



INSTYTUT EKONOMIKI ROLNICTWA  
I GOSPODARKI ŻYWNOŚCIOWEJ  
PAŃSTWOWY INSTYTUT BADAWCZY

*Europejska integracja  
finansowa i monetarna  
a rolnictwo*

**nr 96**

**Warszawa 2008**

*Jacek Kulawik*



EKONOMICZNE I SPOŁECZNE UWARUNKOWANIA  
ROZWOJU POLSKIEJ GOSPODARKI ŻYWNOŚCIOWEJ  
PO WSTĄPIENIU POLSKI DO UNII EUROPEJSKIEJ

***Europejska integracja  
finansowa i monetarna  
a rolnictwo***





INSTYTUT EKONOMIKI ROLNICTWA  
I GOSPODARKI ŻYWNOŚCIOWEJ  
PAŃSTWOWY INSTYTUT BADAWCZY

# ***Europejska integracja finansowa i monetarna a rolnictwo***

*Autor*

*prof. dr hab. Jacek Kulawik*



EKONOMICZNE I SPOŁECZNE UWARUNKOWANIA  
ROZWOJU POLSKIEJ GOSPODARKI ŻYWNOŚCIOWEJ  
PO WSTĄPIENIU POLSKI DO UNII EUROPEJSKIEJ

**Warszawa 2008**

Autor publikacji jest pracownikiem naukowym  
Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej  
– Państwowego Instytutu Badawczego

Pracę zrealizowano w ramach tematu

**Miejsce polskiego rolnictwa na globalnym rynku żywnościowym**

w zadaniu *Wpływ procesów globalizacji na rozwój polskiego rolnictwa i wsi*

Celem pracy było przedstawienie podstawowych aspektów europejskiej integracji finansowej i monetarnej w kontekście funkcjonowania polskiego rolnictwa.

Opracowanie komputerowe

*Ewa Gac*

Korekta

*Krystyna Mirkowska*

Redakcja techniczna

*Leszek Ślipski*

Projekt okładki

*AKME Projekty Sp. z o.o.*

ISBN 978-83-60798-67-6

*Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej*

*– Państwowy Instytut Badawczy*

*00-950 Warszawa, ul. Świętokrzyska 20, skr. poczt. nr 984*

*tel.: (0 22) 50 54 444*

*faks: (0 22) 50 54 636*

*e-mail: [dw@ierigz.waw.pl](mailto:dw@ierigz.waw.pl)*

*<http://www.ierigz.waw.pl>*

## Spis treści

<b>Wprowadzenie</b>	7
<b>1. Istota integracji finansowej</b>	9
1.1. Podstawowe kategorie	9
1.2. Mechanizmy i przesłanki integracji finansowej	14
1.3. Pomiar	16
1.4. Bilans korzyści i ryzyka	22
<b>2. Integracja finansowa w Unii Europejskiej</b>	33
2.1. Kształtowanie się jednolitego rynku finansowego	33
2.2. Plan Działań na Rzecz Usług Finansowych (FSAP)	41
2.3. Jednolity Obszar Płatności w Euro ( <i>Single Euro Payments Area – SEPA</i> )	60
2.4. Transgraniczna integracja banków	69
2.5. Stabilność systemów finansowych	83
<b>3. Integracja monetarna (walutowa)</b>	110
3.1. Teoria optymalnych obszarów walutowych	113
3.2. Analiza kosztów i korzyści z uczestniczenia w obszarze walutowym i unii monetarnej	122
3.3. Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa (EUGW)	131
3.4. Polska droga do euro	151
<b>4. Rolnictwo polskie a unijna integracja finansowa i monetarna</b>	170
<b>Zakończenie</b>	193
<b>Bibliografia</b>	198



## Wprowadzenie

Opracowanie poniższe stanowi kontynuację badań zainicjowanych w 2005 r., których podstawowym celem jest określenie relacji między globalizacją finansową a funkcjonowaniem i rozwojem rolnictwa<sup>1</sup>. Stwierdzono w nich, że:

1. Rolnictwo, z uwagi na swoje charakterystyki i szczególne miejsce w systemie społeczno-gospodarczym oraz politycznym, podlega głównie pośrednim wpływom globalizacji finansowej.
2. W ramach Wspólnej Polityki Rolnej UE sytuacja finansowa rolnictwa większości krajów członkowskich kształtowana jest głównie przez różne formy interwencjonizmu kredytowego, podtrzymywania dochodów i stymulowania rozwoju zrównoważonego. Pochodzący z tego tytułu, często wręcz skokowy, wzrost przepływów finansowych w rolnictwie i na wsi w krajach nowo przyjętych do UE sprzyja także rozwojowi rynkowego systemu finansowego. Nadal jednak kluczowe znaczenie dla kondycji ekonomiczno-finansowej sektora rolnego ma stopień zliberalizowania i zglobalizowania warunków prowadzenia w nim działalności operacyjnej oraz inwestycyjnej i związany z tym zakres, jak i formy ich budżetowego podtrzymywania.
3. Globalizacja finansowa pozwala zwiększyć absolutne i względne rozmiary sektora finansowego, a w tym także i bankowego. Mogą wtedy pojawić się systemowe efekty sieciowe, które tworzą korzystne ramy dla regionalnych i lokalnych instytucji finansowych. Z drugiej natomiast strony globalizacja ta zwiększa kruchość finansową i podatność wszelkich instytucji finansowych, nawet największych, na zjawiska kryzysowe lub na zakażenie się nimi. Każdy kraj zatem, w każdym momencie swojego rozwoju finansowego powinien dokonywać systematycznego bilansowania korzyści i ryzyka związanego z globalizacją finansową, starając się być jak najdłużej i jak najczęściej w pozycji beneficjenta netto.
4. Dla funkcjonowania i rozwoju rolnictwa oraz podmiotów ekonomicznych i gospodarstw domowych na wsi ważna jest kondycja, efektywność i konkurencyjność lokalnych instytucji finansowych, mimo że niekiedy sytuują się one nawet w roli quasi-monopolistów. Chodzi bowiem o to, że kondycja,

---

<sup>1</sup> Z wynikami dotychczasowych badań Czytelnik może zapoznać się w następujących pracach: Kulawik J., *Globalizacja finansowa a rolnictwo – wstępna analiza problemu* [w:] *Wpływ procesu globalizacji na rozwój rolnictwa na świecie*, Program Wieloletni, nr 17, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2005; Kulawik J., Ziółkowska J., *System finansowy rolnictwa a globalizacja finansowa*, Program Wieloletni, nr 50, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2006; Kulawik J., *Globalizacja finansowa a funkcjonowanie i rozwój banków*, Program Wieloletni, nr 62, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2007.



stabilność i efektywność powyższych instytucji jest dobrem publicznym w sensie m.in. działania na rzecz większej spójności społeczno-ekonomicznej oraz zapobiegania szeroko rozumianemu wykluczeniu rolników i mieszkańców wsi.

W wielu dotąd prezentowanych rozważaniach obok globalizacji finansowej pojawiała się też i integracja finansowa, najczęściej jako czynnik współokreślający badane zjawiska i procesy. W istocie jednak relacje między globalizacją i integracją finansową a rolnictwem są daleko bardziej złożone. Sytuacja jeszcze bardziej się komplikuje, gdy do analizy wprowadzi się problemy ze sfery integracji monetarnej (walutowej). W tym kontekście podstawowym celem niniejszego opracowania jest ustalenie najpierw związków wzajemnych między obydwojema tymi rodzajami integracji i globalizacją finansową, a następnie zarysowanie kanałów, mechanizmów i skutków zwiększenia stopnia zintegrowania rynków finansowych w UE oraz zastąpienia złotego wspólną walutą – euro. Natomiast celem dodatkowym tegorocznego etapu badań w programie wieloletnim jest pogłębienie i zniuansowanie dotąd ustalonych zależności.

Praca składa się z czterech rozdziałów. W pierwszym dokonano przeglądu nowych problemów związanych z integracją finansową, a więc z jej definiowaniem, mierzaniem, przejawianiem się oraz bilansowaniem korzyści i ryzyka. Drugi rozdział w całości poświęcony jest integracji finansowej w UE, tzn. mechanizmom kształtowania się jednolitego rynku finansowego, głównym paneuropejskim projektom integracyjnym (FSAP i SEPA), transgranicznej integracji banków i stabilności systemów finansowych. W rozdziale trzecim natomiast zaprezentowano kluczowe przesłanki, cele, zasady tworzenia i poszerzania Europejskiej Unii Gospodarczo-Walutowej oraz perspektywy przystąpienia do niej również Polski. Wreszcie, w rozdziale czwartym skoncentrowano się na oddziaływaniu integracji finansowej i monetarnej na polskie rolnictwo, chcąc w ten sposób uzyskać głębszy wgląd w relacje między nim a globalizacją finansową.

