. Pomimo znacznego postępu, jaka grupa robocza osiągnęła w tej dziedzinie, nadal nie rozstrzygnięto pewnych kwestii prowadzących do pełnego przygotowania standardów nadzoru nad tymi systemami.

ROZWÓJ POLITYKI I ZAKRES NAJWAŻNIEJSZYCH DZIAŁAŃ

Polityka dotycząca nadzoru i cele nadzorcze Eurosystemu zostały zawarte w wielu opublikowanych dokumentach, standardach określonych na wysokim szczeblu oraz oświadczeniach w sprawie polityki dotyczących konkretnych kwestii, zatwierdzonych przez Radę Prezesów. Jednostka organizacyjna zajmująca się nadzorem dokonuje regularnych ocen zgodności infrastruktur rynkowych z obowiązującymi standardami. Kolejne szczeble rozwoju polityki, a także główne działania podjęte w tej dziedzinie w ostatnim dziesięcioleciu wyszczególnione zostały w porządku chronologicznym w tabeli 2.

20 Skrót CPSS oznacza Komitet ds. Systemów Płatności i Rozrachunku grupy G10 (ang. *Committee on Payment and Settlement Systems*). Skrót IOSCO oznacza Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (ang. *International Organisation of Securities Commissions*). Raporty dotyczące zaleceń dla systemów rozrachunku papierów wartościowych (SSS) i systemów usług rozliczeniowych świadczonych przez kontrahenta centralnego (CCP) znajdują się na stronie internetowej BIS.

Tabela 2. Główne osiągnięcia funkcji nadzorczej EBC/Eurosystemu

Zmiany w zakresie polityki

W sierpniu 1998 r. EBC opublikował *Report on electronic money* (Raport o pieniądzu elektronicznym), opierający się na analizie przeprowadzonej pod egidą Europejskiego Instytutu Walutowego. Raport opisuje przyczyny, dla których należy uregulować emisję pieniądza elektronicznego oraz przedstawia minimalne wymogi dla emitentów pieniądza elektronicznego i pożądane cele.

W listopadzie 1998 r. Eurosystem przedstawił zarys zasad polityki w stosunku do rozwoju infrastruktury rozliczeń płatności i rozrachunku papierów wartościowych, obsługującej transakcje denominowane w euro poza strefą euro.

W oświadczeniu z czerwca 2000 r. Rada Prezesów EBC sprecyzowała rolę Eurosystemu w zakresie nadzoru nad systemami płatniczymi oraz wyjaśniła jego cele i zasady¹.

W lutym 2001 r. Rada Prezesów EBC przyjęła Podstawowe zasady dla systemowo ważnych systemów płatności (ang. *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*)² jako zestaw minimalnych standardów wykorzystywanych przez Eurosystem do prowadzenia wspólnej polityki nadzoru nad systemami płatniczymi. Zasady te dostarczają wskazówek w sprawie struktury i działania odpowiednich systemów płatniczych poprzez zdefiniowanie ogólnych wymogów dla głównych cech takiej infrastruktury, w tym solidnej podstawy prawnej, odpowiedniego zarządzania ryzykiem finansowym, bezpieczeństwa i niezawodności operacyjnej, skuteczności i ustaleń w zakresie zarządzania. Podstawowe zasady mają zastosowanie w przypadku wszelkiego rodzaju systemowo ważnych systemów płatności³.

We wrześniu 2001 r. EBC opublikował dokument zatytułowany *The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing* (Polityka Eurosystemu w stosunku do konsolidacji w rozliczeniach partnerów centralnych), przedstawiający nastawienie polityki w odniesieniu do możliwych konsekwencji procesu konsolidacji w rozliczeniach partnerów centralnych.

W maju 2003 r. opublikowany został raport pt. *Electronic money system security objectives* (Cele bezpieczeństwa systemu pieniądza elektronicznego). Przedstawia on oczekiwania Eurosystemu w stosunku do bezpieczeństwa technicznego systemów pieniądza elektronicznego. Raport zawiera ogólny opis systemów pieniądza elektronicznego, wszechstronną analizę ryzyka i zagrożeń oraz wykaz celów bezpieczeństwa, które systemy pieniądza elektronicznego powinny realizować w celu uwzględnienia tego ryzyka/zagrożeń.

W czerwcu 2003 r. zostały przyjęte ramy nadzoru dla systemów płatności detalicznych w euro. Mają one na celu dopilnowanie, aby systemy płatności detalicznych nie przeniosły do strefy euro ryzyka systemowego czy nieprawidłowości ekonomicznych. Ramy te zawierały kryteria klasyfikacji systemów płatności detalicznych zgodnie z ich znaczeniem systemowym.

W maju 2006 r. opublikowano raport pt. *Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems* (BCOE for SIPS) (Oczekiwania dotyczące utrzymania ciągłości działalności gospodarczej w odniesieniu do systemów płatności o znaczeniu systemowym). W odpowiedzi na nowe rodzaje zagrożeń, które pojawiły się w ostatnich latach, podstawowym celem raportu było stworzenie zharmonizowanych ram nadzoru dla ciągłości działalności gospodarczej w strefie euro. Raport zawiera wytyczne dla operatorów systemowo ważnych systemów płatniczych w celu osiągnięcia wystarczającego i zgodnego poziomu ich odporności, skoncentrowania się na strategii ciągłości działalności, planowaniu i testowaniu, jak również zarządzaniu kryzysowym.

W lipcu 2007 r. EBC opublikował *Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions* (Zasady polityki Eurosystemu dotyczące lokalizacji i działania infrastruktur rozliczających transakcje płatności denominowane w euro). Zasady te mają zastosowanie do wszelkich istniejących lub potencjalnych infrastruktur płatności zlokalizowanych poza strefą euro i rozliczających transakcje w euro. Określają one również pozycję Eurosystemu w tym zakresie, mającego na celu utrzymanie w każdym przypadku ostatecznej kontroli nad swoją walutą.

W styczniu 2008 r. Rada Prezesów EBC zatwierdziła raport zatytułowany *Oversight framework for card payment schemes – Standards* (Ramy nadzoru dla systemów kart płatniczych – Standardy), określający wspólne standardy nadzoru w odniesieniu do systemów kart płatniczych funkcjonujących w strefie euro. Standardy te koncentrują się na zapewnieniu bezpieczeństwa i skuteczności systemów kart płatniczych.

Ocena głównych infrastruktur płatniczych

W 2001 r., na wniosek EBC, Międzynarodowy Fundusz Walutowy opracowywał raporty na temat zgodności ze standardami i kodeksami (ang. *Reports on the Observance of Standards and Codes*) dla strefy euro w kontekście Programu oceny sektora finansowego (ang. *Financial Sector Assessment Program*). Jeśli chodzi o systemy płatnicze ocena objęła system TARGET i EURO1⁴.

Przed uruchomieniem zintegrowanego systemu rozrachunku ciągłego (ang. *Continuous linked settlement system – CLS*), EBC, wraz z innymi bankami centralnymi krajów, których waluty podlegały rozliczeniom w ramach CLS, przeprowadził wspólną ocenę ryzyka systemu. Ze względu na pozytywny wynik tej oceny, EBC zatwierdził włączenie euro do systemu CLS.

- 1 *Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight* (Rola Eurosystemu w zakresie nadzoru nad systemami płatniczymi) – publikacja na stronie internetowej EBC.
- 2 Raport CPSS *Podstawowe zasady dla systemowo ważnych systemów płatności* opublikowany na stronie Banku Rozrachunków Międzynarodowych.
- 3 Uznaje się, że dany system płatności ma znaczenie systemowe, jeżeli zakłócenie jego działania mogłoby wywołać zakłócenia lub spowodować przeniesienie się zakłóceń do szerszego systemu finansowego. Eurosystem przyjmuje, że każdy system płatności wysokokwotowych w euro jest systemem o znaczeniu systemowym.
- 4 Opublikowana na stronie MFW w październiku 2001 r.

W ciągu 2003 r. 19 systemów płatności wysokokwotowych w euro, w tym wszystkie elementy składowe systemu TARGET, zostały poddane ocenie pod względem spełniania podstawowych zasad (ang. *Core Principles*). Wyniki tej oceny opublikowane zostały na stronie internetowej EBC w 2004 r.⁵

Na początku 2005 r. nadzorujący system TARGET przeprowadzili ocenę nadzorczą SORBNET-EURO, systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (RTGS) Narodowego Banku Polskiego, w związku z zamiarem przyłączenia go do systemu TARGET za pośrednictwem obsługiwanego przez Banca d'Italia systemu BIREL.

W sierpniu 2005 r. na stronie internetowej EBC przedstawiono wynik szczegółowej oceny nadzorczej 15 systemów płatności detalicznych w euro pod względem ich zgodności z odpowiednimi *Core Principles*.

W 2006 r. przeprowadzono pogłębioną ocenę nadzorczą wpływu przyłączenia systemu rozliczeń brutto w czasie rzeczywistym (RTGS) Eesti Pank do systemu TARGET za pośrednictwem systemu BIREL.

Przed wdrożeniem w listopadzie 2007 r. projekt TARGET2 został poddany wszechstronnej ocenie nadzorczej pod względem zgodności z *Core Principles*. Ostateczna wersja szczegółowego raportu z oceny TARGET2 ma zostać opublikowana w ciągu 2009 r.

Inne główne działania

We współpracy z krajowymi bankami centralnymi regularnie opracowywano szczegółowy opis różnych systemów płatniczych i systemów rozrachunku papierów wartościowych działających w państwach UE. Informacje te udostępniano w publikacji EBC *Payment systems in the European Union* (Systemy płatnicze w Unii Europejskiej), znanej jako tzw. „Niebieska księga” (ang. *Blue Book*), wraz z dodatkiem do „Niebieskiej księgi” zawierającym szczegółowe dane statystyczne na temat systemów. Ostatnia (czwarta) edycja „Niebieskiej księgi” została opublikowana w 2007 r.

W ramach funkcji nadzorczej dokładnie monitorowano rozwój wydarzeń w obszarze działalności banków korespondentów. Przeprowadzane są regularne badania (ostatnio w 2005 r.) na próbie banków w celu oceny charakterystyki tego szczególnego obszaru ustaleń w zakresie płatności z perspektywy ryzyka systemowego. Ze względu na poufny charakter danych przekazywanych przez banki, dostęp do wyników tych badań mają tylko uczestnicy systemu.

W 2007 r. zmieniono wcześniejszą metodologię oceny i opracowano wspólną metodologię nadzoru nad systemami płatności w euro o dużym znaczeniu systemowym. Po przeprowadzeniu konsultacji publicznych w drugiej połowie roku, ostateczna wersja nowej metodologii została udostępniona na stronie internetowej EBC w listopadzie 2007 r.

5 Zob. raport zatytułowany *Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles* (Ocena systemów płatności wysokokwotowych w euro pod względem zgodności z podstawowymi zasadami).





WNIOSKI I DALSZE PLANY

Funkcja nadzoru w bankach centralnych funkcjonuje w dynamicznym środowisku. Polityka i działalność banków centralnych muszą odzwierciedlać zmiany na europejskich i światowych rynkach finansowych, w otoczeniu prawnym i w poszczególnych infrastrukturach rynkowych oraz powiązaniach między nimi. Ubiegłe dziesięciolecie pokazało, że jednostki organizacyjne EBC zajmujące się nadzorem są w stanie sprostać tym wyzwaniom, prowadząc ścisłą współpracę z krajowymi bankami centralnymi zrzeszonymi w Eurosystemie i ESBC oraz na szczeblu międzynarodowym. Polityka i standardy nadzoru przyczyniają się do stabilnej i skutecznej działalności systemów płatności i rozrachunku. Ścisła współpraca organów nadzorczych z odpowiednimi operatorami i uczestnikami systemów w znacznym stopniu przyczyniła się do zaakceptowania polityki i standardów nadzorczych Eurosystemu przez rynki i ich sprawnego wdrożenia przez nadzorowane podmioty.

Biorąc pod uwagę rozwój sytuacji w przyszłości, oprócz sprawowania bieżącego nadzoru nad infrastrukturą rynku euro, organy nadzorcze EBC i Eurosystemu przewidują, że koncentrować się będą również na następujących kwestiach: a) dalszej poprawie przejrzystości celów i działań nadzoru poprzez uaktualnianie opublikowanego w czerwcu 2000 r. oświadczenia w sprawie polityki Eurosystemu oraz regularną publikację raportu nadzorczego, b) dalszej współpracy z grupą roboczą ESBC-CESR, c) uczestnictwie w konsultacjach z członkami zintegrowanego systemu rozrachunku ciągłego (CLS) i SWIFT w kwestii współpracy nadzorczej, d) współpracy z innymi bankami centralnymi państw członkowskich UE w dziedzinie zapewniania ciągłości działania, oraz

e) rozwoju ram dla nadzoru koncentrującego się na ryzyku. Biorąc pod uwagę nieprzerwaną integrację rynków finansowych i infrastruktur rynkowych, szczególnie w strefie euro, lecz również na całym świecie, EBC nadal przykładając wielką wagę do bliskiej współpracy z organami nadzorczymi Eurosystemu i ESBC, a także z organami nadzorczymi i innymi władzami państwowymi, takimi jak np. bankowe organy nadzoru czy regulatorzy rynku papierów wartościowych.

