

EURO

A INTEGRACJA EUROPEJSKICH RYNKÓW FINANSOWYCH

WYDANIE III ZMIENIONE

IRENEUSZ PSZCZÓŁKA

Rozdział 1.

Koncepcja integracji monetarnej



CeDeWu.pl
Wydawnictwa Fachowe

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autor dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Zdjęcie (grafika) udostępniona dzięki iStockPhoto.com

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

Opracowanie redakcyjne i DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie papierowe III zmienione, Warszawa 2010
ISBN 978-83-7556-305-4
EAN 9788375563054

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014
ISBN 978-83-7941-136-8 (Rozdział 1)

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Faks: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Faks: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl

www.4books.pl

Made in Poland

Spis treści

| | |
|--------------------|---|
| Wprowadzenie | 7 |
|--------------------|---|

Rozdział 1

| | |
|---|-----------|
| Koncepcja integracji monetarnej | 13 |
| 1.1. Pojęcie integracji monetarnej | 13 |
| 1.2. Teoretyczne przesłanki unii monetarnych | 17 |
| 1.2.1. Teoria optymalnego obszaru walutowego | 17 |
| 1.2.1.1. Mobilność czynników produkcji | 18 |
| 1.2.1.2. Stopień otwartości gospodarki | 22 |
| 1.2.1.3. Dywersyfikacja produkcji | 26 |
| 1.2.1.4. Integracja rynku finansowego | 28 |
| 1.2.1.5. Wnioski z porównania kryteriów optymalnego obszaru walutowego | 28 |
| 1.2.2. Koncepcja kosztów i korzyści (<i>cost and benefits approach</i>) | 33 |
| 1.2.3. Teoria endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego | 48 |
| 1.3. Unia Europejska jako optymalny obszar walutowy | 49 |
| 1.4. Znaczenie integracji rynków finansowych w unii monetarnej | 52 |
| 1.5. Korzyści i koszty utworzenia unii monetarnej | 53 |

Rozdział 2

| | |
|--|-----------|
| Integracja monetarna w ramach wspólnot europejskich | 57 |
| 2.1. Pierwsze idee wspólnego pieniądza w Europie | 58 |
| 2.2. Zarys historii walut międzynarodowych | 60 |
| 2.2.1. Funkcje pieniądza międzynarodowego | 68 |
| 2.2.2. Czynniki wpływające na międzynarodową rolę euro | 70 |
| 2.3. Etapy integracji monetarnej w Europie | 75 |
| 2.3.1. Okres 1950-1972 | 77 |

| | |
|---|-----|
| 2.3.2. Okres 1973-1978 | 82 |
| 2.3.3. Okres 1978-1987 | 84 |
| 2.3.3.1. Powstanie ECU | 85 |
| 2.3.3.2. ERM od 1979 do 1987 | 86 |
| 2.3.3.3. Jednolity Akt Europejski | 88 |
| 2.3.4. Okres 1988-1997 | 89 |
| 2.3.4.1. Traktat z Maastricht | 90 |
| 2.3.4.2. ERM od 1988 do 1998 | 91 |
| 2.3.5. Okres 1998-2010 | 92 |
| 2.3.6. Liberalizacja przepływów kapitału we Wspólnocie Europejskiej w latach 1957-1998 | 95 |
| 2.3.7. Instytucje oraz instrumenty prawne regulujące funkcjonowanie wspólnego rynku finansowego w ramach UGW | 98 |
| 2.4. Warunki przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej | 100 |
| 2.4.1. Kryteria konwergencji i ich znaczenie | 100 |
| 2.4.2. Wypełnienie kryteriów zbieżności przez kraje strefy euro | 104 |
| 2.4.3. Pakt Stabilności i Wzrostu | 107 |
| 2.5. Rola euro w międzynarodowym sektorze prywatnym i publicznym | 108 |
| 2.5.1. Zastosowanie euro w sektorze prywatnym | 110 |
| 2.5.2. Zastosowanie euro w sektorze publicznym | 114 |