W kontekście najnowszych deklaracji polskiego rządu, iż Polska już w 2011 r. osiągnie gotowość operacyjną do przyjęcia euro, prezentowana praca zyskuje dodatkowy walor ważności i aktualności.

# 1. Istota integracji finansowej

## 1.1. Podstawowe kategorie

Przez **integrację finansową**, albo **integrację rynków finansowych**, rozumie się najczęściej sytuację, w której wzajemne powiązanie rynków jest tak daleko posunięte, że wszyscy ich potencjalni uczestnicy charakteryzujący się poniższymi cechami:

- a) napotykają identyczne reguły, gdy chcą skorzystać z takich samych instrumentów lub usług finansowych;
- b) mają jednakowy dostęp do ww. instrumentów/usług;
- c) są traktowani w jednakowy sposób, gdy stają się aktywnymi uczestnikami rynków<sup>2</sup>.

Definicja powyższa abstrahuje od typu struktur finansowych w integrujących się regionach, a więc od relacji między rynkami i instrumentami finansowymi. Jest to bardzo mocne założenie, gdyż w rzeczywistości różnice strukturalne nadal się utrzymują między krajami, a w nich między regionami. Niekiedy zdarza się, że nawet się pogłębiają. Prawdziwy zatem jest pogląd, że obok konwergencji systemów finansowych może występować równocześnie ich dywergencja, a więc i integracja finansowa może współwystępować z dezintegracją.

Przytoczona definicja interesująco podchodzi do różnego typu tarć (frykcji) występujących na rynkach finansowych. Otóż, nie przyjmuje, że tarcia te muszą bezwzględnie zniknąć, by można było sensownie mówić o pogłębianiu się integracji finansowej. W istocie o tej ostatniej przesądza charakter tarć, tzn. czy symetrycznie (równo) dotyczą one poszczególne kraje i regiony, czy też asymetrycznie (niejednakowo). Innymi słowy, integracja będzie postępować, gdy tarcia będą symetryczne. Najlepiej wyjaśnić to można na przykładzie operacji transgranicznych. Jeśli zatem zaciągnięcie kredytu w innym kraju wiązałoby się z zawarciem umowy w języku tego kraju, to umowa taka miałaby charakter asymetryczny. Jeśli natomiast w pewnym integrującym się obszarze obowiązywałby jeden język zawierania kontraktów finansowych, tarcia oczywiście nadal by się utrzymywały, ale dotyczyłyby symetrycznie wszystkich jego mieszkańców. Gdy chodzi zaś o same tarcia na rynkach finansowych, należy przez nie rozumieć bariery do swobodnego przepływu kapitału w postaci administracyjnej

---

<sup>2</sup> Baele L., Fernando A., Hördahl P., Krylova E., Monnet C., *Measuring Financial Integration in The Euro Area*, Occasional Paper Series, no. 14, European Central Bank, April 2004; Adam K., Jappelli T., *Financial Integration (Analyse, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union)*, Centre for Studies in Economics and Finance, Salerno 2002.

jego kontroli, różnice w opodatkowaniu, systemach rachunkowości i auditingu, regulacjach upadłości itp.

W podanej definicji operuje się stroną popytową i podaźową rynków finansowych, sugerując *explicite*, że w ramach pełnej (kompletnej) integracji funduszodawcy i funduszobiorcy mają do nich jednakowy dostęp, niezależny od miejsca ich pochodzenia. Ten ostatni czynnik nie powinien być też uwzględniony, gdyby z jakichś powodów dostęp do rynków był reglamentowany. Jeśli jednak jakieś ograniczenia zawierania kontraktów przez podmioty zagraniczne pojawią się, mamy wtedy do czynienia z integracją częściową (niepełną).

Przy dokładniejszej analizie stosunkowo łatwo można ustalić, że zaprezentowana definicja integracji finansowej wprost nawiązuje do **prawa jednej ceny**. Orzeka ono, że aktywa finansowe o identycznej charakterystyce w wymiarze ryzyko – rentowność powinny dawać jednakowy strumień *cash flow* i powinny być też tak samo wyceniane – niezależnie od miejsca zawarcia transakcji ich dotyczącej. Jeśli prawo to nie jest zachowane, może pojawić się **arbitraż finansowy**. Przez ten ostatni należy rozumieć zawarcie jednoczesne transakcji na różnych rynkach w celu osiągnięcia korzyści z tytułu różnic w oprocentowaniu lub w kursach giełdowych albo walutowych<sup>3</sup>. Ważne jest przy tym, że arbitrażyci są w stanie osiągnąć zysk, praktycznie nie ponosząc ryzyka. Jest to głównie możliwe, gdy transakcje dotyczą instrumentów o identycznych przepływach pieniężnych, ale mających różne ceny. Źródłem zysku jest wtedy lepsza wiedza inwestorów o naturze instrumentów finansowych. Skutkiem każdego arbitrażu powinno być jednak przywrócenie działania prawa jednej ceny. Warto wszelako pamiętać, że powyższe prawo dotyczy w istocie aktywów finansowych, które podlegają notowaniom lub kwotowaniom. Stąd też błędne jest stawianie znaku równości między samym tym prawem a pełną integracją finansową.

M. Iwanicz-Drozdowska swoje rozumienie integracji rynków finansowych wywodzi z ujęć słownikowych, gdzie mówi się o integracji, gdy z pewnych części powstaje jakaś całość. W ślad za tym wyróżnia integrację:

- a) transgraniczną rynków finansowych,
- b) międzysektorową<sup>4</sup>.

Pierwsza z ww. polega na obecności fizycznej (handlowej) w formie przedstawicielstwa, oddziału lub spółki zależnej (spółki córki) w danym kraju (goszczącym) instytucji finansowych z innych krajów (pochodzenia), w których to otrzymały one stosowne licencje. W dobie rewolucji informacyjnej coraz czę-

---

<sup>3</sup> Olzacka B., Pałczyńska-Gościński R., *Leksykon zarządzania finansami*, ODDK, Gdańsk 1998.

<sup>4</sup> Iwanicz-Drozdowska M., *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie*, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2007.

ściej integracja ta polega jednak na zdalnym transgranicznym świadczeniu usług finansowych. Wreszcie, integracja tego typu może polegać na transgranicznych fuzjach i przejęciach, dzięki którym najczęściej powstają konglomeraty finansowe.

Z kolei **integracja międzysektorowa** polega na łączeniu instytucji finansowych z różnych segmentów rynku finansowego (bankowego, ubezpieczeniowego, firm inwestycyjnych itd.). Najbardziej złożoną formą takiego procesu scalania są wspomniane już konglomeraty finansowe. Integracja ta stymulowana jest przez zjawisko dezintermediacji, a więc relatywnego zmniejszania się roli banków jako pośredników oraz dążenie do dywersyfikacji ryzyka i poszukiwanie przez inwestorów produktów, które potencjalnie dają im lepsze charakterystyki między rentownością i ryzykiem oraz płynnością. Ogólnie określa się je jako produkty strukturyzowane, które popularnie nazywane są „strukturami”.

K. Piech integrację finansową traktuje jako składnik globalizacji finansowej i jeden z etapów integracji ekonomicznej<sup>5</sup>. Ta ostatnia natomiast w ujęciu regionalnym składa się z następujących faz:

- strefy wolnego handlu,
- unii celnej,
- wspólnego rynku,
- unii gospodarczo-walutowej.

Integracja finansowa występuje w fazie trzeciej i czwartej, a oznacza zliberalizowanie przepływów finansowych, harmonizację systemów podatkowych i budżetowych oraz scalanie instytucji i rynków finansowych.

Istnieje całkiem spora liczba badaczy, którzy utożsamiają integrację finansową z globalizacją finansową<sup>6</sup>. Jak już stwierdzono, na pewno integracja finansowa jest składnikiem globalizacji, ale ta ostatnia jest bez wątplenia kategorią szerszą, gdyż odnosi się do procesów scalania rynków finansowych w wymiarze ogólnoświatowym. Zachodzi przy tym zależność, że przeciętnie rosnąca integracja finansowa oznacza też pogłębianie się procesu globalizacji finansowej. Należy jednak pamiętać i o tym, że podejmowanie integracji bardzo często traktowane jest jako metoda przeciwstawienia się zagrożeniom powodowanym przez globalizację międzynarodowych przepływów finansowych. Z dru-

---

<sup>5</sup> Piech K., *Integracja rynków finansowych a gospodarka i jej wzrost*, „Bank i Kredyt”, nr 4, 2007.