CHARAKTERYSTYKA STREFY EURO*

				
Liczba ludności (mln)	319	495	302	128
PKB (PPP, bln EUR)	8,9	12,6	12,0	3,7
PKB per capita (PPP, tys. EUR)	27,8	25,4	39,6	29,0
Udział w światowym PKB (PPP, %)	16,1	22,7	21,3	6,6
Eksport (towary i usługi, %PKB)**	22,6	14,2	11,8	18,4
Nakłady brutto na środki trwałe (%PKB)	21,7	21,2	18,7	23,3
Oszczędności brutto (%PKB)	22,5	20,8	13,4	29,6

* 2007 ** Wartość dla strefy euro z wyłączeniem Cypru i Malty
Źródła: dla strefy euro i UE: EBC, Eurostat, dane krajowe, MFW, obliczenia EBC; dla Stanów Zjednoczonych i Japonii: źródła krajowe, MFW



8 STATYSTYKA

Wysokiej jakości statystyki są kluczowym czynnikiem w analizach, działalności badawczej oraz w procesie podejmowania decyzji w EBC. Bez terminowych, wiarygodnych i spójnych danych statystycznych EBC nie byłby w stanie należycie wykonywać wielu spośród funkcji przedstawionych w poprzednich rozdziałach. Ze statystyk EBC korzystają analitycy rynków finansowych, osoby prowadzące działalność naukową oraz ogół społeczeństwa. Pomagają one zrozumieć decyzje Rady Prezesów EBC, a także ułatwiają obywatelom podejmowanie właściwych decyzji dotyczących inwestycji i pożyczek.

Aby realizować swój główny cel, jakim jest utrzymanie stabilności cen w strefie euro, EBC potrzebuje wielu wysokiej jakości statystyk pieniężnych, finansowych i gospodarczych, w tym precyzyjnych zagregowanych danych dotyczących zmian poziomu cen. Dokładny obraz aktualnej sytuacji gospodarczej i struktury gospodarki strefy euro jest bowiem warunkiem koniecznym dobrej jakości analiz i właściwego podejmowania decyzji. Początkowo danych statystycznych dotyczących całej strefy euro było niewiele. Na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat podjęto jednak znaczne wysiłki na rzecz zarówno opracowania nowych statystyk, jak i udoskonalenia już istniejących pod kątem harmonizacji stosowanych pojęć, częstotliwości czy terminowości.

Na działalność statystyczną w Europie pozytywnie wpłynęła bliska współpraca między EBC i Eurostatem. EBC odpowiada za statystyki pieniężne i finansowe, natomiast Eurostat – za ogólne statystyki gospodarcze, do których należy m.in. zharmonizowany wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (HICP), stanowiący dla EBC punkt odniesienia przy ocenie stabilności cen. Za statystyki zewnętrzne (dane dotyczące bilansu płatniczego oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej) oraz rachunki strefy euro EBC i Eurostat odpowiedzialne są wspólnie¹.

Statystyki europejskie, sporządzane zarówno przez ESBC i Eurostat, jak i przez krajowe urzędy statystyczne, na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat uległy znacznej poprawie, tak pod względem dostępności, jak również jakości. Statystyki dostępne w EBC zostały zintegrowane i tworzą obecnie jednolity system, który w przejrzysty sposób ukazuje współzależności pomiędzy transakcjami i pozycjami poszczególnych podmiotów sklasyfikowanych na podstawie ich roli w gospodarce (np. gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, instytucje finansowe oraz organy rządowe i samorządowe). System ten, określany mianem rachunków strefy euro, zapewnia kompletny obraz sytuacji gospodarczej i finansowej w strefie euro w ujęciu kwartalnym.

Podrozdział 8.1 przedstawia proces opracowywania przez EBC wiarygodnych i terminowych statystyk pieniężnych, finansowych i zewnętrznych dla strefy euro, wykorzystywanych przez EBC w analizach, działalności badawczej, przy podejmowaniu decyzji oraz w komunikacji z obywatelami. W podrozdziale 8.2 omówiono statystyki gospodarcze sporządzane przez Eurostat. Z kolei w podrozdziale 8.3 więcej uwagi poświęcono standardom jakości stosowanym przez EBC przy sporządzaniu statystyk. Podrozdział 8.4 wytycza plany na przyszłość.

8.1 STATYSTYKI EBC

Sporządzanie statystyk dotyczących strefy euro w drugiej połowie lat 90. było nie lada wyzwaniem – dostępne dane nie zawsze były kompletne i często obciążone były różnego rodzaju błędami.

¹ Aby uzyskać więcej informacji na temat dokładnego podziału pracy w zakresie działalności statystycznej na szczeblu europejskim, zob. *Memorandum of Understanding on economic and financial statistics between the Directorate General Statistics of the ECB (DG Statistics) and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat)* (Porozumienie pomiędzy Dyrekcją Generalną ds. Statystyki Europejskiego Banku Centralnego i Urzędem Statystycznym Wspólnot Europejskich (Eurostatem) o współpracy w dziedzinie statystyki gospodarczej i finansowej) (http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf).

Znaczny postęp w dostępności statystyk dotyczących strefy euro na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat

Bliska współpraca między EBC i Eurostatem

Początkowo wiele niedoskonałości i niski stopień ujednolicenia

dami². Brakowało również ustalonych konwencji w zakresie stosowanych pojęć, definicji czy kategorii, które stanowią podstawę działalności statystycznej.

Początkowy zestaw danych statystycznych dotyczących strefy euro, jakim EBC dysponował w 1999 r., obejmował informacje najbardziej podstawowe: zharmonizowane bilanse monetarnych instytucji finansowych (MIF), na podstawie których możliwe było obliczenie agregatów monetarnych i głównych czynników kreacji pieniądza (w tym kredytów MIF), niekompletną listę niezharmonizowanych detalicznych stóp procentowych, informacje na temat rynków finansowych pochodzące ze źródeł komercyjnych, jak również główne składniki bilansu płatniczego. Dane z tego okresu nie były dostępne w rozbiciu geograficznym na kraje-kontrahentów. Oprócz tego dostępne były jedynie roczne statystyki finansów publicznych oraz niektóre dane roczne dotyczące oszczędności, inwestycji i finansowania w nowo utworzonej strefie euro. Dla większości danych szeregi czasowe były bardzo krótkie.

W listopadzie 1999 r. zasoby danych statystycznych poszerzyły się o statystyki dotyczące emisji papierów wartościowych przez organy rządowe i samorządowe, instytucje finansowe i przedsiębiorstwa strefy euro. Od początku 2003 r. statystyki bilansowe MIF zawierały bardziej szczegółowe informacje w rozbiciu na instrumenty, terminy zapadalności i sektory kontrahentów. Jednocześnie wprowadzono ujednolicone statystyki stóp procentowych stosowanych przez MIF, które uwzględniały podział depozytów i kredytów według terminu zapadalności oraz celu. W najbliższej przyszłości ujednolicone zostaną również statystyki funduszy inwestycyjnych, tak by objęły całą strefę euro i lepiej odpowiadały potrzebom użytkowników. EBC przejął od Eurostatu publikację dziennych krzywych rentowności obligacji rządowych w strefie euro.

Jeśli chodzi o statystyki zewnętrzne, EBC przyczynił się do stopniowej poprawy jakości danych dotyczących bilansu płatniczego strefy euro, prezentując je w rozbiciu na większą liczbę kryteriów, osobno ujmując obciążenia i wpływy oraz przedstawiając je w rozbiciu geograficznym na największe kraje-kontrahentów, takie jak USA, Wielka Brytania, kraje UE spoza strefy euro, Japonia i Chiny. Obecnie EBC publikuje również dane kwartalne dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, które można uznać za bilans finansowy całej strefy euro, a także dane dotyczące poszczególnych rodzajów zmian w tej pozycji (obok transakcji bilansu płatniczego, które dotyczą głównie zmian wyceny aktywów i pasywów finansowych wynikających ze zmian cen i kursów walutowych). Ponadto udostępnia się też statystyki dotyczące nominalnego i realnego efektywnego kursu walutowego oraz międzynarodowej roli euro, uzupełnione od niedawna danymi miesięcznymi dotyczącymi zharmonizowanych krajowych wskaźników konkurencyjności opartymi na wskaźnikach cen konsumpcyjnych.

Dodatkowo sporządza się również różnorodne zestawienia danych i wskaźników statystycznych, które służą ocenie sytuacji na rynkach finansowych, stopnia integracji finansowej w Europie, stabilności finansowej ogółem i w sektorze bankowym UE, jak również rozwoju systemów płatności i infrastruktur płatniczych, obrotu papierami wartościowymi oraz systemów rozliczeń i rozrachunku.

Istotnym wydarzeniem było opublikowanie w czerwcu 2007 r., wspólnie przez EBC i Eurostat, pierwszych zintegrowanych finansowych i gospodarczych rachunków kwartalnych strefy euro według sektorów instytucjonalnych³. Rachunki te zapewniają pełny i spójny obraz sytuacji gospodarczej i finansowej w strefie euro oraz ukazują współzależności między różnymi sektorami (go-

2 Aby uzyskać więcej informacji na temat procesu opracowywania statystyk dla strefy euro, zob. Bull, Peter (2004) *The development of statistics for Economic and Monetary Union* (Opracowywanie statystyk dla Unii Gospodarczej i Walutowej), (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentstatisticsemu-200406en.pdf>).

3 Zob. artykuł w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2007 r.

spodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, organy rządowe i samorządowe) w ramach strefy euro oraz między strefą euro a resztą świata. Przyrównać je można do rachunków narodowych, z tą różnicą, że obejmują całą strefę euro. O wyjątkowym charakterze tych rachunków stanowi ich pełna integracja oraz niemal całkowita spójność, jak również wspólne i regularne sporządzanie co kwartał przez dwie instytucje (EBC i Eurostat)⁴.

8.2 INNE STATYSTYKI GOSPODARCZE

W momencie utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej Eurostat, we współpracy z krajowymi urzędami statystycznymi, opracował zharmonizowany wskaźnik cen HICP oraz statystyki dotyczące kształtowania się cen, kosztów, sytuacji na rynku pracy i innych zjawisk gospodarczych. Ówczesne dostępne były jedynie niepełne dane pochodzące z rachunków narodowych krajów strefy euro. Terminowość tych statystyk była jednak niedostateczna, by można je było wykorzystać do celów polityki pieniężnej. Od tego czasu terminowość statystyk dotyczących strefy euro sporządzanych przez Eurostat uległa znaczącej poprawie, zwłaszcza po przyjęciu przez Radę Eco-fin w 2000 r. Planu Działania w sprawie Wymogów Statystycznych UGW oraz opracowaniu listy miesięcznych i kwartalnych Podstawowych Europejskich Wskaźników Gospodarczych (*Principal European Economic Indicators* – PEEI) w 2002 r. Ważnym osiągnięciem jest też terminowa publikacja wstępnych szacunków HICP oraz kwartalnych zmian PKB, które są wykorzystywane w polityce monetarnej oraz analizach ekonomicznych. Ponadto znacznie poszerzyła się gama dostępnych rocznych i kwartalnych statystyk finansów publicznych. Udoskonalono też powszechnie stosowane standardy metodologiczne.

W działalności statystycznej wciąż jednak potrzeba dalszych wysiłków, zwłaszcza w zakresie nowych rodzajów statystyk, a także częstotliwości i/lub jakości dostępnych danych⁵. Obszarami wymagającymi szczególnej uwagi są przede wszystkim sektor usług, rynek pracy (włączenie statystyk dotyczących rynku pracy do rachunków narodowych celem wykorzystania ich w analizach wzrostu i produktywności) oraz rynki mieszkaniowe. W przypadku innych statystyk potrzeba również ulepszeń pod względem terminowości i jakości, co może wymagać lepszej koordynacji procesów statystycznych pomiędzy europejskimi instytucjami statystycznymi, tak aby – zgodnie z celami europejskimi w zakresie terminowości oraz uzgodnionymi zasadami weryfikacji – dane narodowe publikować w sposób skoordynowany. Niebagatelne znaczenie ma również właściwe informowanie o danych statystycznych, co odnosi się w szczególności do wskaźnika HICP (zob. ramka 1).

⁴ Pełną listę dostępnych statystyk sporządzanych przez EBC znaleźć można w publikacji *ECB statistics: an overview* (Statystyki EBC: przegląd), EBC, 2008 r.

⁵ Zob. *EFC 2007 Status Report on Information Requirements in EMU* (Raport Komitetu Ekonomiczno-Finansowego o statusie wymogów informacyjnych w UGW), październik 2007 r., (<http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf>).