Rozdział 3

| | |
|--|------------|
| Europejski rynek pieniężny jako efekt integracji monetarnej | 121 |
| 3.1. Europejski System Banków Centralnych jako emitent wspólnej waluty | 122 |
| 3.1.1. Euro a jednolita polityka monetarna | 126 |
| 3.1.1.1. Cele polityki monetarnej | 126 |
| 3.1.1.2. Strategie polityki monetarnej | 127 |
| 3.1.1.3. Stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego | 131 |
| 3.1.1.4. Instrumenty polityki monetarnej | 133 |
| 3.1.2. Kapitał akcyjny Europejskiego Banku Centralnego | 140 |
| 3.1.3. Niezależność Europejskiego Banku Centralnego | 141 |
| 3.1.4. Uczestnicy rynku pieniężnego i walutowego | 144 |
| 3.1.5. Instrumenty rynku pieniężnego | 145 |
| 3.2. Rynek międzybankowy | 146 |
| 3.2.1. Rynek depozytów i lokat międzybankowych | 149 |
| 3.2.2. Operacje Repurchase Agreement – Repo i Reverse Repurchase Agreement Reverse Repo | 153 |

| | |
|--|-----|
| 3.2.3. Rynek swapów stóp procentowych | 159 |
| 3.2.4. Stopy referencyjne dla strefy euro | 161 |
| 3.2.5. Międzynarodowe systemy prowadzenia dużych płatności w czasie rzeczywistym – TARGET i TARGET2 | 164 |
| 3.2.6. Międzybankowy system transferu płatności – EURO1 | 168 |
| 3.2.7. Model korespondencyjnej bankowości centralnej | 169 |
| 3.3. Rynek papierów dłużnych | 170 |
| 3.4. Rynek walutowy | 180 |
| 3.4.1. Referencyjne kursy euro dla rynku walutowego. | 183 |
| 3.4.2. Rynek kasowy | 183 |
| 3.4.3. Rynek terminowy. | 186 |
| 3.4.4. Rynek operacji swapów walutowych | 190 |
| 3.4.5. Kształtowanie się kursu walutowego euro | 194 |

Rozdział 4

| | |
|--|------------|
| Euro a procesy alokacji kapitału w Unii Europejskiej | 201 |
| 4.1. Proces integracji europejskiego rynku kapitałowego | 205 |
| 4.2. Uczestnicy europejskiego rynku kapitałowego. | 210 |
| 4.2.1. Inwestorzy i pośrednicy na rynku kapitałowym. | 210 |
| 4.2.2. Emitenci papierów wartościowych | 211 |
| 4.2.3. Instytucje regulujące rynek kapitałowy i obrót papierami wartościowymi. | 212 |
| 4.3. Instrumenty rynku papierów wartościowych. | 215 |
| 4.4. Rynek akcji | 218 |
| 4.5. Rynek obligacji | 231 |
| 4.5.1. Obligacje sektora publicznego | 237 |
| 4.5.2. Obligacje sektora prywatnego | 247 |
| 4.6. Mobilność kapitału w ramach Unii Europejskiej i Unii Gospodarczej i Walutowej. | 253 |

Rozdział 5

| | |
|--|------------|
| Polski rynek finansowy i strategię integracji Polski z Unią Gospodarczą i Walutową | 257 |
| 5.1. Przesłanki pozostania poza Unią Gospodarczą i Walutową. | 258 |
| 5.2. Problem przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej. Strategię przyjęcia euro przez Polskę. | 264 |
| 5.2.1. Polska jako element europejskiego optymalnego obszaru walutowego. | 265 |

| | |
|--|------------|
| 5.2.1.1. Endogeniczność kryteriów optymalnego obszaru walutowego a kraje przystępujące | 272 |
| 5.2.2. Scenariusze przyjęcia euro przez Polskę | 272 |
| 5.2.3. Perspektywa spełnienia przez Polskę kryteriów zbieżności | 281 |
| 5.2.4. Niebezpieczeństwa ostatniego etapu zbieżności. | 284 |
| 5.3. Liberalizacja przepływów kapitału w Polsce i liberalizacja polskiego ryнку finansowego | 286 |
| 5.4. Polski rynek finansowy przed przystąpieniem Polski do strefy euro | 289 |
| 5.4.1. Rynek pieniężny w Polsce | 291 |
| 5.4.1.1. Przystąpienie Polski do europejskiego systemu płatności TARGET i TARGET2 | 296 |
| 5.4.2. Rynek kapitałowy w Polsce | 296 |
| 5.4.3. Mobilność polskiego kapitału. | 302 |
| 5.4.4. Korzyści i zagrożenia wynikające z integracji rynków finansowych Polski i strefy euro. | 303 |
| 5.5. Polityka integracji Polski z Unią Gospodarczą i Walutową | 304 |
| Podsumowanie i wnioski | 307 |
| Aneks I. Przykłady | 317 |
| Aneks II. Tabele statystyczne | 321 |
| Spis skrótów | 353 |
| Bibliografia | 355 |

Wprowadzenie

Idea integracji monetarnej w Europie narodziła się już w XIX w. Sam proces integracji rozpoczął się jednak dopiero po II wojnie światowej. W początkowej fazie obejmował jedynie kraje Europy Zachodniej. Działania integracyjne doprowadziły do utworzenia Unii Europejskiej (UE), a następnie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).