<sup>6</sup> Można tu wymienić: Kose A.M., Prasad S.,E., Terrones E.M., *How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship Between Growth and Volatility?* International Monetary Fund, Washington January 2005; Edison H.J., Levine R., Ricci L., Slok T., *International Financial Integration and Economic Growth*, International Monetary Fund, Washington August 2002; Kose A.M., Prasad S.E., Terrones E.M., *Financial Integration and Macroeconomic Volatility*, International Monetary Fund, March 2003.

giej jednak strony obrona taka może oznaczać pewne straty dobrobytu z tytułu gorszej alokacji kapitału i mniejszych możliwości dywersyfikacji ryzyka.

Kategorią przeciwną do integracji finansowej jest **fragmentacja**, zamienne nazywana również **segmentacją**. Rozumie się przez nią geograficzną i instytucjonalną izolację rynków i instytucji finansowych, która powoduje powstawanie szerokich rozbieżności efektywnych cen usług finansowych oraz rentowności podmiotów z nich korzystających. Mówiąc o efektywnych cenach i rentownościach, mamy na myśli ich wartości skorygowane o każdorazowy poziom ryzyka. Przyczyną powyższych różnic jest brak przepływu funduszy i informacji pomiędzy poszczególnymi segmentami rynków oraz ograniczony dostęp do różnorodnych instrumentów finansowych. Fragmentacja jest w rzeczywistości jednak bardziej złożona. Najczęściej jej istota wyjaśniana jest za pomocą dwóch paradygmatów:

- (1) niedoskonałości rządów,
- (2) strukturalistycznego i instytucjonalnego<sup>7</sup>.

Pierwszy z paradygmatów nawiązuje do hipotezy występowania represji finansowej, a więc poglądów „szkoły McKinnona-Shawa”. Zgodnie z nią ograniczenia nakładane na stopy oprocentowania kredytów zwiększają popyt na nie, natomiast w przypadku depozytów zaniżone ich oprocentowanie skutkuje brakiem bodźców do oszczędzania. Niezaspokojenie popytu kredytowego zmusza formalnych pośredników finansowych do racjonowania kredytów za pomocą instrumentów niecenowych (niezwiązanych z ich oprocentowaniem). Równocześnie rynki nieformalne, jeśli istnieją, mogą stosować rynkowe oprocentowanie kredytów i depozytów. Fragmentacja na rynku kredytowym zaczyna się pojawiać, gdy uprzywilejowani klienci banków mogą uzyskać subsydiowane fundusze, często przy bardzo głęboko ujemnych stopach oprocentowania kosztem klientów nieuprzywilejowanych zmuszanych do poszukiwania kredytów na nieefektywnych i drogich rynkach nieformalnych. Remedium na fragmentację w „szkole McKinnona-Shawa” jest bardzo proste: należy wyeliminować politykę represji finansowej. W ślad za liberalizacją rynków finansowych nastąpi: ich pogłębienie (znane też jako *financial deepening*); poprawi się ich efektywność, której wyrazem będzie zmniejszenie marży odsetkowej pomiędzy oprocentowaniem kredytów i depozytów; zintensyfikują się przepływy funduszy pomiędzy poszczególnymi segmentami rynków; rozszerzy się dostęp do rynku formalnego dla podmiotów i osób dotychczas dyskryminowanych.

---

<sup>7</sup> Aryeetey E., Hettige H., Nissanke M., Steel W., *Financial Market Fragmentation and Reforms in Ghana, Malawi, Nigeria, and Tanzania*, „The World Bank Economic Review”, vol. 11, no. 2, 1997.

Paradygmat strukturalistyczno-nstytucjonalistyczny koncentruje się w wyjaśnieniu fragmentacji na tych właśnie cechach rynków finansowych. Panuje na nich powszechnie asymetria informacyjna, która prowadzi do znanych zjawisk, tj. negatywnego wyboru (*adverse selection*) oraz hazardu moralnego, zwanego w Polsce pokusą nadużycia. Rynki finansowe muszą wobec tego funkcjonować w sposób niedoskonały. Nasilenie powyższych zjawisk prawdopodobnie jest największe w krajach słabiej rozwiniętych, gdyż w nich przepływy informacyjne są ograniczane przez ogólny niedorozwój systemów komunikowania się, a gromadzenie informacji często jest kosztowne. Niski stopień rozwoju systemów informacyjnych stymuluje fragmentację przez wzrost kosztów pozyskania wiarygodnych informacji wśród formalnych pośredników finansowych odnośnie ryzyka systematycznego i specyficznego wszystkich klientów, ale w szczególności tych największych. W przeciwieństwie do tego nieformalni pośrednicy potrafią opierać swoją działalność o lokalnie pozyskiwane informacje o potencjalnych klientach, co wprawdzie daje im do pewnego stopnia pozycję miejscowych monopolistów, ale równocześnie ogranicza ich zdolności do zwiększania skali działalności. Fragmentacja może też wynikać ze słabości infrastruktury wspierającej system finansowy. Głównie chodzi tu o rozwiązania w zakresie obniżania kosztów i ryzyka egzekwowania kontraktów, które mogą wpływać na skłonność kredytodawców do zawierania umów oraz rodzaje żądanych przez nich zabezpieczeń. Nie mniej ważny jest rozwój i funkcjonowanie rynku ubezpieczeniowego oraz rynku wtórnego dla zabezpieczeń kredytów i samych kredytów.

Aryeetey et al. podają jeszcze inne wyjaśnienia fragmentacji rynków finansowych. Według jednego z nich rynki nieformalne składają się z dwóch części: autonomicznej (miejscowi bankierzy, przemienne stowarzyszenia oszczędnościowo-pożyczkowe, właściciele lombardów) oraz reaktywnej, która jest odpowiedzią na kontrolę rynków formalnych. W tej koncepcji nieformalny segment kredytowy może być widziany jako finansowanie rezydualne, zaspokajające potrzeby klientów pozbawionych dostępu do rynku formalnego. Inna koncepcja rozróżnia rynki paralelne oraz doświadczające fragmentacji. Pierwsze pojawiają się jako próba uniknięcia administracyjnych regulacji i kontroli, a więc wyjaśniane mogą być na gruncie represji finansowej. Fragmentacja może natomiast wystąpić nawet wtedy, gdy regulacje i kontrole nie są stosowane. Jej przyczyną są po prostu wewnętrzne charakterystyki rynków finansowych, a wśród nich asymetria informacyjna. Zgodnie z tym fragmentacja może utrzymywać się, pomimo przeprowadzenia liberalizacji finansowej.

M. Kachniewski fragmentację rynków finansowych w Unii Europejskiej wprowadza natomiast z nadmiaru regulacji i ostrości reżimów nadzorczych<sup>8</sup>. Wtedy to mogą pojawić się próby obejścia powyższych restrykcji, np. w formie alternatywnych, nieregulowanych form obrotu instrumentami finansowymi. W konsekwencji rynki finansowe w wymiarze ponadnarodowym mogą stawać się bardziej zintegrowane, ale w ramach poszczególnych krajów może zachodzić ich dezintegracja, czyli wyłonienie się segmentów poszczególnych instrumentów finansowych. Warto tu dodać, że fragmentacja Kachniewskiego traktowana jest jako podział wolumenu transakcji finansowych na kilka rynków.

Od fragmentacji trzeba odróżnić **efektywną specjalizację**<sup>9</sup>. Dotyczy ona zajmowania nisz rynkowych oraz segmentów rynku formalnego i nieformalnego, z natury swej zróżnicowanych pod względem charakterystyk kosztów pozyskania funduszy, kosztów transakcyjnych oraz ryzyka, które później odzwierciedlane są w wysokości stóp procentowych odpowiednich usług finansowych. Specjalizacja jest więc świadomym wyborem strategicznym, natomiast fragmentacja z reguły hamuje rozwój finansowy i obniża efektywność funkcjonowania systemu finansowego. Zbyt daleko posunięta regulacja rynków finansowych oraz rozległy interwencjonizm kredytowy poza osłabieniem infrastruktury finansowej przez kumulowanie się ujemnych sprzężeń zwrotnych prowadzą bardzo często do pogłębiania się fragmentacji systemu finansowego. Nawet przy łagodniejszych formach segmentacji powstają pewne koszty związane z występowaniem barier dla swobodnego przepływu kapitału i elastycznego regulowania płynności pośredników finansowych.