RAMKA I

ZNACZENIE ZHARMONIZOWANEGO WSKAŹNIKA CEN TOWARÓW I USŁUG KONSUMPCYJNYCH

Z uwagi na swój główny cel, jakim jest utrzymanie stabilności cen, EBC potrzebuje wysokiej jakości statystyk dotyczących sytuacji cenowej. Z tego względu dużą wagę przykładają do zharmonizowanego wskaźnika cen towarów i usług (HICP) dla strefy euro, którego wartość oblicza co miesiąc Eurostat. Wskaźnik HICP wykorzystuje się również przy ocenie gotowości poszczególnych krajów UE spoza strefy euro do wprowadzenia wspólnej waluty. Zharmonizowane wskaźniki cen konsumpcyjnych są obliczane dla wszystkich państw członkowskich UE.

Znaczne postępy w dziedzinie statystyk gospodarczych mimo kolejnych wyzwań

Potrzeba dalszych prac nad terminowością i jakością statystyk

HICP wysokiej jakości wskaźnikiem stabilności cen

HICP oparty na comiesięcznej obserwacji 1,7 mln cen towarów i usług

HICP odzwierciedla zmiany w poziomie konsumpcyjnych cen towarów i usług płaconych przez wszystkie gospodarstwa domowe i jako taki jest dobrym wskaźnikiem inflacji mierzonej w cenach konsumpcyjnych, sporządzanym zgodnie z najlepszymi standardami światowymi. Wskaźnik HICP dla strefy euro oblicza się co miesiąc na podstawie obserwacji ponad 1,7 mln cen towarów i usług w 200 000 punktów sprzedaży w około 1500 miastach w całej strefie euro.

Ceny każdego produktu pochodzą z różnych punktów sprzedaży w różnych rejonach. Przykładowo wskaźnik cząstkowy cen książek uwzględnia różnego rodzaju książki (beletrystykę, literaturę faktu, publikacje encyklopedyczne itd.) sprzedawane w księgarniach, supermarketach i sklepach internetowych. Udział poszczególnych kategorii w ramach wskaźnika jest ważony w zależności od ich udziału w ogólnej strukturze wydatków gospodarstw domowych. Ów system wag jest regularnie aktualizowany, tak aby najlepiej uchwycić zmiany w strukturze wydatków oraz by sam wskaźnik pozostał reprezentatywny dla sytuacji cenowej. Stąd wiele wysiłków włożono w zharmonizowanie kategorii bardziej złożonych, takich jak ceny ubezpieczenia, opieki zdrowotnej czy edukacji, a także w aktualizację koszyka poprzez włączanie do niego nowych lub udoskonalonych produktów.

Konieczność dalszej harmonizacji

Wskaźnik wciąż jednak wymaga dalszego udoskonalenia. Jednym z priorytetów jest obecnie wypracowanie bardziej ujednoczonego podejścia do zmian jakości produktów. Producent samochodów może przykładowo wyposażyć nowy model w dodatkowe zabezpieczenia, jak np. poduszki powietrzne, a jednocześnie podwyższyć cenę. Aby prawidłowo ocenić zmianę ceny samochodu, należy oszacować, w jakim stopniu jej wzrost odzwierciedla wartość dodaną w postaci zainstalowanych poduszek powietrznych. Obecnie prowadzi się prace mające na celu dopracowanie i zharmonizowanie metod uwzględniania zmian jakości, stosowanych w poszczególnych krajach. Drugim istotnym wyzwaniem jest kwestia mieszkań zajmowanych przez właścicieli. O ile wskaźnik HICP uwzględnia zmiany czynszów mieszkaniowych za mieszkania wynajmowane, nie obejmuje on większości wydatków gospodarstw domowych związanych z posiadaniem mieszkania. Ponieważ odsetek gospodarstw domowych posiadających lub wynajmujących mieszkanie różni się znacznie w poszczególnych krajach strefy euro, włączenie wydatków mieszkaniowych ponoszonych przez właścicieli mieszkań do HICP przyczyniłoby się do zwiększenia porównywalności tego wskaźnika oraz do poszerzenia jego zakresu.

8.3 ZASADY SPORZĄDZANIA WYSOKIEJ JAKOŚCI STATYSTYK

Różnorodność celów i szerokie grono użytkowników

Wysokiej jakości statystyki odgrywają niezmiernie ważną rolę w analizach, przy podejmowaniu decyzji oraz w działaniach komunikacyjnych EBC. W Unii Europejskiej szczególnie istotna jest jakość, wiarygodność i bezstronność statystyk, ponieważ korzystają z nich władze krajowe. Wysokiej jakości dane statystyczne leżą też u podstaw wielu ważnych decyzji i procesów, takich jak funkcja monitorująca Paktu Stabilności i Wzrostu czy decyzje dotyczące rozszerzenia strefy euro, wysokości wkładu państw członkowskich do budżetu UE lub kształtu polityki regionalnej UE.

Jakość i zarządzanie priorytetami w dziedzinie statystyki

Statystyki EBC sporządza się zgodnie z powszechnie uzgodnionymi światowymi i europejskimi standardami statystycznymi. EBC uczestniczy w dalszym opracowywaniu tych standardów (takich jak np. System rachunków narodowych, Europejski system rachunków czy Podręcznik bilansu płatniczego), a także ściśle współpracuje z organizacjami międzynarodowymi aktywnymi

w tej dziedzinie (Komisją Europejską, MFW, Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), Organizacją Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) i ONZ) na rzecz globalnej harmonizacji standardów i definicji stosowanych w statystykach gospodarczych i finansowych.

W 2007 r. opublikowano *Publiczne zobowiązanie dotyczące działalności statystycznej ESBC*, w którym podkreślono znaczenie jakości i zarządzania w dziedzinie statystyki, a także dobrych praktyk, standardów etycznych, współpracy w duchu bezstronności, niezależności naukowej, efektywności ekonomicznej, poufności informacji statystycznych, unikania nadmiernego obciążania respondentów oraz zasady utrzymania wysokiej jakości. Zasady jakości, jakimi EBC kieruje się przy sporządzaniu statystyk, szczegółowo przedstawiono w dokumencie *ECB Statistics Quality Framework (Zasady jakości statystyk EBC)* opublikowanym w 2008 r.

Przy sporządzaniu statystyk dotyczących strefy euro, z których korzystają osoby podejmujące decyzje w zakresie polityki pieniężnej EBC, niezwykle istotny jest regularny dialog między użytkownikami statystyk i osobami je przygotowującymi, jak również przestrzeganie światowych standardów statystycznych oraz zasad utrzymania wysokiej jakości i dobrego zarządzania. Aby zapewnić równowagę między zapotrzebowaniem użytkowników na określone statystyki a kosztami ich sporządzenia, decyzje w sprawie nowych statystyk EBC lub większych zmian w statystykach już sporządzanych opierają się na systematycznej ocenie dodatkowych kosztów i korzyści.

Chociaż statystyki stanowią mniej niż 2% obciążenia administracyjnego w Unii Europejskiej, statystycy dążą do minimalizowania obciążeń związanych z wypełnianiem ankiet. Jednym z rozwiązań w tym kierunku jest jednorazowe zbieranie danych, które następnie udostępnia się wszystkim zainteresowanym instytucjom statystycznym z zachowaniem zasad ścisłej poufności, co może wymagać pewnych dostosowań prawnych, jak również sprawnej współpracy między EBC i krajowymi bankami centralnymi, krajowymi urzędami statystycznymi oraz organami nadzoru finansowego. Jednocześnie należy jednak podkreślić, że dobrej jakości statystyki zawsze opierają się na dużej liczbie badań ankietowych.

Istotnym aspektem w zakresie jakości jest także dostępność statystyk sporządzanych i rozpowszechnianych przez EBC. Na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat pod tym względem udało się poczynić znaczne postępy. Część statystyczna Biuletynu Miesięcznego EBC została znacznie rozbudowana, natomiast kieszonkowy miesięcznik statystyczny (*Statistics Pocket Book*) dostarcza podstawowych informacji w poręcznym formacie. Ponadto każdego roku EBC publikuje około 70 komunikatów prasowych z zakresu statystyki. Największym jak dotąd osiągnięciem pod względem poprawy dostępności danych było jednak utworzenie w 2006 r. bazy internetowej *ECB Statistical Data Warehouse*⁶, skąd bezpłatnie i bezpośrednio pobierać można dane statystyczne. Z tej hurtowni danych korzysta obecnie około 250 000 użytkowników rocznie.

8.4 WNIOSKI I PLANY NA PRZYSZŁOŚĆ

Dostępność i terminowość statystyk EBC uległa znacznej poprawie, tak że dziś nie ustępują one statystykom sporządzanym w innych obszarach walutowych. Mimo tych postępów konieczna jest jednak dalsza praca nad ich udoskonaleniem. Obecnie wysiłki koncentrują się na dostarczaniu: a) pełnych, spójnych i bardziej terminowych rachunków gospodarczych strefy euro, b) zharmonizowanych statystyk dotyczących zakładów ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych oraz c)

Konieczność zapewnienia równowagi między potrzebami użytkowników...

...a obciążeniem związanym z wypełnianiem ankiet

Potrzeba dalszych wysiłków w zakresie zbierania i sporządzania statystyk...

6 Aby uzyskać więcej informacji, zob. <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

...jak również bliskiej
współpracy między wszystkimi
zaangażowanymi
stronami

dokładniejszych statystyk w zakresie sekurytyzacji aktywów. Ulepszyć należy również metody pomiaru transferu ryzyka kredytowego.

Statystyki EBC, co do zasady, powinny być w dalszym ciągu sporządzane z myślą o zmieniających się potrzebach użytkowników oraz odzwierciedlać najnowsze procesy gospodarcze i finansowe, takie jak globalizacja, integracja finansowa czy innowacje finansowe.

W związku z tym Rada Prezesów zaaprobowwała plan strategiczny, którego celem jest zwiększenie skuteczności i efektywności procesu zbierania i opracowywania danych statystycznych dotyczących strefy euro. Plan ten zakłada między innymi jeszcze intensywniejszą współpracę między departamentami statystyki poszczególnych krajowych banków centralnych i EBC, a także współpracę departamentów statystyki z partnerami zewnętrznymi, takimi jak urzędy statystyczne, organy nadzoru czy przedstawiciele sektora finansowego. Uzyskany wzrost efektywności pozwoliłby usunąć pozostałe braki w statystykach EBC.

BANKNOTY EURO



MONETY EURO



9 BANKNOTY EURO – TRWAŁY SYMBOL INTEGRACJI



Euro zaczęło oficjalnie funkcjonować jako środek wymiany oraz waluta na rynkach finansowych i walutowych w 1999 r. Dla ogółu społeczeństwa dniem pojawienia się tej waluty był 1 stycznia 2002 r., kiedy wprowadzono do obiegu banknoty i monety euro. Przez trzyletni okres przejściowy wyprodukowano początkową partię banknotów o wartości ponad 15 mld euro (ilość ta wystarczyłaby na pokrycie 15 000 boisk piłkarskich) oraz monet o wartości 52 mld euro. Obecnie obywatele strefy euro mają w portfelu konkretny symbol integracji gospodarczej i walutowej. Historia wspólnej waluty sięga jednak dziesięć lat wstecz przed oficjalną datą wymiany walut krajowych na euro¹.

Struktura niniejszego rozdziału jest następująca: podrozdział 9.1 przedstawia historię banknotów euro w zarysie; podrozdział 9.2 opisuje najważniejsze etapy wymiany pieniądza; podrozdział 9.3 zawiera statystyki; podrozdział 9.4 jest poświęcony zarządzaniu znakami pieniężnymi; natomiast w podrozdziale 9.5 opisano drugą serię banknotów będącą obecnie w przygotowaniu.

9.1 KRÓTKA HISTORIA BANKNOTÓW EURO

O tym, że wspólna waluta europejska będzie nazywać się „euro”, zdecydowała Rada Europejska w 1995 r. Nie wszyscy zdają sobie jednak sprawę z tego, że najważniejsze kwestie dotyczące przygotowań do wprowadzenia do obiegu banknotów euro zaczęto omawiać trzy lata wcześniej. W 1994 r. Rada Europejskiego Instytutu Walutowego (EIW) zdecydowała, że banknoty euro będą występować w sekwencji 1-2-5 (przykładowo w nominałach 10 €, 20 € i 50 €), po czym tę samą sekwencję zastosowano do monet euro (np. 1 cent, 2 centy, 5 centów). W celu ułatwienia obliczeń wybrano system dziesiętny, który do minimum ogranicza liczbę banknotów koniecznych do dokonania dowolnej płatności. Podobny rozkład nominałów ma większość walut na świecie.

Rozkład nominałów banknotów euro przypomina istniejące wcześniej rozkłady banknotów walut krajowych. Z uwagi na to, że w Austrii, Belgii, Holandii, Luksemburgu, Niemczech i Włoszech posługiwano się banknotami krajowymi o wartości między 200 i 500 euro, ustalono, że największym nominałem będzie 500 €, a najniższym – 5 €.