Powstanie Unii Gospodarczej i Walutowej w Europie, czyli zastąpienie walut narodowych dwunastu krajów członkowskich Unii Europejskiej przez euro, wywołało dyskusje na temat wpływu tego wydarzenia na efektywność gospodarek i rynków finansowych.

W wyniku wprowadzania euro, powstał drugi co do wielkości obszar gospodarczy na świecie, obejmujący ponad 300 mln ludności z tendencją do dalszego rozszerzania. Pojawienie się wspólnej waluty europejskiej rozpoczęło zatem nowy etap współzawodnictwa Europy ze Stanami Zjednoczonymi o supremację w światowej gospodarce.

Ważną tendencją w Unii Gospodarczej i Walutowej jest systematyczna unifikacja rynków finansowych państw członkowskich poprzez eliminację walut narodowych. Wspólna waluta ułatwia porównywanie cen, eliminuje koszty wymiany walut, ryzyko walutowe i zmniejsza bariery wpływające na segmentację rynków finansowych.

Euro stało się podstawowym czynnikiem umożliwiającym integrację oraz zwiększenie efektywności europejskich rynków finansowych. Bez wspólnej waluty praktycznie niemożliwe byłoby zacieśnianie relacji pomiędzy narodowymi rynkami finansowymi krajów Unii Gospodarczej i Walutowej. Stabilność kursów walutowych, niska inflacja i jednakowe stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego w strefie euro spowodowały, że największe korzyści z wprowadzenia wspólnej waluty odniosły takie kraje, jak: Włochy, Hiszpania czy Grecja, które przed jej wprowadzeniem zmuszone były oferować znacznie wyższe oprocentowanie obligacji skarbowych, aby przyciągnąć inwestorów.

Powstanie Unii Gospodarczej i Walutowej jest również ważnym wydarzeniem z punktu widzenia Polski. Zgodnie z prawem Unii Europejskiej, której członkiem Polska stała się 1 maja 2004 roku, kolejnym etapem zacieśniania integracji gospodarczej jest członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej. Przyjęcie wspólnej waluty związane jest nie tylko z koniecznością wypełnienia kryteriów konwergencji, ale również rezygnacji z prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej przez Narodowy Bank Polski. Z drugiej strony, zastąpienie złotego przez euro niesie ze sobą stabilizację waluty, niski poziom stóp procentowych i przynależność do jednego z największych obszarów gospodarczych.

Miarą praktycznego sukcesu euro jest wspieranie rozwoju rynków finansowych w Europie oraz zmian instytucjonalno-prawnych, które mogą kreować wartość dodaną dla rynków narodowych. Ocenia się to poprzez określenie stopnia, w jakim nowy wspólny rynek finansowy jest większy i efektywniejszy, niż suma rynków narodowych.

Celem pracy była analiza przebiegu procesu powstawania Unii Gospodarczej i Walutowej w Europie w powiązaniu z analizą europejskiego rynku finansowego po wprowadzeniu euro. Szczególną uwagę zwrócono na rynki finansowe krajów należących do strefy euro oraz rynek Polski, jako przykład rynku finansowego kraju przygotowującego się do członkostwa w UGW. Badania przeprowadzono pod kątem wpływu wprowadzenia wspólnej waluty europejskiej na integrację tych rynków. Ze względu na rozmiar rynku finansowego państw strefy euro oraz ilość danych statystycznych niezbędnych dla przeprowadzenia badań główny nacisk położono na okres po 1999 roku, z zastosowaniem licznych odwołań do wcześniejszego okresu.

Wzrost sprawności, płynności i homogeniczności rynków finansowych państw strefy euro jest efektem wprowadzenia wspólnej waluty oraz jednolitej polityki pieniężnej Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Eliminacja ryzyka kursowego i transparentność cen aktywów finansowych wpływają na zmniejszenie ryzyka inwestycji i zwiększenie efektywności alokacji kapitału w ramach strefy euro. Wprowadzenie euro jest także impulsem dla zmian struktury instytucjonalno-prawnej wspólnego rynku finansowego. Stąd można wnioskować, że przystąpienie przez Polskę do strefy euro wpłynie na wzrost efektywności polskiego rynku finansowego.