## **1.2. Mechanizmy i przesłanki integracji finansowej**

Już wcześniej sygnalizowano, że praprzyczyną integracji finansowej jest postępująca konwergencja systemów finansowych. Ta ostatnia z kolei wywołana jest głównie czterema poniższymi procesami:

- a) konsolidacją instytucji finansowych,
- b) intensyfikacją transgranicznych operacji finansowych,

---

<sup>8</sup> Kachniewski M., *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja*, „Bank i Kredyt”, nr 11-12, 2007.

<sup>9</sup> Aryeetey W. et al., op. cit.

- c) postępowaniem technicznym i technologicznym,
  - d) uniwersalizacją oferty banków i tworzeniem konglomeratów finansowych<sup>10</sup>.
- Do powyższej listy, rzecz jasna, należy dołączyć deregulację (liberalizację) większości gospodarek oraz innowacje finansowe, a sekurytyzację aktywów w szczególności. Rzeczą ważną jest przy tym, iż czynniki te wpływają w sposób łączny.

Wypadkową oddziaływania ww. zjawisk jest ujednoczenie zasad funkcjonowania rozmaitych instytucji finansowych, co w sposób zwrotny wpływa także na dynamikę i charakter tychże zjawisk, a więc i na integrację. Tworzy się zatem krąg współzależności i różnorodnych sprzężeń, pozytywnych, ale zawierających również rozmaite potencjalne zagrożenia. Pogłębiająca się w ten sposób integracja finansowa coraz bardziej wpływa na politykę monetarną i fiskalną nawet dużych krajów, ciągle niejako weryfikując ich jakość oraz poziom merytoryczny osób i instytucji je realizujących. W ślad za tym pojawiają się ograniczenia zewnętrzne dla prowadzenia autonomicznej krajowej polityki makroekonomicznej, ale i zachęty np. do nadmiernego zadłużania się budżetów, firm i gospodarstw domowych. W związku z tym niekiedy spotkać można pogląd, że to właśnie globalizacja i integracja finansowa pogarsza jakość klasy politycznej, głównie poprzez ułatwianie finansowania deficytów budżetowych. W warunkach dużej mobilności współczesnego pieniądza i kapitału stwarza to jednak ryzyko odwrócenia się kierunku ich przepływu, co potencjalnie zawiera groźbę wybuchu kryzysu albo też zakażenia się nim.

Integracja finansowa jest co prawda procesem ciągłym, ale przebiegającym wg pewnych faz, które odzwierciedlają głównie stopień jej nasilenia. W związku z tym K. Piech wyróżnia trzy takie etapy:

- a) liberalizacji przepływów kapitałowych,
- b) integracji instytucji i systemów finansowych,
- c) pogłębiania integracji poprzez przyjęcie wspólnej waluty<sup>11</sup>.

Sprawą istotną jest przy tym to, że integracja finansowa do pewnego stopnia może być procesem regulowanym i sterowanym politycznie, jak to ma miejsce m.in. w Unii Europejskiej, ale zawiera też istotny komponent spontaniczny a więc wynikający z działania sił rynkowych i postępu techniczno-technologicznego. W przypadku zinstytucjonalizowania integracji finansowej w UE, a w strefie euro w szczególności, mamy do czynienia jednak z przyspieszeniem spadku znaczenia tzw. *a home bias*, czyli relatywnie zbyt dużego korzystania z krajowych rynków finansowych. Widać z tego, że pogłębianie się

---

<sup>10</sup> Gotz-Kozierkiewicz D., *Globalizacja rynków finansowych* [w:] *Globalizacja, Mechanizmy i wyzwania*, Praca zbiorowa pod redakcją naukową B. Liberskiej, PWE, Warszawa 2002; Korenik D., Korenik S., *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

<sup>11</sup> Piech K., op. cit.



integracji ekonomicznej sprzyja integracji finansowej, a w tym i walutowej. Jest to jasne, jeśli uwzględnimy, że są to procesy współzależne. Dalej implikuje to, że pożytki z jakiegokolwiek integracji gospodarczej wymagają podobieństwa strukturalnego i instytucjonalnego łączących się organizmów oraz daleko idącej synchronizacji cykli koniunkturalnych. Kwestia zbieżności (konwergencji) szczególne znaczenie odgrywa, oczywiście, w momencie zastępowania waluty krajowej wspólnym pieniądzem. Trzeba wówczas zestawić argumenty merytoryczne za i przeciw takiej decyzji, ale też umiejętnie odwoływać się do emocji, gdyż koniecznie trzeba uzyskać w tym momencie silną legitymizację polityczną. Nie jest to wcale łatwe, podobnie jak sporządzenie bilansu *ex ante* spodziewanych korzyści i ryzyka<sup>12</sup>.

### 1.3. Pomiar

Przy bliższej analizie okazuje się, że metody oraz narzędzia mierzenia integracji finansowej przypominają stosowane w przypadku globalizacji finansowej<sup>13</sup>. Przykładowo, D. Gotz-Kozierkiewicz wyróżnia dwa mierniki integracji finansowej:

- (1) na bazie międzynarodowych przepływów kapitału,
- (2) odwołujące się do porównania stóp zwrotu (zysku)<sup>14</sup>.

Ekonomia neoklasyczna sugerowałaby, że globalizacja i integracja finansowa powinny stymulować transgraniczne przepływy finansowe do miejsc, w których ich rentowność byłaby wyższa. W ślad za tym kraje słabiej rozwinięte powinny być ważniejszym miejscem ich lokowania niż kraje wysoko rozwinięte. Tymczasem badania empiryczne pokazywały dotychczas coś innego, tzn. kapitałiści międzynarodowi, podobnie jak firmy globalne, zawierali transakcje handlowe i finansowe głównie między sobą. Innymi słowy, mieliśmy powszechnie do czynienia z już wspomnianym *a home bias*. W jego wyjaśnieniu zazwyczaj nawiązuje się do ustaleń M. Feldsteina i Ch. Horioki, że w krajach wysoko rozwiniętych występuje silna dodatnia zależność

---

<sup>12</sup> Problemy te na przykładzie przyjęcia euro przez Finlandię a zrezygnowania z tej waluty przez Danię, Szwecję i Wielką Brytanię pokazują m.in.: Mayes G.D., Suvanto A., *Meeting the Challenge of Monetary Union: Lessons from the Finnish Experience*, „Bank i Kredyt”, nr 10, 2007; Królikowska A., *Czy warto być poza Unią Monetarną – studium przypadku Wielkiej Brytanii, Danii i Szwecji*, „Bank i Kredyt”, nr 4, 2008. Szerzej konwergencję omówi się w rozdziale 3 niniejszej pracy.

<sup>13</sup> Szczegółowo kwestie mierzenia zaawansowania procesu globalizacji finansowej przedstawiono w pracy Kulawik J., *Globalizacja finansowa a rolnictwo, ...*, op. cit.

<sup>14</sup> Gotz-Kozierkiweicz, op. cit.

między oszczędnościami wewnętrznymi a inwestycjami<sup>15</sup>. Dalej z tego wynika, że przepływy netto kapitału międzynarodowego odgrywają mniejsze znaczenie, niż się to zazwyczaj przyjmuje<sup>16</sup>. Oznacza to także, że trzeba zachować daleko idącą ostrożność, gdy chce się orzekać o stopniu zaawansowania integracji finansowej, jeśli bazuje się tylko na przepływach wspomnianych kapitałów. Szczególnie odnosi się to do kapitału realnego (produkcyjnego), wiedząc m.in. i o tym, że inwestorzy międzynarodowi inaczej traktują rynki wschodzące, do których zalicza się nadal Polskę, niż rynki krajów wysoko rozwiniętych. Odmienne traktowanie tych pierwszych wiąże się z wyższą premią za ryzyko oraz zagrożeniem odwrócenia się kierunku przepływu kapitału dla całej grupy bądź podgrupy rynków wschodzących niezależnie od fundamentów makroekonomicznych krajów je tworzących. Niesie to za sobą ryzyko zakażenia się kryzysem finansowym również przez kraje o dobrej kondycji makroekonomicznej.