Ze względu na liczne prośby, rozważano także wprowadzenie banknotów o nominale 1 € i 2 €. EBC uważnie rozpatrzył wniosek i skonsultował się z zainteresowanymi podmiotami, takimi jak europejskie stowarzyszenia banków i sprzedawców detalicznych, a następnie doszedł do wniosku, że banknoty o tak niskich nominałach nie są potrzebne. Płacono by nimi za niewielkie zakupy – mimo że do tego celu lepiej nadają się monety – co skomplikowałoby obsługę gotówki i obniżyło jakość banknotów w obiegu. Ponadto badania ankietowe wykazały, że jedynie jedna trzecia ludności strefy euro chciałaby posługiwać się banknotami o tych nominałach. W 2004 r. Rada Prezesów postanowiła zastosować niezmienniony rozkład nominałów zarówno do obecnej, jak i drugiej serii banknotów euro.

Na początku 1996 r. EIW zorganizował konkurs na projekt banknotów euro i ogłosił wstępne wytyczne konkursowe. W grudniu tego samego roku Rada EIW wybrała zwycięski projekt przedstawiający „epoki i style Europy”. Zanim dokonano ostatecznego wyboru, zwycięski projekt znalazł się w ścisłej czołówce projektów wybranych przez jury złożone z niezależnych ekspertów w dziedzinie marketingu, wzornictwa i historii sztuki, a następnie został poddany badaniom przeprowadzonym na reprezentatywnej grupie Europejczyków. Projekty banknotów euro celowo nie przedstawiają motywów narodowych, lecz mają prawdziwie europejski charakter².

¹ Zob. *Jak powstawało euro – nasz pieniądz*, EBC 2007.

² Zob. *Euro banknote design exhibition* (Wystawa projektów banknotów euro), EBC 2003.

Trzy lata na wyprodukowanie banknotów i monet euro

Nominały ułatwiają obsługę gotówki.

Zbyt wysokie koszty banknotów o niskich nominałach

Jednakowe banknoty w całej strefie euro oznaczają niższe koszty i łatwiejsze zarządzanie pieniądzem.

Zastanawiano się również nad umieszczeniem na banknotach motywów narodowych, takich jak wizerunki głów państwa lub władców, jednak ostatecznie zrezygnowano z tego pomysłu z kilku powodów. Decydując się na produkcję identycznych banknotów we wszystkich krajach strefy euro, wybrano rozwiązanie łatwiejsze i wydajniejsze, ułatwiające krajowym bankom centralnym zarządzanie zapasami banknotów. Banknoty euro muszą być swobodnie wymienne w całej strefie euro. Dzięki temu w razie wyczerpania zapasów banknotów w jednym banku centralnym, można uzupełnić je banknotami pochodzącymi z innego banku centralnego bez pozornych prób załania jednego kraju przez drugi kraj „własnymi” banknotami z motywami narodowymi. Oprócz tego uzgodniono, że banknoty wycofane z obiegu nie będą zwracane do krajowego banku centralnego, które je wyemitował. Kolejnym powodem, dla którego zrezygnowano z motywów narodowych, było stosowanie systemu zbiorczego do produkcji banknotów od 2002 r., w ramach którego zaopatrzeniem w banknoty danego nominału zajmują się jedynie dwa, trzy lub cztery banki centralne, co zapewnia korzyści skali. Podział pracy byłby mniej wydajny, gdyby banknotów nie można było swobodnie wymieniać.

Po wydrukowaniu kilku partii testowych oraz dostosowaniu początkowych specyfikacji, w połowie 1999 r. uruchomiono seryjną produkcję banknotów. W szczytowym okresie 15 drukarni banknotów produkowało 400 banknotów na sekundę.

9.2 WYMIANA WALUT KRAJOWYCH NA EURO³

Szybka i sprawna wymiana walut krajowych na euro...

Zastąpienie w krótkim czasie wszystkich banknotów i monet, którymi posługiwało się wówczas 300 mln ludzi, było bezprecedensową operacją logistyczną. Warunkiem koniecznym powodzenia wymiany gotówki była koordynacja i współpraca między wszystkimi zaangażowanymi stronami. Z tego względu od 1997 r. w przygotowaniach aktywnie uczestniczyły instytucje UE, władze krajowe, instytucje kredytowe, firmy konwojujące, sprzedawcy detaliczni, organizacje konsumenckie oraz sektory opierające się na obiegu gotówki. Aby skoordynować działania poszczególnych krajów związane z wymianą gotówki i móc szybko reagować w różnych sytuacjach, Eurosystem postanowił utworzyć Komitet Koordynacji Wymiany Pieniądza. Na początku 2002 r. w krótkim czasie 6 mld banknotów i 29 mld monet walut krajowych zastąpiono 8 mld banknotów euro i około 38 mld monet euro. W celu obniżenia kosztów, pomimo ogromnej ilości wymienianej gotówki, kraje strefy euro zdecydowały się na bardzo krótki okres podwójnego obiegu trwający od czterech tygodni do dwóch miesięcy. Aby jeszcze bardziej ograniczyć koszty związane z dwoma walutami w obiegu, kraje te postanowiły dołożyć wszelkich starań, by do połowy stycznia 2002 r. umożliwić dokonywanie większości transakcji gotówkowych w euro. W praktyce tydzień po wprowadzeniu euro do obiegu, w nowej walucie dokonywano 50% transakcji gotówkowych.

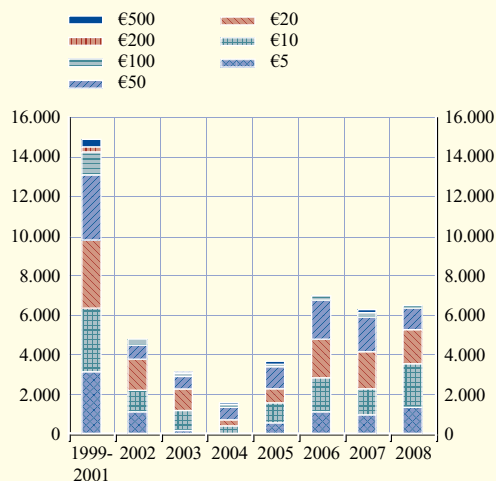
...dzięki wstępnej dystrybucji gotówki i kampanii informacyjnej

Wymiana pieniądza przebiegła szybko i sprawnie przede wszystkim dzięki wstępnej dystrybucji, która rozpoczęła się we wrześniu 2001 r. i polegała na rozprowadzaniu gotówki euro wśród szerokiego grona odbiorców: banków, placówek handlowych i innych podmiotów gospodarczych. Dzięki dystrybucji wstępnej zagwarantowano bardziej równomierne rozdysponowanie zasobów krajowych banków centralnych i firm konwojujących, przez co zminimalizowano zatory w zasilaniu w gotówkę. Eurosystem zachęcił banki do wczesnego zaopatrzenia się w euro i do przekazania części zapasów swoim klientom biznesowym poprzez wprowadzenie modelu odroczonego debetowania. Celem modelu było zneutralizowanie kosztów utraconych możliwości ponoszonych przez banki z powodu posiadania nieoprocentowanej gotówki. Rozwiązanie to okazało się sukcesem: w ujęciu ilościowym przed 1 stycznia 2002 r. udało się zaspokoić 80% początkowego zapotrzebowania na banknoty, a w przypadku monet – 97%.

3 Zob. *Evaluation of the 2002 cash changeover* (Ocena wymiany pieniądza z 2002 r.), EBC 2002.

Wykres 1 Wielkość produkcji banknotów euro

(w milionach)



Źródło: EBC.

Eurosystem zainwestował 80 mln euro w kampanię informacyjną Euro 2002 skierowaną do obywateli krajów znajdujących się zarówno w strefie euro, jak i poza nią. Oprócz rozpowszechniania informacji na temat gotówki euro, dotyczących na przykład projektów i zabezpieczeń banknotów, kampania obejmowała również aspekty praktyczne wymiany waluty i miała zachęcić obywateli m.in. do posiadania jak najmniejszej ilości pieniędzy w walucie krajowej oraz do płacenia odliczonymi pieniędzmi, tak aby sprzedawcy detaliczni nie byli zmuszeni wydawać dużych reszt.

W przypadku krajów, które stosunkowo niedawno przystąpiły do strefy euro, sytuacja wyglądała inaczej niż wcześniej – Słowenia (w styczniu 2007 r.) oraz Cypr i Malta (w styczniu 2008 r.) wprowadziły euro jednocześnie w formie gotówkowej i elektronicznej. W związku z tym po wyrażeniu zgody na przyjęcie euro przez te kraje ich banki centralne nie

miały wystarczająco dużo czasu, aby zamówić potrzebne banknoty euro. Dlatego też użyczono im banknoty euro z zapasów Eurosystemu pod warunkiem, że w przyszłości „oddadzą” pożyczone banknoty. W celu zapoznania obywateli Słowenii, Cypru i Malty z banknotami i monetami euro EBC we współpracy z krajowymi bankami centralnymi przeprowadził kampanie informacyjne podobne do Euro 2002.

Nowi członkowie strefy euro początkowo pożyczają banknoty euro.

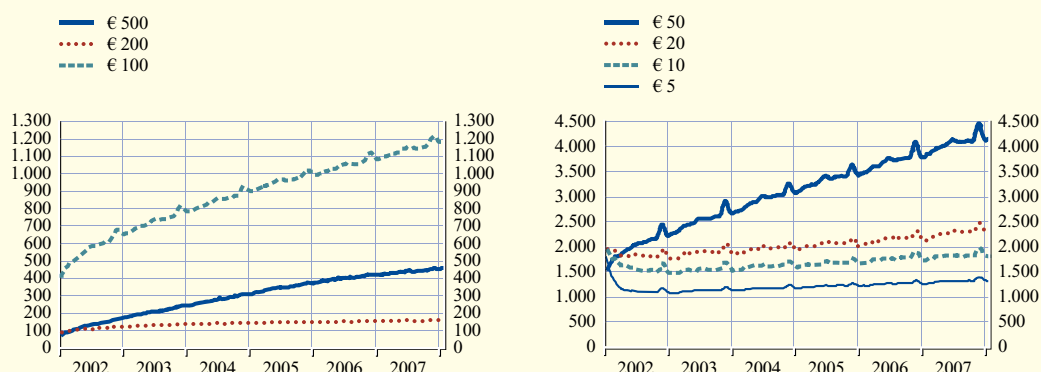
9.3 BANKNOTY W OBIEGU

Po wymianie pieniądza ilość banknotów w obiegu wzrosła bardziej niż wskazywałaby na to ilość banknotów walut krajowych znajdujących się wcześniej w obiegu. Duży wzrost wynikał głównie z dostosowywania zasobów walut przez rezydentów i nierezydentów strefy euro. Należy pamiętać,

Silny wzrost ilości banknotów euro w użyciu

Wykres 2 Liczba banknotów euro w obiegu

(w milionach)



Źródło: EBC.

Zapasy banknotów euro: niedobory i nadwyżki korygowane przy pomocy przekazów transgranicznych

że banknoty są nie tylko środkiem płatniczym, ale także środkiem przechowywania wartości. Dlatego też z powodu istnienia różnych nominalów posiadacze gotówki w strefie euro najprawdopodobniej dostosowali swoje zasoby banknotów euro i wolą wyższe nominały. Zachowanie takie jest uzasadnione zwłaszcza w warunkach niskich stóp procentowych i niskich oczekiwań inflacyjnych. W ujęciu wartościowym duży wzrost pieniądza w obiegu zaobserwowano przede wszystkim w przypadku dwóch nominalów – 100 € i 500 €. Coraz niższy wzrost zapotrzebowania na banknoty euro o wysokich nominałach zdaje się jednak sugerować, że zmiana popytu na pieniądź powoli słabnie. Pod koniec 2007 r. w obiegu znajdowało się 12 mld banknotów o wartości blisko 677 mld euro. Oznacza to, że wartość banknotów euro była wyższa niż wartość banknotów dolara amerykańskiego w obiegu, która pod koniec 2007 r. wyniosła około 540 mld euro przy kursie wymiany 1 EUR = 1,4721 USD. Ze względu na rosnące zaufanie do euro zasoby posiadaczy gotówki spoza strefy w euro zaczęły przewyższać ich zasoby w walutach krajowych. Szacuje się, że w ujęciu wartościowym, od 10% do 20% banknotów euro – najprawdopodobniej jednak bliżej górnej granicy tego przedziału – znajduje się w obiegu poza strefą euro.