Istnienie wspólnej waluty europejskiej wpływa na przyspieszenie tempa przekształcenia obszarów Unii Gospodarczej i Walutowej w rzeczywiście wspólny, jednolity rynek towarów, usług, siły roboczej i kapitałów. Euro, będąc istotnym elementem integracji gospodarczej, wpływa również na proces integracji rynków finansowych państw tej strefy. Z drugiej strony, integracja rynków finansowych stała się katalizatorem integracji gospodarczej krajów tworzących optymalny obszar walutowy w Europie

Funkcjonowanie wspólnej waluty umożliwia również wykształcenie mechanizmów dostosowawczych, absorbujących skutki asymetrycznych szoków ekonomicznych. Mechanizmy te, jako substytut niedostępnej polityki kursowej, związane są z pogłębianiem się integracji rynków finansowych. Wolny przepływ kapitału i jego wysoka mobilność między krajami Unii Gospodarczej i Walutowej oraz łatwość porównywania stóp zwrotu z instrumentów finansowych sprawiają, że nawet niewielkie zmiany relacji tych stóp mogą spowodować stabilizujące przepływy czynników produkcji pomiędzy tymi krajami.

Przedstawione rozumowanie znajduje swój wyraz w strukturze pracy.

W pierwszym rozdziale zaprezentowano teoretyczne podejścia do procesu tworzenia unii walutowych od koncepcji optymalnego obszaru walutowego, poprzez analizę kosztów

i korzyści towarzyszących integracji monetarnej, do teorii endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Najważniejszymi twórcami teorii optymalnych obszarów walutowych są: R.A. Mundell, R.I. McKinnon i P.B. Kenen. Mundell definiuje optymalny obszar walutowy jako region, którego granice określa mobilność czynników produkcji. Według R.I. McKinnona, podstawowym czynnikiem jest stopień otwartości gospodarki, natomiast P.B. Kenen uznał, że najważniejszym czynnikiem jest dywersyfikacja produkcji. Teorie optymalnych obszarów walutowych nie pozwalają na pełną ocenę efektów integracji monetarnej, dlatego też alternatywnym rozwiązaniem może być zastosowanie analizy kosztów i korzyści promowanej, m.in., przez H.G. Grubela, P.R. Krugmana, M. Obstfelda, i P. De Grauwe. Odmienne podejście do problemu kryteriów optymalnego obszaru walutowego prezentują J.A. Frankel i A.K. Rose. Uważają oni, że kryteria te mogą zostać wypełnione także *ex post*.

Rozdział drugi dotyczy genezy integracji walutowej w Europie. Ukazane są pierwsze próby integracji monetarnej z przełomu XIX i XX w., natomiast bardziej szczegółową analizą objęty jest okres od deklaracji R. Schumana z maja 1950 roku, poprzez powstanie Europejskiego Systemu Walutowego w 1979 roku, aż do momentu wprowadzenia euro w formie bezgotówkowej w 1999 roku i w formie gotówkowej w 2002 roku. Ważnym elementem procesu integracji finansowej jest liberalizacja przepływu kapitału we Wspólnocie Europejskiej. W rozdziale tym zaprezentowane są również kryteria konwergencji, których wypełnienie stanowi warunek przystąpienia do Unii Gospodarczej i Walutowej: stabilność cen, trwałość osiągniętej konwergencji w sferze polityki gospodarczej wyrażonej odpowiednim poziomem długoterminowej stopy procentowej, deficyt budżetowy poniżej poziomu 3% PKB, dług publiczny nie wyższy niż 60% PKB oraz stabilność kursu walutowego. Końcowe partie rozdziału są prezentacją roli wspólnej waluty europejskiej w sektorze prywatnym jako waluty rezerwowej, interwencyjnej oraz waluty odniesienia i w sektorze publicznym jako waluty inwestycyjnej, transakcyjnej oraz fakturowania.

Trzeci rozdział poświęcony jest integracji rynku pieniężnego krajów należących do Unii Gospodarczej i Walutowej. Przedstawiono tu sposób funkcjonowania Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego oraz zasady jednolitej polityki pieniężnej, która stanowi podstawę tej integracji. Wskazano również instrumenty polityki pieniężnej stosowane przez Europejski Bank Centralny, operacje otwartego rynku, stopę rezerwy obowiązkowej i operacje kredytowo-depozytowe.