Korzystanie ze stóp zwrotu aktywów, jako miary integracji finansowej, nawiązuje do prawa jednej ceny. Stąd też w przypadku zbieżności tych stóp, równoznacznej z pogłębieniem się integracji, maleją różnice cen aktywów nominowanych w tej samej walucie w kraju i za granicą albo aktywów o identycznym stopniu ryzyka i terminie zapadalności denominowanych w różnych walutach. Badania empiryczne pokazują, że zbieżność ta uwidacznia się przede wszystkim dla aktywów w sytuacji ubezpieczenia (zabezpieczenia) arbitrażu procentowego. Pozycje bez takiego ubezpieczenia wykazują natomiast różnice stóp rentowności i cen. W krajach wysoko rozwiniętych ma to wynikać z błędnych prognoz dotyczących kursów walut oraz szoków kształtujących ich realny poziom. Z kolei na rynkach wschodzących rozbieżności mają swe źródło w różnicach realnych i niewzględnianiu superpremii z tytułu ryzyka ewentualnego zmienienia reżimu kursowego. Brak takiej superpremii może być przyczyną nadmiernej ekspansji kredytowej, wzrostu inflacji i przegrzania gospodarki, co łącznie zwiększa kruchość finansową, a więc ogólnie zwiększa podatność na kryzys<sup>17</sup>. Dzieje się tak, gdyż realne stopy procentowe w gospodarce wschodzącej mogą być niższe od realnych stóp procentowych, w krajach wyżej rozwiniętych albo tworzących centrum integracji finansowej i monetarnej.

---

<sup>15</sup> Feldstein M., Horioki Ch., *Domestic Savings and International Capital Flows*, „Economic Journal”, vol. 90, June 1980.

<sup>16</sup> Dodatkowe wyjaśnienie tej konstatacji można znaleźć [w:] Kulawik J., *Globalizacja nie taka straszna*, „Gazeta Bankowa”, nr 9, 2006; Stulz M.R., *The Limits of Financial Globalization*, „The Journal of Finance”, vol. 60, no. 4, August 2005.

<sup>17</sup> Szerzej na ten temat można znaleźć [w:] Kulawik J., *Kruchość finansowa. Cz. I i II*, „Gazeta Bankowa”, nr 29 i 30, 2007.

M. Iwonicz-Drozdowska, bazując na publikacji M. Pegano z 2002 r., przedstawia cztery miary integracji finansowej:

- wskaźniki integracji rynku kredytowego i papierów dłużnych,
- rynku akcji,
- dotyczące decyzji ekonomicznych gospodarstw domowych i firm,
- odnoszące się do zróżnicowania instytucjonalnego owocującego m.in. fragmentacją rynków finansowych<sup>18</sup>.

W pierwszej grupie wskaźników zastosowano także cztery miary szczególne:

- różnice stóp procentowych,
- dotyczące struktury aktywów posiadanych przez pieniężne i obligacyjne fundusze inwestycyjne,
- opłaty bankowe za przelewy transgraniczne,
- liczba i udziały banków zagranicznych w krajowych systemach bankowych.

W przypadku rynku akcji miarą integracji był poziom korelacji ich kursów na rynku krajowym i zagranicznym. Rachunek korelacji stosowano również w odniesieniu do gospodarstw domowych i firm, a w ujęciu szczegółowym można mierzyć tu kierunek i ścisłość związków między oszczędnościami i inwestycjami oraz konsumpcją, czy wpływ operacji fuzji i przejęć transgranicznych (operacje M&A) na krajowy rynek tego typu transakcji. Z kolei integrację w zakresie rozwiązań instytucjonalnych mierzy się przez analizę harmonizacji i standaryzacji regulacji prawnych dotyczących rynków i instrumentów finansowanych w poszczególnych krajach.

Badania i raporty Komisji Europejskiej dowodzą, że integracja finansowa w UE najbardziej jest zaawansowana w przypadku operacji hurtowych, natomiast bardzo powolny postęp dokonuje się na rynkach detalicznych. Te ostatnie wciąż mają charakter wybitnie lokalny.

Jeśli chodzi natomiast o zintegrowanie polskich rynków finansowych z unijnymi, to z uwagi na nadal niski poziom rozwoju finansowego w naszym kraju jesteśmy traktowani jako pewnego rodzaju obszar peryferyjny. Istnieje zatem duży dystans między nami a czołowymi centrami finansowymi w Europie. Z jednej strony jest to czynnik ułatwiający ekspansję instytucji finansowych i świadczący o braku poważniejszych zagrożeń dla zakazania się kryzysem, ale z drugiej strony utrudnia nam osiągnięcie korzyści z pełniejszej integracji.

---

<sup>18</sup> Iwonicz-Drozdowska M., op. cit.

Bardzo kompleksowo do pomiaru integracji finansowej podszedł Europejski Bank Centralny<sup>19</sup>. Punktem wyjścia była zaprezentowana już wcześniej definicja tejże integracji, w której akcentowano asymetryczne wpływy tarć (frykcji) i barier dla sprawnego funkcjonowania rynków i instytucji finansowych w pewnej przestrzeni geograficznej. Teoretycznie zatem pomiar integracji finansowej musiałby polegać na sporządzeniu pełnej listy tarć i barier, a następnie ujęciu ich oddziaływań w układach regionalnych. Praktycznie jest to niemożliwe. Dlatego też analitycy EBC poszli inną drogą, a mianowicie skoncentrowali się na poszukiwaniu cen równowagi na różnych rynkach finansowych i w ujęciu krajów członkowskich strefy euro.

Wspomniane ceny równowagi rozumiano jako ceny odzwierciedlające wszystkie informacje dostępne dla uczestników rynków finansowych. Jak widać, w tle mamy tu do czynienia z prawem jednej ceny. W ten sposób dają się wyodrębnić dwa szerokie podejścia do pomiaru integracji finansowej:

1. Odwołujące się do cen aktywów,
2. Bazujące na pojawieniu się nowych informacji.

Dla kompletności ustalenia tarć i barier potrzebne okazało się jednak odwołanie się do jeszcze trzeciej koncepcji: wykorzystującej kategorii ilościowe.

Pierwsze z ww. podejść ogólnie mierzy różnice cen lub rentowności aktywów spowodowane ich geograficznym pochodzeniem. Sprawa porównań jest prosta, gdy aktywa mają podobne charakterystyki. W przeciwnym razie trzeba ustalić między nimi różnice systematyczne w zakresie ryzyka, a więc niedającego się zlikwidować lub co najmniej zmniejszyć przez zdywersyfikowanie ich portfela. W ujęciu szczegółowym w podejściu tym operuje się trzema miarami integracji:

- dyspersji (rozrzutu) marż (spreadów) stóp procentowych lub rentowności aktywów,
- wskaźnikiem zbieżności beta pokazującym tempo integracji rynków,
- zmiennością cen i rentowności aktywów w ujęciu transgranicznym w stosunku do ich zmienności w krajach integrujących się.

Cały czas trzeba jednak tu pamiętać, że obok ryzyka systematycznego istnieje jeszcze ryzyko specyficzne aktywów, a więc dające się zredukować przez ich dywersyfikację. W zastosowaniach praktycznych tego podejścia trzeba niekiedy jednak najpierw oddzielić ryzyko systematyczne, co szczególnie jest trudne na rynku kapitału właścicielskiego (*equity*). Z kolei np. na rynku pieniężnym ryzyko systematyczne z reguły jest niewielkie i w związku z tym może być pominięte.

---

<sup>19</sup> Baele L. et al., op. cit.

W podejściu drugim osoba mierząca integrację finansową powinna w pierwszym rzędzie oddzielić informacje ekonomiczne od innych tarć i barier na rynkach finansowych. Wiedząc, że na rynkach zintegrowanych portfel aktywów powinien być dobrze zdywersyfikowany, można wtedy założyć, iż pojawienie się nowych informacji, ale odnoszących się tylko do pewnego regionu, nie powinno wpływać na ceny i rentowność aktywów. Inaczej natomiast sprawa będzie wyglądać, gdy nowe informacje będą miały charakter wspólny dla integrującego się obszaru lub też będą miały zasięg globalny. W tle takiego rozumowania kryje się założenie, że stopień ryzyka systematycznego (niedywersyfikowalnego) jest taki sam dla wszystkich krajów. Jeśli nie jest ono spełnione, informacje lokalne będą wpływały na ceny i rentowność aktywów.

Trzeci sposób mierzenia integracji finansowej koncentruje się na ustaleniu tarć po stronie popytu i podaży na rynkach finansowych. Bardziej konkretnie, chodzi tu o mierniki dostępu do rynków w ujęciu transgranicznym, możliwości inwestowania na rynkach giełdowych w innych krajach, notowania na nich rodzimych spółek, czy nabywanie papierów wierzycielskich i dłużnych przez nie-rezydentów. Jednym z celów takiego pomiaru jest określenie, jak dalece mamy do czynienia z efektem *a home bias* na rynkach finansowych. Z uwagi na ich zróżnicowanie m.in. pod względem struktury i dostępności danych trzeba zazwyczaj operować pewnym zbiorem mierników i wskaźników, który dla Europejskiego Banku Centralnego prezentuje zestawienie 1.