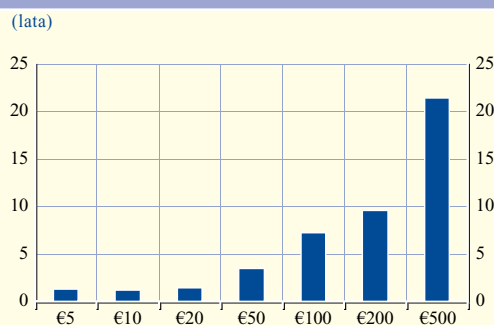
9.4 ZARZĄDZANIE ZNAKAMI PIENIĘŻNYMI

Skoordynowane zarządzanie znakami pieniężnymi i prace nad rozwojem banknotów gwarantują, że banknoty euro są bez problemów akceptowane zarówno w strefie euro, jak i poza nią. Waluta, która jest wspólna dla wielu krajów, oznacza, że pieniądź gotówkowy „przemieszcza się” z jednego kraju do drugiego – głównie za sprawą turystów, ale także osób podróżujących w interesach i gromadzących oszczędności – czego skutkiem są niedobory i nadwyżki niektórych nominalów. W strefie euro korektą niedoborów i nadwyżek zajmuje się system zarządzania zapasami dla całego Eurosystemu, który ustala poziomy referencyjne zapasów strategicznych dla krajowych banków centralnych i pozwala, by KBC mające nadwyżkę banknotów przekazywały je w trybie doraźnym KBC cierpiącym na niedobór. Tego rodzaju system korygujący pozwala KBC utrzymywać mniejsze zasoby logistyczne. Przy pomocy bazy danych zwanej Systemem Informacji Walutowej (ang. *Currency Information System*) EBC monitoruje poziomy zapasów strategicznych, koordynuje ich transgraniczne wykorzystanie i płaci za przekazy transgraniczne.

Autentyczność i jakość banknotów sprawdzane przez KBC...

Jakość banknotów euro znajdujących się w obiegu obniża się wskutek normalnego użytkowania, zużycia lub zabrudzenia, co może spowodować na przykład odrzucenie banknotu przez automat wrzutowy. To z kolei mogłoby doprowadzić do utraty zaufania obywateli do euro jako do powszechnie przyjmowanego środka płatniczego. Z tego względu Eurosystem musi dbać o wiarygodność swoich banknotów, tzn. gwarantować, że w obiegu znajdują się jedynie autentyczne banknoty wysokiej jakości. Do sprawdzania autentyczności oraz jakości obiegowej banknotów używa się wysokowydajnych urządzeń sortujących, które sprawdzają różnego rodzaju zabezpieczenia i kryteria jakości, takie jak stopień zabrudzenia, rozerwania lub uszkodzenia. W niektórych krajach banknoty znajdują się w obiegu dłużej niż w innych ze względu na inną organizację cyklu obiegu gotówki. Im dłużej banknoty znajdują się w obiegu, tym bardziej są zużyte i zabrudzone. W 2001 r. Rada Prezesów postanowiła

Wykres 3 Średnia długość życia banknotów euro



Źródło: EBC.
1) Na 31 grudnia 2007 r.

ustalić minimalne kryteria jakości obiegowej, tak by wyłącznie banknoty określonej jakości podlegały powtórnemu wprowadzaniu do obiegu, a wszystkie inne były niszczone. Eurosystem uważnie monitoruje jakość banknotów w obiegu przy pomocy corocznych wyrwykowych kontroli. W dalszej przyszłości Eurosystem zamierza poprawić wytrzymałość banknotów euro, np. dzięki zastosowaniu bardziej wytrzymałego podłoża papierowego lub warstwy ochronnej, szczególnie w przypadku banknotów o niskich nominałach, które są najbardziej podatne na zużycie.

W 2004 r. Rada Prezesów przyjęła *Ramowe zasady wykrywania fałszerstw oraz sortowania banknotów według jakości przez instytucje kredytowe i podmioty zawodowo zajmujące się obsługą gotówki* – zbiór ramowych zasad dotyczących powtórnego wprowadzania banknotów do obiegu. Zgodnie z tymi zasadami sprawdzanie autentyczności i jakości obiegowej powinny przeprowadzać banki i inne podmioty zawodowo zajmujące się obsługą gotówki. Dzięki temu banki, po otrzymaniu banknotów od swoich klientów, powtórnie wprowadzają do obiegu banknoty zadowalającej jakości, zamiast przekazywać je swojemu bankowi centralnemu w zamian za nowe banknoty.

Możliwość powtórnego wprowadzania do obiegu pozwala ograniczyć ilość gotówki przewożonej do banków centralnych, innymi słowy skrócić cykl obiegu gotówki. Dzięki temu instytucje kredytowe i inne podmioty zajmujące się obsługą gotówki pracują w sposób bardziej efektywny i oszczędny. Zgodnie ze wspomnianymi wcześniej zasadami ramowymi banknoty wprowadza się powtórnie do obiegu poprzez bankomaty lub inne urządzenia obsługiwane przez klienta pod warunkiem uprzedniego sprawdzenia ich przy pomocy urządzeń do obsługi gotówki przetestowanych z wynikiem pozytywnym przez jeden z KBC. Procedury testowe wymagają, by urządzenie automatycznie wykrywało banknoty fałszywe i nienadające się do obiegu i oddzielało je od pozostałych banknotów. Lista urządzeń do obsługi banknotów, które pomyślnie przeszły testy i muszą być używane przez banki, znajduje się w serwisie internetowym EBC.

Ponieważ banknoty euro są w użyciu w różnych krajach strefy euro, bardziej jednolita obsługa kasowa oferowana przez poszczególne KBC pomaga zagwarantować uczciwą konkurencję między podmiotami zajmującymi się obsługą gotówki, szczególnie firmami konwojującymi i bankami, oraz, w przypadku gdy działają poza granicami swojego kraju, umożliwia im wykorzystanie wszystkich możliwości, jakie daje wspólna waluta. Ważnym krokiem naprzód w zapewnianiu konwergencji było określenie, które usługi składające się na obsługę kasową są darmowe, a które płatne. Najnowszym osiągnięciem w tej dziedzinie było zapewnienie przez KBC obsługi kasowej instytucjom kredytowym ze strefy euro z siedzibą poza tą strefą na ich specjalny wniosek („dostęp zdalny”) oraz umożliwienie klientom KBC deponowania monet euro we wszystkich bankach centralnych strefy euro. Obecnie Eurosystem nadal rozważa realizację kolejnych projektów, takich jak jednolita elektroniczna wymiana danych między instytucjami kredytowymi do celów wpłat i wypłat gotówki oraz wspólne standardy pakowania banknotów do użytku KBC i ich klientów.

9.5 DRUGA SERIA BANKNOTÓW EURO

Aby nie dać fałszerzom przewagi, banki centralne i inne władze monetarne mają zwyczaj wprowadzać ulepszenia banknotów, które znajdują się w obiegu od kilku lat. Także Eurosystem zdecydował się na tego rodzaju środki zapobiegawcze i pracuje obecnie nad nową serią banknotów euro. Warto zaznaczyć, że nie robi tego z powodu dużej ilości fałszywych banknotów: średnio co roku wykrywa się mniej niż 600 000 fałszywych banknotów, co stanowi bardzo niewielki procent z 12 mld banknotów znajdujących się w obiegu, a jakość fałszywek jest zazwyczaj średnia lub niska.

...oraz instytucje kredytowe i inne podmioty zajmujące się obsługą gotówki

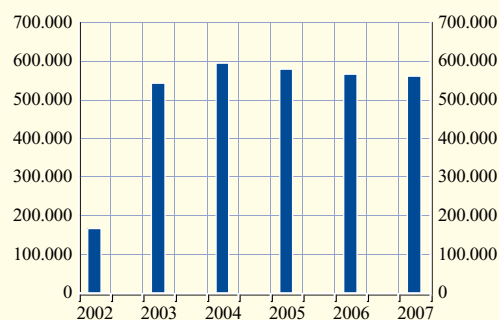
Jednolity obszar obiegu gotówki wymaga zbieżności w dziedzinie obsługi kasowej oferowanej przez poszczególne krajowe banki centralne.

Emisja drugiej serii banknotów została przewidziana na styczeń 2011 r.

Zgodnie z planem pierwszy nominal drugiej serii ma zostać wprowadzony do obiegu 1 stycznia 2011 r., po czym sukcesywnie przez następne kilka lat wprowadzane będą kolejne nominały. Projekty banknotów są udoskonaloną wersją pierwszej serii. Będą zawierać niezmienny wzór oparty na motywie „Epok i stylów Europy” oraz nowoczesne, łatwe do rozpoznania zabezpieczenia. Jeśli chodzi o funkcjonalność motywów i zabezpieczeń drugiej serii, jest ona wynikiem badań rynkowych, w których udział wzięli zarówno użytkownicy, jak i osoby zawodowo zajmujące się obsługą gotówki, oraz konsultacji z głównymi podmiotami uczestniczącymi w cyklu obiegu gotówki. EBC ogłosi z dużym wyprzedzeniem, kiedy banknoty obecnej serii przestaną być prawnym środkiem płatniczym, tzn. od kiedy nie będzie ich można używać do płatności. Krajowe banki centralne będą jednak dokonywać wykupu banknotów euro starszej serii przez czas nieograniczony.

Dzisiaj euro jest walutą światową. EBC, współpracując z krajowymi bankami centralnymi Eurosystemu, będzie dbał o to, by banknoty zachowały swoją wartość i status cenionego środka płatności zarówno w strefie euro, jak i poza nią.

Wykres 4 Łączna liczba wykrytych fałszywych banknotów euro



Źródło: EBC.



10 UWAGI KOŃCOWE

Wraz z powołaniem do życia Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) utworzono nowy system instytucjonalny i ustalono zasady prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej ukierunkowanej na osiągnięcie stabilności cen. W centrum tego systemu znajduje się EBC. Niniejsze wydanie specjalne Biuletynu Miesięcznego, opublikowane z okazji 10. rocznicy istnienia EBC, przedstawia opis prac oraz dokonań EBC i Eurosystemu z ostatnich dziesięciu lat. Dążąc do osiągnięcia swojego celu podstawowego – stabilności cen – EBC musi wykonywać także inne zadania i prowadzić inne rodzaje działalności. Niektóre z nich określa Traktat o Unii Europejskiej, podczas gdy inne mają charakter uzupełniający względem wspólnej polityki pieniężnej.

Wprowadzenie euro wymagało utworzenia systemu instytucjonalnego odpowiadającego potrzebom UGW. Podejście polegające na połączeniu scentralizowanej polityki pieniężnej ze zdecentralizowaną – choć skoordynowaną – polityką budżetową i strukturalną generalnie przyniosło zadowalające rezultaty. Procedury koordynacji odzwierciedlają istnienie coraz ściślejszych zależności pomiędzy krajami strefy euro. Instytucje i organy europejskie (takie jak Parlament Europejski, Rada ECOFIN, Eurogrupa) coraz częściej wymieniają się informacjami i analizami. W miarę dalszej integracji europejskiej polityka kształtowana na szczeblu krajowym musi jednak w coraz większym stopniu uwzględniać wymogi wspólnotowe.

System polityki pieniężnej strefy euro to rozwiązanie nowatorskie. W ramach nowego systemu instytucjonalnego UGW kompetencje związane ze wspólną polityką pieniężną przekazano EBC, który uzyskał jednoznacznie określony mandat oraz niezależność od wpływów politycznych. Niezależność ta ma charakter instytucjonalny, personalny, finansowy i operacyjny. Wiąże się także z koniecznością utrzymania wysokiego poziomu przejrzystości i odpowiedzialnością wobec obywateli oraz obowiązkiem zdawania sprawozdań przed Parlamentem Europejskim.

Przy opracowywaniu strategii w dziedzinie polityki pieniężnej EBC przykłada dużą wagę do analizy monetarnej. Decyzje w sprawie polityki pieniężnej podejmuje się na podstawie wspólnej wiedzy i doświadczenia zbiorowego Rady Prezesów EBC. Z punktu widzenia strefy euro podejście to sprawdziło się w pierwszej dekadzie: od samego początku system funkcjonuje sprawnie, między innymi dzięki umiejętnościom i zaangażowaniu pracowników Eurosystemu. System poradził sobie również z przyjmowaniem nowych członków. Niektóre jego elementy nadal jednak ewoluują wskutek oddziaływania zmieniających się potrzeb, sił rynkowych, usprawnień technicznych i organizacyjnych oraz działań legislacyjnych.

W momencie tworzenia EBC i Eurosystemu trudno było dokładnie przewidzieć, jak funkcjonować będzie strefa euro po wprowadzeniu wspólnej waluty przez państwa członkowskie. Największym wyzwaniem było prowadzenie polityki pieniężnej tuż po utworzeniu strefy euro w całkiem nowych okolicznościach. Aby sprostać temu zadaniu, od samego początku konieczne były znaczne inwestycje w narzędzia analityczne, badania naukowe i statystyki, stanowiące kontynuację starań poczynionych wcześniej przez poprzednika EBC – Europejski Instytut Walutowy. Inwestycje te dały obecnie dostęp do szerokiego wachlarza zharmonizowanych statystyk strefy euro, modeli i innych narzędzi analitycznych. Większość metodologii i danych jest ogólnie dostępna, ponieważ są regularnie przedmiotem artykułów w Biuletynie Miesięcznym i innych publikacji.