Analizy zawarte w rozdziale dotyczą głównie rynku depozytów i lokat międzybankowych, rynku swapów stóp procentowych, rynku transakcji repo i reverse repo, wspieranego przez model korespondencyjnej bankowości centralnej, oraz rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Równie istotnym elementem wspierającym proces integracji rynku pieniężnego jest powstanie pierwszego na świecie międzynarodowego systemu prowadze-

nia rozliczeń dużych płatności wyłącznie w euro w czasie rzeczywistym – TARGET. Efektem wprowadzenia euro oraz prowadzenia wspólnej polityki monetarnej są jednolite dla całego obszaru stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego, tj. krańcowa stopa pożyczkowa, stopa depozytowa i stopa repo podstawowych operacji refinansowych oraz stopy rynkowe dla euro: EONIA, EURIBOR i sponsorowana przez banki londyńskie Euro LIBOR. W rozdziale tym wskazano także zmiany zachodzące na rynku walutowym unii monetarnej wraz z analizą kształtowania się kursu wspólnej waluty w stosunku do dolara amerykańskiego i przyczyn jego spadku w pierwszych latach funkcjonowania euro.

W rozdziale czwartym poddano analizie zmiany zachodzące po wprowadzeniu euro na rynkach kapitałowych krajów członkowskich UGW. Intensywność procesu integrowania się narodowych rynków kapitałowych państw członkowskich UE uzależniona była w dużej mierze od działań legislacyjnych Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej. Pierwsze działanie w zakresie integracji rynku kapitałowego to powołanie Komitetu Giovanniniego w 1996 roku. Następnym ważnym krokiem było wprowadzenie Planu Rozwoju Usług Finansowych w maju 1999 roku i powołanie do życia w 2000 roku Komitetu „Mędrców” (The Committee of Wise Men).

Zakres analizy przeprowadzonej w tym rozdziale obejmował głównie dwa segmenty rynku kapitałowego: rynek akcji i rynek obligacji sektora publicznego i prywatnego. Ukazano zmiany wielkości tych rynków, ze szczególnym uwzględnieniem zmian zachodzących po 1999 roku. Zaprezentowano także wyniki analizy procesu integracji rynków akcji państw należących do strefy euro przeprowadzonej przez M. Fratzschera, przy wykorzystaniu modelu GARCH. Rozdział zamyka analiza mobilności kapitału wewnątrz strefy euro.

W piątym rozdziale zaprezentowano strategię integracji Polski z Unią Gospodarczą i Walutową. Na wstępie przeanalizowano sytuację krajów członkowskich Unii Europejskiej, które skorzystały z możliwości nieprzyjmowania euro, tj.: Wielkiej Brytanii, Szwecji i Danii. Przedstawiono perspektywy ich ewentualnego przystąpienia do strefy euro. Ze względu na fakt, iż Polska nie ma takiej alternatywy, przesłanki pozostawania poza Unią Gospodarczą i Walutową mogą posłużyć jedynie do ewentualnego odroczenia zastąpienia polskiej waluty przez euro.

Następnie, na przykładzie Polski, ukazano trzy alternatywne sposoby zastąpienia waluty krajowej przez euro. Strategia podstawowa zakłada przystąpienie do ERM2 (Exchange Rate Mechanism 2) i jest jedyną praktycznie rozważaną przez rząd oraz Narodowy Bank Polski. Strategie alternatywne, rozważane jedynie teoretycznie, to możliwość usztywnienia kursu złotego do euro, czyli wprowadzenie tzw. izby walutowej lub jednostronne zastąpienie złotego przez euro (jednostronna euroizacja).

W rozdziale tym zaprezentowano również proces liberalizacji przepływów kapitałów w Polsce oraz ogólny stan polskiego rynku finansowego z punktu widzenia jego dostosowania do funkcjonowania w ramach jednolitego rynku europejskiego oraz korzyści i zagrożenia wynikające z integracji z tym rynkiem.

W pracy dokonano analizy światowej i krajowej literatury problemu z zakresu ekonomii, finansów, bankowości oraz międzynarodowych stosunków gospodarczych. Równie ważną bazą źródłową były materiały publikowane w wydawnictwach banków centralnych państw strefy euro, Europejskiego Banku Centralnego, Narodowego Banku Polskiego, Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

Podstawowymi źródłami danych statystycznych były zestawienia publikowane przez Europejski Bank Centralny, Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Światową Federację Giełd Papierów Wartościowych oraz dane Eurostatu i Głównego Urzędu Statystycznego. Dane te dotyczyły głównie zmian wielkości poszczególnych elementów rynku pieniężnego, walutowego i kapitałowego oraz transakcji transgranicznych pomiędzy państwami strefy euro.