## Charakterystyka miar integracji finansowej EBC

Rynek	Koncepcje mierzenia	
	<u>Na bazie cen i rentowności</u>	<u>Efekty krajowe</u>
Pieniężny	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Marża procentowa</li> <li>– Rozrzut przekrojowy</li> </ul>	– Rozrzut stóp między krajami vs. w obrębie krajów
Kredytowy	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Marże procentowe na tle marży kraju referencyjnego</li> <li>– Marże porównywalnych rynków</li> <li>– Zbieżność <math>\beta</math></li> <li>– Rozrzut przekrojowy</li> </ul>	×
Obligacji korporacyjnych	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Wielkość i istotność efektu krajowego w zakresie marż</li> <li>– Przekrojowy rozrzut w efekcie krajowym</li> <li>– Udział przekrojowej wariacji wyjaśnionej przez efekt krajowy</li> </ul>	– Krajowy rating vs. ratingi w obrębie kraju
Obligacji skarbowych	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Marża rentowności w stosunku do aktywu referencyjnego</li> <li>– Zbieżność <math>\beta</math></li> <li>– Rozrzut przekrojowy</li> </ul>	×
Kapitału właścicielskiego (equity)	×	– Efekty sektorowe vs. efekty krajowe
	<u>Na bazie nowych informacji</u>	<u>Metody ilościowe</u>
Pieniężny	×	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Kredyty transgraniczne</li> <li>– Korzystanie z pomocy EBC</li> <li>– Liczba operacji otwartego rynku</li> </ul>
Kredytowy	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Część zmian stóp procentowych wyjaśniona przez czynniki wspólne</li> </ul>	– Stan posiadania transgranicznych bankowych i niebankowych papierów wartościowych
Obligacji korporacyjnych	×	– Udział aktywów w obligacjach rynku europejskiego
Obligacji skarbowych	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Część zmian cen aktywów wyjaśniona przez czynniki wspólne</li> </ul>	– jak wyżej
Kapitału właścicielskiego	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Wzrost komponentu z tytułu nowych informacji w rentowności kapitału właścicielskiego</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Udział funduszy inwestycyjnych Eurolandu w rynku niekrajowym</li> <li>– Udział kapitału właścicielskiego spoza Eurolandu w rynku funduszy emerytalnych i ubezpieczeń na życie</li> </ul>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Baele L. et al., *Measuring financial integration in the euro area*, Occasional Paper Series no. 14, April 2004, ECB.

#### 1.4. Bilans korzyści i ryzyka

W zasadzie sposób jego zestawienia i interpretacji jest także podobny do podejścia stosowanego w przypadku globalizacji finansowej<sup>20</sup>.

Jeśli chodzi o korzyści z integracji finansowej, Europejski Bank Centralny widzi trzy ich rodzaje:

- a) zwiększenie możliwości partycypacji w ryzyku i jego dywersyfikacji ogólnie określanych jako pożytki z *risk sharing*,
- b) poprawa alokacji kapitału,
- c) szanse przyspieszenia wzrostu gospodarczego<sup>21</sup>.

Partycypacja (przejmowanie, udział) w ryzyku innych regionów stymuluje wzrost ich specjalizacji ekonomicznej. Z kolei poszerzanie się i pogłębianie się rynków finansowych ułatwia zarządzanie ryzykiem specyficznym aktywów, czyli dającym się zredukować na drodze dywersyfikacji ich portfela w układzie regionalnym. W konsekwencji, w ujęciu czysto teoretycznym, konsumpcja wszystkich agentów ekonomicznych ma szansę zmieniać się w tym samym kierunku, niezależnie od ich zlokalizowania w przestrzeni geograficznej. Natomiast konsumpcja ta nie powinna się zmieniać w sposób zgodny z szokami specyficznymi dla danego regionu. Większość badań empirycznych pokazuje jednak, że np. strefa euro nie funkcjonuje jeszcze w sposób zgodny z powyższym schematem zależności teoretycznych. Oznacza to, że *risk sharing* w Eurolandzie jest nadal niepełny. Najnowsze badania Y. Demyanyk i V. Volosovycha pokazują jednak, że *risk sharing* w Unii Europejskiej ma pozytywny wpływ na wygładzenie i wzrost konsumpcji długookresowej<sup>22</sup>. Dla b. EU-15 wzrost tej konsumpcji oszacowano na 1% w latach 1994-2005, ale dla EU-10 było to już znacznie więcej, bo od 4 do 8%. Dla naszego kraju natomiast stopa wzrostu, w zależności od wariantu rachunku, wahała się między 1,21 a 3,55%.

Pełny (kompletny, doskonały) *risk sharing* zakłada taką samą międzynarodową mobilność przepływów kapitału oraz płatności z tytułu jego wykorzystania, a więc i swobodne przepływy między krajami przeżywającymi rozkwit oraz krajami znajdującymi się w recesji. Pełny, podobnie jak i nawet częściowy *risk sharing*, wiąże się jednak z kosztami monitorowania i egzekwowania kon-

---

<sup>20</sup> Dla tej ostatniej zawiera go m.in. praca: Kulawik J., Globalizacja finansowa a rolnictwo, ..., op. cit.

<sup>21</sup> Baele L., op. cit.

<sup>22</sup> Demyanyk Y., Volosovych V., *Gains from financial integration in the European Union: Evidence for new and old members*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 27, no. 2, 2008.

traktów. W konsekwencji pojawia się wymiennosc (*tradeoff*) między pożytkami z *risk sharing* a powyższymi kosztami. W ślad za tym różnicują się rozmiary grup krajów niezbędnych do uzyskania per saldo największych korzyści netto z *risk sharing*, ich przeciętny oraz marginalny poziom, a więc i faktyczne możliwości wygładzenia i powiększenia konsumpcji w czasie. W tym kontekście bardzo interesująco wyglądają m. in. wyniki badań J. Imbs i P. Mauro<sup>23</sup>. Otrzymujemy z nich, że:

- (1) *risk sharing* może znacząco poprawić dobrobyt, ale zbiór (pula) krajów do tego niezbędny jest stosunkowo mały (do 6-7), a korzyści marginalne z jego powiększenia szybko maleją. Korzyści te były przy tym największe, gdy kraje tworzące zbiór były silnie zróżnicowane i odznaczały się znaczną zmiennością makroekonomiczną, różnicami instytucjonalnymi, poziomem dochodów i wyraźnymi dysparytetami rozwoju przestrzennego. Wniosek ten stałby w jednoznacznej sprzeczności z założeniami skutecznej integracji finansowej wymagającej m. in. osiągnięcia konwergencji realnej krajów chcących odnieść sukces z utworzenia unii walutowej, np. typu Euroland. Zintegrowanie się bowiem heterogenicznych krajów miałyby przynieść korzyści z *risk sharing*. W praktyce jednak są one w dużej mierze potencjalnymi, gdyż niska jakość instytucji niepomiarowo utrudniałaby ich uzyskanie. Wydaje się jednak, że zależności powyższe mogłyby być tłumaczone jeszcze na podstawie logiki integracji finansowej, tzn. że wyższemu jej poziomowi towarzyszy mniejsze zróżnicowanie stóp zwrotów. Potwierdzają to wcześniej przywołane rezultaty badań Demyanyk i Volosovycha, w których stara Unia uzyskała znacznie mniejsze korzyści per saldo z *risk sharing* niż „nowa”.
- (2) wzrost dobrobytu z tytułu *risk sharing* jest niewielki, gdy zbiór krajów w tym uczestniczących wywodzi się z określonego regionu geograficznego lub wykazuje zbliżony poziom rozwoju i dochodu narodowego per capita. W praktyce jednak zbiory (pule) takich krajów powstają w oparciu właśnie o bliskość geograficzną i kulturową oraz zbieżność interesów handlowych i politycznych, a także z obawy przed wybuchem regionalnego kryzysu finansowego i/lub gospodarczego. Często okazuje się też, że korzyści z integracji handlowej przeważają wtedy niekorzyści związane z małą możliwością zdywersyfikowania aktywów i towarzyszącego im ryzyka.

Lepsza alokacja kapitału pozwala zwiększyć jego rentowność i produktywność, przyczyniając się tym samym do korzystnych zmian w strukturze ekonomicz-

---

<sup>23</sup> Imbs J., Mauro P., *Pooling Risk Among Countries*, IMF Working Paper, June 2007.



nej krajów lub regionów. Jeśli towarzyszy jej wzrost możliwości zdywersyfikowania źródeł kapitału, powstają realne szanse, że spadnie i jego koszt. Będzie to wyraźniejsze, gdy rynki finansowe będą bardziej płynne a inwestorzy i oszczędzający nie będą napotykali tarć oraz barier w postaci braku lub niedostatecznej wydajności platform handlowych i rozliczeniowych. W praktyce poprawa alokacji kapitału odbywać się może na skutek:

- liberalizacji jego przepływów,
- stymulowania inwestycji portfelowych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych,
- większego zaangażowania firm transnarodowych<sup>24</sup>.