Dokonania Eurosystemu po wprowadzeniu euro są równie istotne. Strategia przyjęta przez EBC w dziedzinie polityki pieniężnej jest obecnie czytelna i uznawana za wiarygodną. Przez ostatnich dziesięć lat pozwoliła ona EBC sprostać licznym wyzwaniom. Mimo wielu wstrząsów wywołanych czynnikami zewnętrznymi średnioroczny wskaźnik inflacji HICP od wprowadzenia euro

Nowy system
instytucjonalny
na potrzeby UGW

Nowatorski system...

...który sprawnie
funkcjonuje i łatwo
dostosowuje się do
zmieniających się warunków.

Na początku ograniczona
wiedza...

...obecnie duży wybór
statystyk, modeli i narzędzi

Niska inflacja i stopy procentowe wywierają korzystny wpływ na...

tylko nieznacznie przekracza 2%. Inflacja w większości krajów strefy euro jest znacznie poniżej poziomu z okresu poprzedzającego wprowadzenie wspólnej waluty. Wahania inflacji są obecnie również znacznie mniejsze niż wcześniej.

...integrację finansową, tworzenie miejsc pracy i...

EBC udało się także ustabilizować długookresowe oczekiwania inflacyjne, co wynika z rentowności obligacji i przeprowadzonych sondaży. Stabilizacja ta świadczy o sukcesie strategii EBC w dziedzinie polityki pieniężnej oraz o jego skuteczności w osiąganiu stabilności cen w średnim okresie. Zapewnia ona wielu krajom strefy euro znaczne korzyści, które nie byłyby dostępne bez niezależnego EBC i Eurosystemu.

...znaczenie euro na świecie.

Zasadniczo skutki wprowadzenia euro są pozytywne. Korzyściom płynącym ze stabilności cen i niskich stóp procentowych towarzyszą zachodzące stopniowo, lecz nieustannie, pozytywne zmiany gospodarcze i finansowe. Brak natychmiastowych rezultatów wynika z tego, że zmiany struktury gospodarki i finansów z reguły wymagają czasu. Strefa euro odnotowała wzrost handlu towarami i usługami między poszczególnymi krajami, nasilenie integracji finansowej (co z kolei prowadzi do modernizacji i pogłębiania się rynków finansowych), wzrost bezpośrednich inwestycji zagranicznych i transgranicznych portfeli inwestycyjnych oraz zrównoważone tempo tworzenia miejsc pracy w strefie euro traktowanej jako całość. Konsekwencją umocnienia się rynków finansowych i gospodarek było powstanie złożonego środowiska międzynarodowego. W miarę postępowania integracji między poszczególnymi regionami i krajami rosło znaczenie euro na świecie oraz skala jego wykorzystania do tworzenia rezerw i dokonywania transakcji. Euro stało się drugą co do znaczenia walutą międzynarodową po dolarze amerykańskim, choć nie obejmuje swoim wpływem tak dużego obszaru.

Eurosystem aktywnie wspiera integrację finansową...

W ostatnich dziesięciu latach Eurosystem na różne sposoby przyczyniał się do pogłębiania integracji finansowej: czy to starając się poszerzać wiedzę w tej dziedzinie, rozpowszechniając informacje na ten temat, czy śledząc postępy na podstawie wskaźników EBC obrazujących integrację finansową. Eurosystem jest również katalizatorem inicjatyw rynkowych służących wspieraniu integracji finansowej. Ponadto świadcząc usługi z zakresu bankowości centralnej dla całej strefy euro, bezpośrednio przyczynia się do pogłębienia integracji finansowej.

...i uczestniczy w opracowywaniu rozwiązań służących stabilności finansowej.

W ostatniej dekadzie Eurosystem bardzo aktywnie uczestniczył również w ulepszaniu rozwiązań zwiększających stabilność finansową, która dodatkowo zyskała na znaczeniu z powodu postępującej integracji i szybkiej ewolucji rynków finansowych w Europie. Z tego względu Eurosystem stale monitoruje i ocenia stabilność systemu finansowego, a EBC publikuje zarówno ukazujący się dwa razy w roku przegląd stabilności całego systemu finansowego pt. „Financial Stability Review”, jak i doroczne makroostrożnościowe oraz strukturalne analizy sektora bankowego w UE. Ponadto Eurosystem regularnie doradza i uczestniczy w opracowywaniu ram prawnych, regulacyjnych i nadzorczych związanych z usługami finansowymi, w szczególności na szczeblu UE. Aby w dalszym ciągu doskonalić zarządzanie kryzysami finansowymi w UE w nadchodzących latach, Eurosystem wspierał przygotowanie dobrowolnych rozwiązań służących współpracy między poszczególnymi władzami, uczestniczył w symulacjach kryzysów w UE i strefie euro, a także brał udział w opracowaniu narzędzi analitycznych służących do oceny kryzysów finansowych i przygotowaniu strategicznego planu działań ECOFIN na rok 2007. Jeśli chodzi o nadzór nad infrastrukturą rynkową, Eurosystem przyczynił się do zapewnienia bezpiecznego i skutecznego przepływu pieniędzy, papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych w ramach systemów płatności i rozrachunku.

Pierwsze dziesięć lat pokazało, że fundamenty UGW są solidne, a kraje, które wprowadziły euro, osiągnęły wysoki stopień konwergencji gospodarczej. Pewne wyzwania wciąż wymagają jednak rozwiązania. Większość krajów strefy euro musi kontynuować wysiłki na rzecz zwiększenia elastyczności i doskonalenia zdolności reakcji na wstrząsy w swoich gospodarkach. Innymi słowy kraje te muszą w dalszym ciągu prowadzić strukturalne reformy rynków produktów i rynków pracy. Reformy takie byłyby w każdym razie niezbędne, nawet gdyby UGW nie powstała. Rządy tych państw muszą także stale śledzić konkurencyjność swoich krajów. Choć w dziedzinie integracji finansowej zrobiono duży krok naprzód, w kilku obszarach konieczne są dalsze postępy (np. w bankowości transgranicznej). Unijny system zasad mających gwarantować stabilność finansową wciąż nie jest do końca ustalony. Aby nadążyć za postępującą integracją i innowacjami w dziedzinie finansów, trzeba wprowadzać coraz to nowe udoskonalenia i radzić sobie z wyzwaniami wynikającymi ze złożoności porządku instytucjonalnego UE.

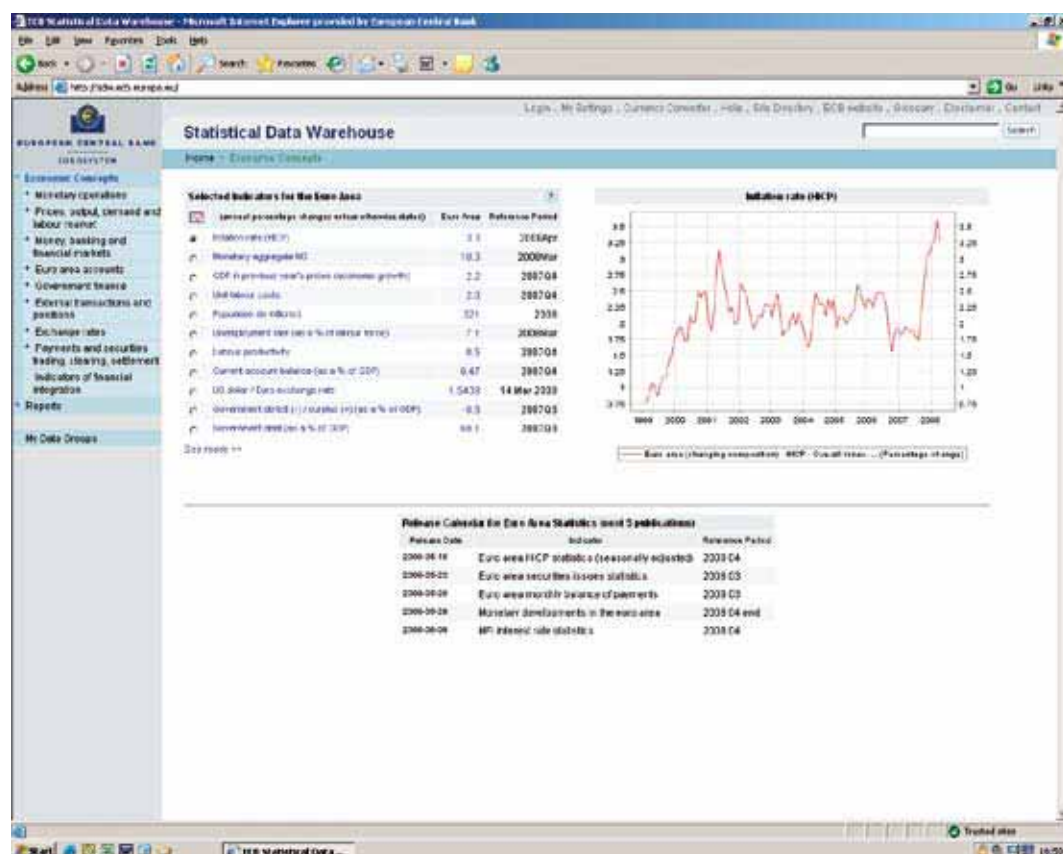
Korzyści z wprowadzenia euro pozytywnie wpływają na zdolności dostosowawcze i liberalizację gospodarek krajowych. Stabilność cen, brak napięć związanych z okresowymi kryzysami walutowymi, które występowały przed wprowadzeniem euro, oraz stabilność i zwiększona odporność gospodarek wynikająca z wcześniejszych reform wspierają przeprowadzane obecnie reformy. Na nasze wyobrażenie o ewolucji unii gospodarczej i walutowej wpłyną również zmiany obserwowane w Europie i coraz większa integracja strefy euro. Przedsiębiorstwa zaczynają lepiej rozumieć, że zasięg ich działań i decyzji obejmuje całą strefę euro. Także gospodarstwa domowe coraz lepiej dostrzegają możliwości, jakie niesie ze sobą większy obszar gospodarczy i finansowy. Obywatele i reprezentujący ich politycy coraz mniej myślą w kategoriach narodowych i coraz częściej kierują się pojęciem strefy euro. Stopniowo zmienia się zatem sposób myślenia.

Jeszcze do niedawna nikt nawet nie marzył o podobnych osiągnięciach. Dziesięć lat istnienia UGW jest bez wątpienia powodem do świętowania. Nie należy jednak zapominać, że pozyskaną wiarygodność trzeba umieć utrzymać. Pojawiające się nowe wyzwania będą wymagały czujności i uwagi. Dzisiaj najważniejsze jest jednak zaufanie, jakim cieszy się Europa i jej wspólna waluta.

Jednak wciąż należy stawić czoła pewnym wyzwaniom.

Nowy sposób myślenia –
strefa euro jako całość

BAZA DANYCH STATISTICAL DATA WAREHOUSE



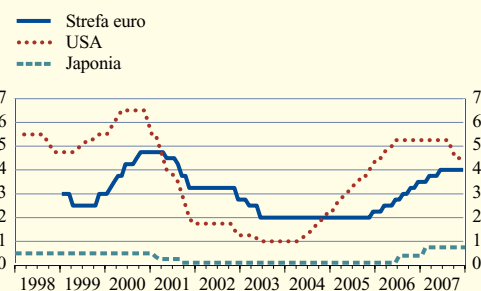
Internetowa baza danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* jest dostępna pod adresem <http://sdw.ecb.europa.eu>. Aby uzyskać więcej informacji na temat jej funkcjonowania, należy przejść do sekcji „Help” na stronie.

STATYSTYKI DOTYCZĄCE STREFY EURO Z 10 LAT NA TLE STATYSTYK NAJWIĘKSZYCH OBSZARÓW GOSPODARCZYCH

I. Podstawowe stopy procentowe banków centralnych

(na koniec okresu)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ³⁾
1998	-	-	4,75	0,50
1999	3,00	-	5,50	0,50
2000	4,75	-	6,50	0,50
Rozszerzenie strefy euro				
2001	3,25	-	1,75	0,10
2002	2,75	-	1,25	0,10
2003	2,00	-	1,00	0,10
2004	2,00	-	2,25	0,10
2005	2,25	-	4,25	0,10
2006	3,50	-	5,25	0,40
Rozszerzenie strefy euro				
2007	4,00	-	4,25	0,75



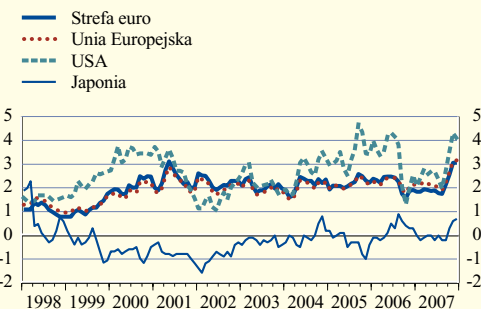
Źródła: EBC, System Rezerwy Federalnej, Bank of Japan.

1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 1, podrozdział 1.2) oraz w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 8, podrozdział 8.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV).