Poprawa alokacji kapitału może oznaczać też wzrost jego podaży w krajach i regionach słabiej rozwiniętych, gdyż stwarzają one niekiedy wyjątkowe okazje dla uzyskania wysokich stóp jego zwrotu. Kraje takie i regiony muszą jednak dokonać różnego typu reform liberalizujących, żeby mogły zadziałać mechanizmy ssania określone w literaturze jako siły *pull*<sup>25</sup>. Z kolei po stronie krajów z nadwyżkami kapitału musi pojawić się gotowość do jego udostępniania, a ta łączy w sobie nie tylko spodziewaną rentowność, ale i płynność oraz różnego rodzaju ryzyko. Ogólnie ową gotowość Prasad et al. określają jako siły *push*.

Sprawność mechanizmów alokacji i realokacji kapitału w skali regionalnej i globalnej uzależniona jest także od percepcji spodziewanych z tego tytułu korzyści przez grupy krajów zróżnicowane pod względem rozwoju ekonomicznego oraz od faktycznego ich rozkładu. Wśród krajów rozwijających się, jak to zauważa Piech K., przez długi czas bardzo popularna była teoria zależności, sformułowana w ub. wieku przez argentyńskiego ekonomistę rozwoju R. Prebischa. Zgodnie z nią kraje bogatsze chcą nadal jeszcze bardziej uzależnić od siebie kraje słabiej rozwinięte, by ich kosztem jeszcze szybciej się rozwijać. Teoria ta wprawdzie nie wytrzymała weryfikacji empirycznej, ale problem rozkładu korzyści z globalizacji i integracji finansowej niewątpliwie istnieje. Najświeższy kryzys finansowy na rynku amerykańskich kredytów hipotecznych pokazuje jednak, że prawdopodobnie mamy już do czynienia ze zmianą porządku krajów z nadwyżkami kapitału i z jego niedoborem. Wśród tych pierwszych trzeba wymienić Chiny i inne azjatyckie „tygrysy”, kraje naftowe oraz Rosję. Natomiast krajem najbardziej potrzebującym kapitału są USA. W następstwie amerykańskiego kryzysu *subprime* dotkliwe straty poniosły też niektóre wielkie banki europejskie. Wszystko to, co się jeszcze aktualnie dzieje na międzynarodowo-

---

<sup>24</sup> Piech K., op. cit.

<sup>25</sup> Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.J., Kose A.M., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, International Monetary Funds, Washington, March 2003.

wych rynkach finansowych, wymaga wprowadzie spokojnej refleksji, chociaż teza o kształtowaniu się nowego porządku ekonomicznego w świecie i wyłanianiu się nowej architektury finansowej chyba jest już uprawniona. Prawdopodobnie w ślad za tym pojawi się też nowy paradygmat finansów międzynarodowych.

Pewne przeszkody dla alokacji kapitału w skali regionalnej i globalnej biorą się również z tego, że mocno zróżnicowane są dotychczasowe wyniki badań empirycznych zorientowanych na ustalenie wpływu liberalizacji handlowej na wzrost ekonomiczny krajów słabiej rozwiniętych. Przez długi czas badacze na ogół utrzymywali, że liberalizacja handlowa stymuluje wzrost tych krajów i pozwala zmniejszyć im lukę rozwojową dzielącą je od krajów wysoko rozwiniętych. Ostatnio jednak R. Kneller ustalił, że stopy wzrostu w tej grupie krajów, które zliberalizowały swój handel zagraniczny, nie różniły się istotnie od uzyskiwanych przez kraje stosujące nadal ograniczenia w tej dziedzinie<sup>26</sup>.

Alokacja kapitału wiąże się z wpływem integracji finansowej na wzrost gospodarczy, który daje się syntetycznie ująć jako typ relacji między rozwojem finansowym a tymże wzrostem. Jeśli przez powyższy rozwój rozumieć będziemy proces pogłębiania i poszerzania rynków finansowych oraz doskonalenia instrumentów i instytucji finansowych w celu podwyższenia ich efektywności funkcjonowania i przyjmiemy, że integracja finansowa jest wyższym jego stadium, to możemy stwierdzić, iż ta integracja i ten rozwój mogą wpływać trojako na wzrost w sferze realnej:

- a) neutralnie (pasywnie),
- b) pozytywnie,
- c) ujemnie, a niekiedy wręcz destrukcyjnie<sup>27</sup>.

Dla dalszych rozważań istotne są tylko dwa ostatnio wymienione oddziaływania.

W tradycyjnych modelach wzrostu przyjmuje się, że rozwój finansowy może stymulować wzrost ekonomiczny przez następujące kanały:

- (1) redukcję niepewności zabezpieczenia kontraktów, dywersyfikację i koncentrację (*pooling*) ryzyka, w drodze ułatwiania wymiany handlowej,
- (2) efektywniejszą alokację zasobów,
- (3) mobilizację i międzyregionalny oraz międzygałęziowy transfer oszczędności<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> Kneller R., *No Miracles Here: Trade Policy, Fiscal Policy and Economic Growth*, „Journal of Development Studies”, vol. 43, no. 7, 2007.

<sup>27</sup> Kulawik J., *Rozwój finansowy: pożyteczny, ale nie zawsze*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 7, 2008.

<sup>28</sup> Kulawik J., Ziółkowska J., *System finansowy rolnictwa a globalizacja finansowa*, op. cit.

W ujęciu bardziej zdezagregowanym kanały te można jeszcze podzielić na bezpośrednie (powiększanie oszczędności, redukcja kosztu kapitału i transfer technologii) oraz pośrednie (wspieranie specjalizacji, zachęcanie do poprawiania polityki i jakości rządzenia, powiększanie dopływu kapitału przez sygnalizowanie inwestorom lepszej jakości polityki i rządzenia.).

Z kolei w modelach wzrostu endogenicznego, które zaczęły pojawiać się na początku ub. dekady, badacze analizowali wpływ sektora finansowego na wzrost i rozwój ekonomiczny na tle gromadzenia informacji i zarządzania ryzykiem. Coraz więcej uwagi poświęcono też zależnościom długo- i krótkookresowym. Otrzymano w nich m.in., że istnieje sporo dowodów, iż rozwój finansowy faktycznie może wspierać wzrost ekonomiczny. Z drugiej jednak strony okazało się, że modele są bardzo wrażliwe na ich specyfikację, co z kolei sugerowało, iż mechanizm oddziaływania finansów na sferę realną jest w istocie znacznie bardziej złożony niż dotychczas przypuszczano. Zauważono ponadto, że przyczynowość może być od rozwoju finansowego do wzrostu, i na odwrót. Wreszcie, nabrano przekonania, że może istnieć minimalny poziom rozwoju finansowego, by zaczął on pozytywnie oddziaływać na wzrost. Później okazało się nawet, że po przekroczeniu owego progu zależności powyższe mogą stawać się nieistotne czy wręcz ujemne.

System i rozwój finansowy może nie sprzyjać wzrostowi ekonomicznemu, gdyż są one głównym źródłem niestabilności, przez co mogą być marnotrawione fundusze. Interakcje rynku kapitałowego i walutowego mogą z kolei potęgować następstwa szoków zewnętrznych, pogłębiając niestabilność makroekonomiczną i redukując długoterminowe stopy wzrostu. Wreszcie, rynek kapitałowy może niekiedy podkopywać podstawy funkcjonowania banków, szczególnie w krajach słabiej rozwiniętych. Łącznie zaś zaburzenia w funkcjonowaniu banków i rynków finansowych mogą w zwielokrotniony sposób negatywnie oddziaływać na sferę realną i gospodarstwa domowe, wraz z możliwością pojawienia się nawet głębokich kryzysów bankowych, finansowych i ekonomicznych.

J. Stiglitz, noblista z 2001 r., wskazuje ponadto na niską efektywność części innowacji finansowych, które czasami per saldo mogą nawet zmniejszać dobrobyt społeczny. Również nie jest on absolutnie przekonany o proefektywnościowym oddziaływaniu wtórnych rynków finansowych, które przez wielu traktowane są jako skuteczne remedium na różne dysfunkcje rynków pierwotnych i systemów finansowych, chociaż same tworzą trudne do zarządzania ryzyko.