2. Inflacja (HICP/CPI)

(roczne zmiany w procentach)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ³⁾
Średnia 1989-98	2,9	-	3,3	1,5
1998	1,1	1,3	1,6	0,7
1999	1,1	1,2	2,2	-0,3
2000	2,1	1,9	3,4	-0,7
Rozszerzenie strefy euro				
2001	2,3	2,2	2,8	-0,8
2002	2,2	2,1	1,6	-0,9
2003	2,1	2,0	2,3	-0,2
2004	2,1	2,0	2,7	0,0
2005	2,2	2,2	3,4	-0,3
2006	2,2	2,2	3,2	0,2
Rozszerzenie strefy euro				
2007	2,1	2,3	2,9	0,1



Źródła: Eurostat, amerykański Urząd Statystyki Pracy (BLS – Bureau of Labor Statistics), japoński Urząd Statystyczny.

1) HICP. Dane za lata 1989–1998 oszacowane na podstawie krajowych wskaźników CPI. Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 5, punkt 5.1.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICPM.U2.N.000000.4.INX).

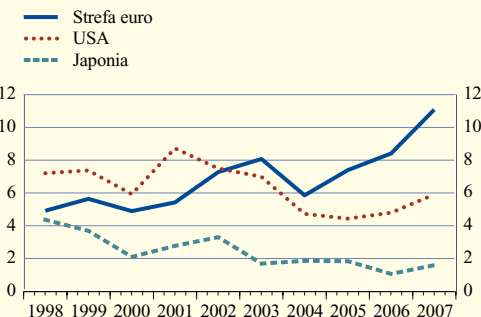
2) HICP. Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 11, podrozdział 11.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX).

3) Krajowy wskaźnik CPI. Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.2).

3. Szeroki pieniądz

(roczne zmiany w procentach)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ³⁾
Średnia 1989-98	6,3	-	3,7	4,2
1998	4,9	-	7,2	4,4
1999	5,6	-	7,4	3,7
2000	4,9	-	5,9	2,1
Rozszerzenie strefy euro				
2001	5,4	-	8,7	2,8
2002	7,3	-	7,5	3,3
2003	8,1	-	7,0	1,7
2004	5,8	-	4,7	1,9
2005	7,4	-	4,4	1,8
2006	8,4	-	4,8	1,1
Rozszerzenie strefy euro				
2007	11,1	-	5,9	1,6



Źródła: EBC, System Rezerwy Federalnej, Bank of Japan.

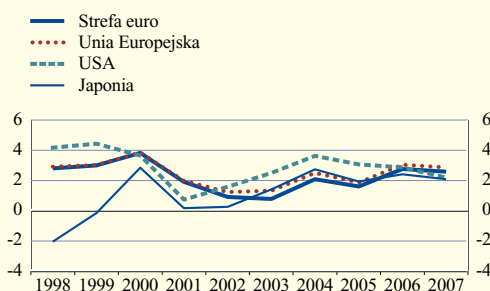
1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 2, podrozdział 2.3) oraz w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSL.M.U2.Y.VM30.X.I.U2.2300.Z01.E).

2) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 9, podrozdział 9.2) oraz w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.2).

4. PKB ¹⁾

(roczne zmiany ilościowe w procentach)

	Strefa euro ²⁾	Unia Europejska ³⁾	USA ⁴⁾	Japonia ⁵⁾
Średnia 1989-98	2,2	2,2	3,0	1,9
1998	2,8	2,9	4,2	-2,0
1999	3,0	3,0	4,4	-0,1
2000	3,8	3,9	3,7	2,9
2001	1,9	2,0	0,8	0,2
2002	0,9	1,2	1,6	0,3
2003	0,8	1,3	2,5	1,4
2004	2,1	2,5	3,6	2,7
2005	1,6	1,9	3,1	1,9
2006	2,8	3,1	2,9	2,4
2007	2,6	2,9	2,2	2,1



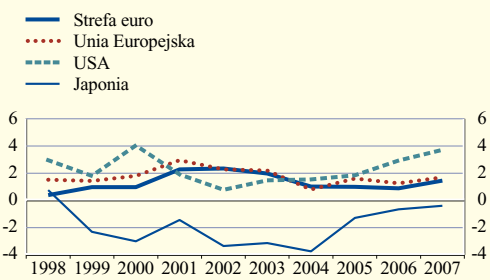
Źródła: Eurostat, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), japoński Instytut Badań Gospodarczych i Społecznych, obliczenia EBC.

- 1) Dane roczne nie są korygowane o różnice w liczbie dni roboczych w roku.
- 2) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 5, punkt 5.2.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.U.A).
- 3) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.U.A).
- 4) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 9, punkt 9.2.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTTL.N.A).
- 5) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 9, punkt 9.2.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JPN.0000.B1QG00.1000.TTTTL.N.A).

5. Jednostkowe koszty pracy

(roczne zmiany w procentach)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ³⁾
Średnia 1989-98	2,4	-	2,2	0,8
1998	0,4	1,5	3,0	0,8
1999	1,0	1,4	1,8	-2,3
2000	1,0	1,8	4,0	-3,0
2001	2,3	3,0	1,9	-1,4
2002	2,3	2,3	0,8	-3,3
2003	2,0	2,2	1,5	-3,1
2004	1,0	0,8	1,5	-3,8
2005	1,0	1,6	1,9	-1,3
2006	0,9	1,3	2,9	-0,6
2007	1,5	1,7	3,7	-0,4



Źródła: Eurostat, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), japoński Instytut Badań Gospodarczych i Społecznych, obliczenia EBC.

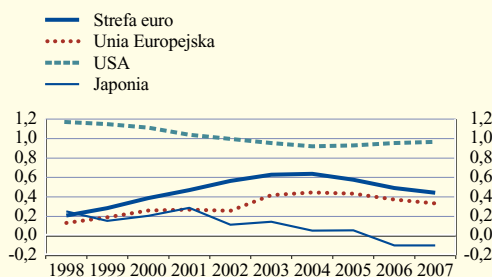
- 1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 5, punkt 5.1.4); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I).
- 2) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 11, podrozdział 11.4).
- 3) Obliczenia EBC.

6. Populacja

(w mln)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ⁴⁾
Średnia 1989-98 ⁵⁾	302	479	262	125
1998	305	481	276	126
1999	306	482	279	127
2000	307	483	282	127
2001	308	484	285	127
2002	310	486	288	127
2003	312	488	291	128
2004	314	490	294	128
2005	316	492	296	128
2006	317	494	299	128
2007 ⁶⁾	319	495	302	128

(roczne zmiany w procentach)



Źródła: Eurostat, amerykańskie Biuro Spisu Ludności (US Census Bureau), japoński Urząd Statystyczny.

1) Średnia roczna; opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 2, podrozdział 2.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.I3.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).2) Średnia roczna; opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 11, podrozdział 11.6); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A).3) Dane odnoszą się do stanu w połowie roku. Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.1).4) Dane odnoszą się do stanu na 1 października. Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.1).

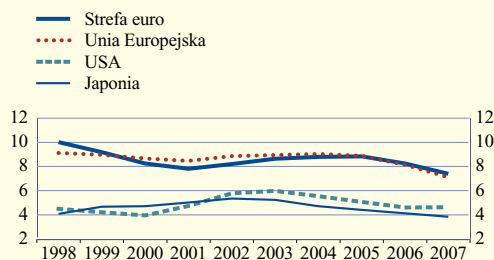
5) W przypadku strefy euro dane obejmują okres 1991–1998; w przypadku Unii Europejskiej dane obejmują okres 1993–1998.

6) Dane dotyczące strefy euro, UE i Japonii są częściowo danymi prognozytycznymi.

7. Bezrobocie

(jako procent siły roboczej)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ³⁾
Średnia 1989-98	9,4	-	5,9	2,8
1998	10,0	9,1	4,5	4,1
1999	9,2	9,0	4,2	4,7
2000	8,3	8,7	4,0	4,7
2001	7,8	8,5	4,7	5,0
2002	8,2	8,9	5,8	5,4
2003	8,6	8,9	6,0	5,3
2004	8,8	9,0	5,5	4,7
2005	8,9	8,9	5,1	4,4
2006	8,2	8,2	4,6	4,1
2007	7,4	7,1	4,6	3,9



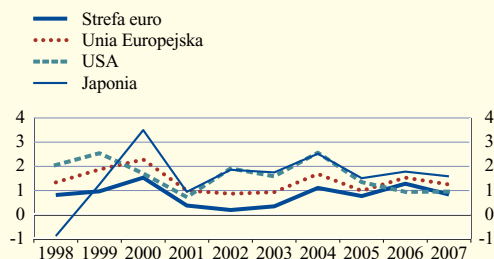
Źródła: Eurostat, amerykański Urząd Statystyki Pracy (BLS – Bureau of Labor Statistics), japoński Urząd Statystyczny.

1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 5, punkt 5.3.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000).2) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 11, podrozdział 11.7); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000).3) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.2).

8. Wydajność pracy

(roczne zmiany w procentach)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ³⁾
Średnia 1989-98	1,7	-	1,5	1,3
1998	0,8	1,3	2,1	-0,9
1999	1,0	1,9	2,5	1,3
2000	1,5	2,3	1,7	3,5
2001	0,4	1,0	0,7	0,9
2002	0,2	0,9	1,9	1,9
2003	0,3	0,9	1,6	1,7
2004	1,1	1,7	2,6	2,5
2005	0,8	1,0	1,3	1,5
2006	1,3	1,5	0,9	1,8
2007	0,8	1,3	1,0	1,6



Źródła: Eurostat, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), japoński Instytut Badań Gospodarczych i Społecznych, obliczenia EBC.

1) Zmiana ilościowa PKB na osobę zatrudnioną. Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.2).

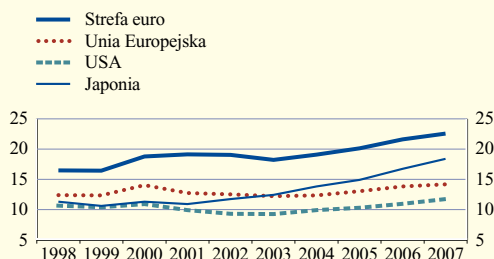
2) Zmiana ilościowa PKB na osobę zatrudnioną. Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.1).

3) Obliczenia EBC.

9. Eksport towarów i usług¹⁾

(jako procent PKB)

	Strefa euro ²⁾	Unia Europejska ³⁾	USA	Japonia
1998	16,5	12,4	10,7	11,3
1999	16,4	12,3	10,4	10,6
2000	18,8	14,1	10,9	11,3
2001	19,1	12,8	9,9	10,9
2002	19,1	12,5	9,3	11,7
2003	18,3	12,2	9,3	12,4
2004	19,1	12,3	9,9	13,8
2005	20,1	13,1	10,3	14,9
2006	21,6	13,9	11,0	16,8
2007	22,6	14,2	11,8	18,4



Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), Bank of Japan, japońskie Ministerstwo Finansów.

1) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.1).

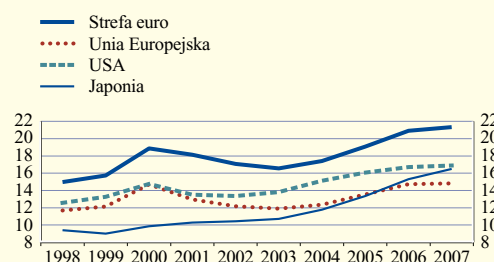
2) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.13.BP_EXP.PGDP.4F_N).

3) Dane do roku 2000 dotyczą UE 15, dane za lata 2001–2003 – UE 25, dane od roku 2004 – UE 27.

10. Import towarów i usług¹⁾

(jako procent PKB)

	Strefa euro ²⁾	Unia Europejska ³⁾	USA	Japonia
1998	15,0	11,7	12,6	9,4
1999	15,7	12,1	13,3	9,0
2000	18,9	14,7	14,8	9,9
2001	18,2	13,0	13,5	10,3
2002	17,1	12,2	13,4	10,4
2003	16,6	11,9	13,8	10,7
2004	17,4	12,3	15,1	11,8
2005	19,1	13,4	16,1	13,4
2006	20,9	14,7	16,7	15,3
2007	21,4	14,7	16,9	16,5



Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), Bank of Japan, japońskie Ministerstwo Finansów.

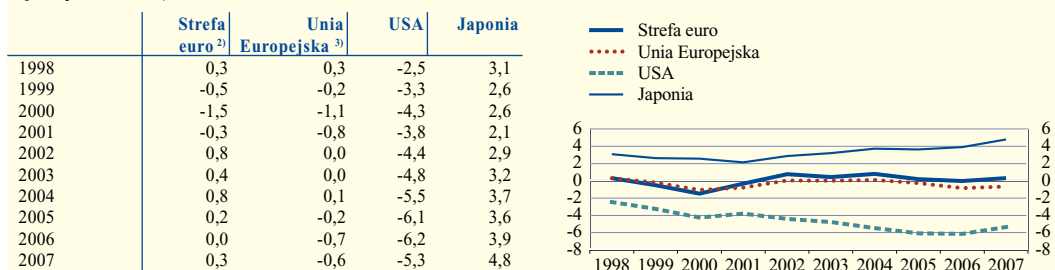
1) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.1).

2) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.13.BP_IMP.PGDP.4F_N).

3) Dane do roku 2000 dotyczą UE 15, dane za lata 2001–2003 – UE 25, dane od roku 2004 – UE 27.

11. Saldo na rachunku obrotów bieżących ¹⁾

(jako procent PKB)



Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), Bank of Japan, japońskie Ministerstwo Finansów.

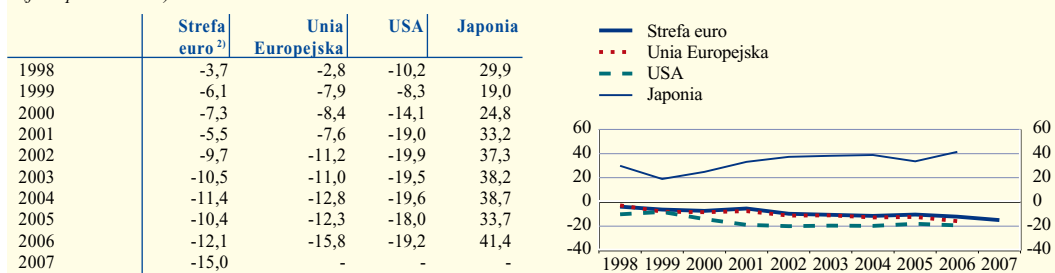
1) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.1).

2) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_GS_N.PGDP.4F_N).

3) Dane do roku 2000 dotyczą UE 15, dane za lata 2001–2003 – UE 25, dane od roku 2004 – UE 27.

12. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto ¹⁾

(jako procent PKB)



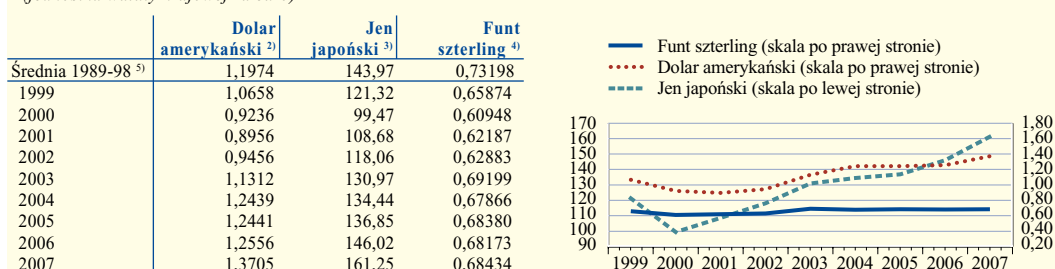
Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), Bank of Japan, japońskie Ministerstwo Finansów.

1) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.1).

2) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.I3.BP_IIP_NT.PGDP.4F_N).

13. Kurs wymiany euro ¹⁾

(jednostka waluty krajowej za euro)



Źródło: EBC.

1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 8, podrozdział 8.2) oraz w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 4, podrozdział 4.10).

2) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A).

3) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A).

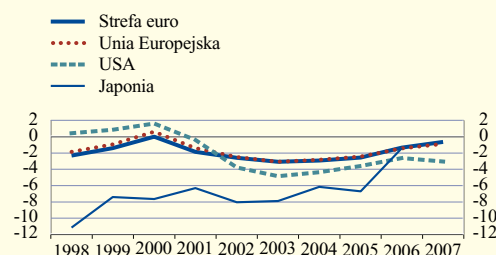
4) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A).

5) Kursy wymiany do grudnia 1998 r. dotyczą ECU (dane Komisji Europejskiej).

14. Deficyt budżetowy (-) / nadwyżka budżetowa (+)

(jako procent PKB)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ⁴⁾
1998	-2,3	-1,9	0,4	-11,2
1999	-1,4	-1,0	0,9	-7,4
2000	0,0	0,6	1,6	-7,6
2001	-1,8	-1,4	-0,4	-6,3
2002	-2,6	-2,5	-3,8	-8,0
2003	-3,1	-3,1	-4,8	-7,9
2004	-2,9	-2,8	-4,4	-6,2
2005	-2,6	-2,5	-3,6	-6,7
2006	-1,3	-1,4	-2,6	-1,4
2007	-0,6	-0,9	-3,0	-



Źródła: EBC, Komisja Europejska, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), japoński Instytut Badań Gospodarczych i Społecznych.

1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 6, podrozdział 6.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

2) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 11, podrozdział 8); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SEDE.E0000.CU.G).

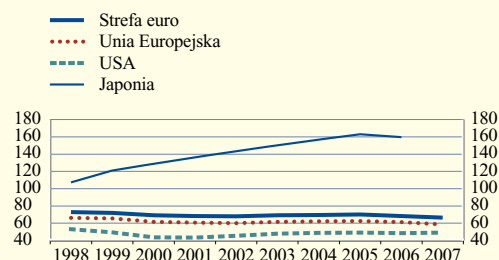
3) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 9, podrozdział 9.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G).

4) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 9, podrozdział 9.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.DEF.B0000.CU.G).

15. Dług publiczny

(jako procent PKB)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ⁴⁾
1998	72,8	66,3	53,0	107,2
1999	72,0	65,7	49,4	120,9
2000	69,3	61,7	43,7	129,0
2001	68,2	60,8	43,2	136,4
2002	68,0	60,2	45,4	143,3
2003	69,2	61,7	48,0	150,5
2004	69,6	62,1	48,9	156,8
2005	70,2	62,6	49,2	163,2
2006	68,5	61,3	48,6	159,5
2007	66,4	58,7	49,2	-



Źródła: EBC, Komisja Europejska, System Rezerwy Federalnej, Bank of Japan.

1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 6, podrozdział 6.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

2) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 11, podrozdział 11.9); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G).

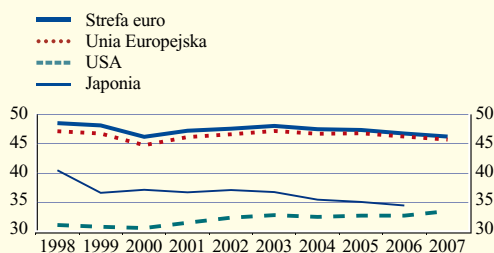
3) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 9, podrozdział 9.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

4) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 9, podrozdział 9.2); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B0X13.MAL.B1300.SA.G).

16. Wydatki publiczne

(jako procent PKB)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska ²⁾	USA ³⁾	Japonia ⁴⁾
1998	48,6	47,2	31,1	40,5
1999	48,2	46,8	30,8	36,6
2000	46,2	44,8	30,6	37,1
2001	47,3	46,2	31,5	36,7
2002	47,6	46,6	32,4	37,1
2003	48,1	47,2	32,8	36,7
2004	47,5	46,7	32,5	35,5
2005	47,4	46,8	32,7	35,1
2006	46,8	46,3	32,7	34,4
2007	46,3	45,8	33,5	-



Źródła: EBC, Komisja Europejska, amerykańskie Biuro Analiz Gospodarczych (BEA – Bureau of Economic Analysis), japoński Instytut Badań Gospodarczych i Społecznych.

1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 6, podrozdział 6.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.I4.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

2) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 11, podrozdział 11.10); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G).

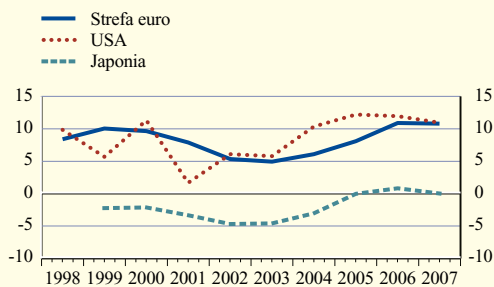
3) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G).

4) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.1); dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JPN.B1300.TOE.B0000.CU.G).

17. Kredyty bankowe: pożyczki udzielone sektorowi prywatnemu przez monetarne instytucje finansowe

(roczne zmiany w procentach)

	Strefa euro ¹⁾	Unia Europejska	USA	Japonia
Średnia 1989-98	7,1	-	5,6	-
1998	8,4	-	9,8	-
1999	10,0	-	5,7	-2,3
2000	9,6	-	11,3	-2,2
Rozszerzenie strefy euro				
2001	7,9	-	1,7	-3,4
2002	5,3	-	6,1	-4,7
2003	4,9	-	5,8	-4,6
2004	6,1	-	10,3	-3,0
2005	8,1	-	12,2	0,0
2006	10,9	-	11,9	0,8
Rozszerzenie strefy euro				
2007	10,8	-	10,9	0,0



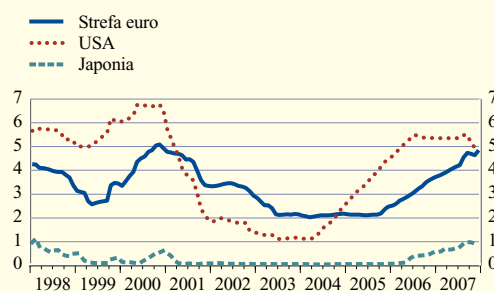
Źródła: EBC, System Rezerwy Federalnej, Bank of Japan.

1) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw/quickview.do?SERIES_KEY=9.BSI.M.U2.N.U.A20.A.I.U2.2200.Z01.E).

18. Trzymiesięczna stopa oprocentowania depozytów międzybankowych ¹⁾

(w procentach rocznie, średnie okresowe)

	Strefa euro ²⁾	Unia Europejska	USA ³⁾	Japonia ⁴⁾
1998	3,96	-	5,57	0,66
1999	2,96	-	5,41	0,22
2000	4,40	-	6,53	0,28
	Rozszerzenie strefy euro			
2001	4,26	-	3,78	0,15
2002	3,32	-	1,80	0,08
2003	2,33	-	1,22	0,06
2004	2,11	-	1,62	0,05
2005	2,18	-	3,56	0,06
2006	3,08	-	5,19	0,30
	Rozszerzenie strefy euro			
2007	4,28	-	5,30	0,79



Źródła: Europejska Federacja Bankowa, Brytyjskie Stowarzyszenie Bankowców (BBA – British Bankers' Association).

1) Opublikowano w Biuletynie Miesięcznym (rozdział 4, podrozdział 4.6) oraz w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 9, podrozdział 9.5).

2) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD..LST).

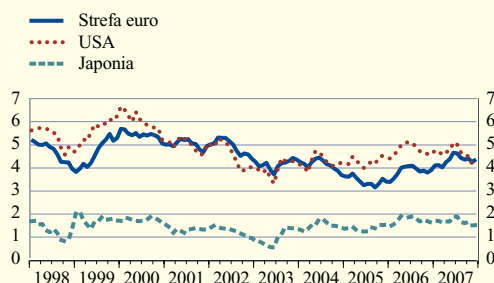
3) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR..LST).

4) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR..LST).

19. Rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych ¹⁾

(w procentach rocznie, średnie okresowe)

	Strefa euro ²⁾	Unia Europejska	USA ³⁾	Japonia ⁴⁾
Średnia 1989-98	8,38	-	6,94	4,23
1998	4,71	-	5,33	1,30
1999	4,66	-	5,63	1,76
2000	5,44	-	6,03	1,76
	Rozszerzenie strefy euro			
2001	5,03	-	5,01	1,34
2002	4,92	-	4,60	1,27
2003	4,16	-	4,00	0,99
2004	4,14	-	4,26	1,50
2005	3,44	-	4,28	1,39
2006	3,86	-	4,79	1,74
	Rozszerzenie strefy euro			
2007	4,33	-	4,63	1,68



Źródła: EBC, Reuters, Thomson Financial Datastream.

1) Opublikowano w kieszonkowym miesięczniku statystycznym EBC (*Statistics Pocket Book*) (rozdział 1, podrozdział 1.2).

2) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD).

3) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT..RR.YLD).

4) Dane dostępne w internetowej bazie danych statystycznych EBC *Statistical Data Warehouse* (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT..RR.YLD).

UWAGI OGÓLNE

W aneksie zaprezentowano kształtowanie się głównych wskaźników statystycznych na przestrzeni ostatniej dekady, a także – tam, gdzie to możliwe – średnią wartość wskaźnika z dziesięciu lat przed wprowadzeniem euro. Dane w tabelach przedstawiono w ujęciu rocznym. O ile nie zaznaczono inaczej, ukazują one roczne zmiany w procentach.

Większość szeregów danych dotyczących strefy euro obejmuje 13 państw (w tym Słowenię), jednak w przypadku danych dotyczących finansów publicznych uwzględniono 15 państw strefy euro (w tym Cypr i Maltę). Jeśli chodzi o stopy procentowe, statystyki monetarne oraz wskaźnik HICP, szeregi statystyczne dotyczące strefy euro obejmują państwa członkowskie UE, które wprowadziły euro przed początkiem okresu objętego statystykami (więcej szczegółów na ten temat można znaleźć w uwagach ogólnych do podrozdziału „Statystyki strefy euro” w Biuletynie Miesięcznym). Zmiany w składzie państw tworzących strefę euro ukazano w tabelach za pomocą poziomej linii.