Dość pesymistycznie oceniane bywa też funkcjonowanie narodowych systemów finansowych w warunkach szerokiego rozpowszechnienia się pieniądza elektronicznego. W szczególności akcentuje się zagrożenia dla suwerenności

podejmowania decyzji politycznych, pogłębianie się różnic między społeczeństwami biednymi a bogatymi, nasilanie się zjawiska „odpośredniczenia” (ang. *disintermediation*), tj. eliminowanie banków jako pośredników finansowych, a ostatnio także „finansjeryzacji”, czyli odrywania się przepływów finansowych od strumieni realnych. Trzeba jednak w tym miejscu dodać, że upowszechnienie się obrotu bezgotówkowego w sposób jednoznaczny obniża koszty transakcyjne i przez to prowadzi do wzrostu produktu krajowego i dobrobytu.

Wciąż „tłący się” kryzys finansowy w USA z pewnością musi jeszcze poczekać na obiektywną ocenę. Wydaje się, że jego źródła należy szukać m.in. w żywołości funkcjonowania rynków finansowych, ich globalizacji, nienadążaniu regulacji nadzorczych i ostrożnościowych oraz zachłanności inwestorów i finansistów. Na pewno też do niego doprowadziła globalna nadwyżka oszczędności, polityka niskich stóp procentowych poprzedniego szefa Fed, subsydia rządowe do kredytów czy pomoc publiczna dla zagrożonych instytucji finansowych. Ta ostatnia sprzyjała pokusie nadużycia oraz rozpowszechnieniu się zasady „prywatyzacji zysków, a uspołeczniania strat”.

Dotychczasowe rozważania sugerują potrzebę bliższego przyjrzenia się mechanizmowi rozwoju finansowego. Nie jest on jeszcze dobrze rozpoznany. W literaturze z zakresu teorii wzrostu endogenicznego utrzymuje się, że rozwój ten prowadzi do powiększania oszczędności, które są później efektywniej alokowane do najbardziej produktywnych projektów inwestycyjnych. Z kolei w teorii kryzysów finansowych znajdujemy, że liberalizacja finansowa, w założeniu mająca stymulować rozwój finansowy, prowadzić może do faktycznej destabilizacji sektora finansowego, a później także realnego. Zaburzenia powyższe mają mieć swe źródło w nadmiernej ekspansji kredytowej, która może wynikać z trzech przyczyn:

- niewystarczającego nadzoru i monitoringu sektora finansowego przez upoważnione do tego instytucje;
- niezdolności lub niestaranności banków w selekcyonowaniu dobrych projektów w okresie ekspansji kredytowej;
- występowania *explicite* lub *implicite* zabezpieczeń systemowych przed upadłością banków.

Powyższe źródła niestabilności finansowej i makroekonomicznej objaśniane są bliżej przez kilka koncepcji: tworzenia płynności w sektorze firm; ekspansji kredytowej po liberalizacji; ograniczeń podaży kredytu; redukcji asymetrii informacji w całej gospodarce. Jasno z nich wynika, że rozwój finansowy to bardzo złożony proces, w którym obok pogłębiania i poszerzania sektora finansowego pojawiać się może niestabilność, a nawet kryzys finansowy. Ta ciemniejsza strona interesującego nas rozwoju w literaturze określana jest jako kruchość

finansowa. We wszelkich rozważaniach nt. relacji między sferą finansową a wzrostem ekonomicznym trzeba zatem współcześnie rozróżniać między okresem krótkim i długim po liberalizacji finansowej. W takiej to właśnie konwencji mieszczą się badania N. Loayzy i R. Ranciéra, opublikowane w czerwcu 2006 r.<sup>29</sup> Wyniki oszacowania modelu własnego tej dwójki badaczy podsumować można następująco:

- a) w okresie długim występowała ujemna zależność między początkowym PKB per capita (z 1960 r.), wydatkami rządu w stosunku do PKB i stopą inflacji a tempem wzrostu per capita. Dodatni wpływ na wzrost wywierała natomiast otwartość zewnętrzna na wymianę handlową z zagranicą oraz głębokość systemu finansowego, mierzona relacją kredytu dla sektora prywatnego do PKB. W ślad za tym uzyskano, że przesunięcie się kraju z grupy 25% krajów o najniższej głębokości systemu finansowego do grupy 50% krajów dawało średnioroczny przyrost PKB per capita równy 1,45 punktu procentowego;
- b) w okresie krótkim korelacja między głębokością systemu finansowego a wzrostem była ujemna, i to kilka razy silniej niż dodatnia zależność dla okresu długiego;
- c) między niestabilnością finansową (mierzoną odchyleniem standardowym głębokości systemu finansowego) a kryzysem finansowym zaobserwowano korelację dodatnią, na poziomie 0,35-0,40. W dalszej kolejności większa niestabilność finansowa i częstsze występowanie kryzysów finansowych prowadziły do pogłębiania negatywnego wpływu sektora finansowego na wzrost.

Zaprezentowana powyżej analiza empiryczna jasno wskazuje, że rozwój finansowy nie jest procesem liniowym, jednokierunkowym. Zamiast tego może obejmować fazy przyspieszeń i spadków produktu krajowego, zanim nie osiągnie pewnej dojrzałości, w której zacznie przeważać jego pozytywny wkład we wzrost ekonomiczny. Stąd też sumaryczny rezultat reform liberalizujących finanse jest wypadkową procesu pogłębiania sektora finansowego i negatywnych następstw niestabilności, a nawet kryzysów finansowych. Każdy kraj rozwijający się i średnio rozwinięty musi w istocie znaleźć własną ścieżkę rozwoju finansowego. Badacze natomiast muszą starać się zintegrować metodologię teorii wzrostu z podejściem spotykanym w literaturze dotyczącej kryzysów finansowych. Pierwsze próby tego typu już się pojawiły. Przykładem mogą być badania

---

<sup>29</sup> Loayza V.N., Ranciére R., *Financial Development, Financial Fragility, and Growth*, „Journal of Money, Credit, and Banking”, vol. 30, no. 4, 2006.

R. Ranciére et al. z 2006 r., chociaż koncentrujące się na liberalizacji finansowej, ale ta przecież warunkuje globalizację i integrację finansową<sup>30</sup>.

Istnieją dwa poglądy na oddziaływanie liberalizacji finansowej na gospodarkę. Według pierwszego stymuluje ona rozwój sektora finansowego i w długim okresie przyspiesza wzrost. Z kolei drugie ujęcie przyjmuje, że ta forma liberalizacji zachęca do podejmowania nadmiernego ryzyka, przez co zwiększa się zmienność agregatów makroekonomicznych, która w konsekwencji prowadzi do pojawienia się wspomnianej kruchości finansowej, skutkującej niekiedy nawet kryzysem finansowym.

Te dwie koncepcje dosyć dobrze udokumentowane są empirycznie. Już pod koniec ubiegłej dekady uzyskano np. solidne dowody, że po zliberalizowaniu zewnętrznych przepływów kapitałowych rośnie prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu bankowego i walutowego albo nawet obydwu (tzw. kryzys bliźniaczy). Z kolei zliberalizowanie dostępu do rynku kapitałowego dla inwestorów zagranicznych dawało przyrost rocznego PKB w granicach 1 punktu procentowego. Z powodu potaniaenia kapitału po liberalizacji w sektorze realnym często obserwowano natomiast pojawienie się boomu inwestycyjnego oraz tzw. bąbli spekulacyjnych, np. na rynku nieruchomości, z czym być może będziemy mieli do czynienia w Polsce, gdy ustalone zostanie przyjęcie przez nas euro<sup>31</sup>.

R. Ranciére et al., dalej R-T-W, postawili sobie za cel połączyć w jednym modelu dwa efekty liberalizacji finansowej:

- efekt bezpośredni – dodatni wpływ na wzrost poprzez łagodzenie ograniczeń do zaciągania długu, co dalej stymuluje inwestycje,
- efekt pośredni – ujemny wpływ wynikający ze wzrostu prawdopodobieństwa wybuchu kryzysu finansowego.

Suma algebraiczna ww. efektów daje wpływ netto liberalizacji na wzrost.

Dla zweryfikowania empirycznego przyjętych założeń wykonano obliczenia regresyjne dla danych z 63 krajów, niestety bez Polski, za lata 1980-2002. Jako zmienną objaśnianą przyjęto stopę wzrostu realnego PKB per capita. Natomiast zmienne objaśniające i kontrolne obejmowały determinanty wzrostu gospodarczego (początkowy PKB per capita; wzrost populacji; udział wydatków rządowych w PKB; otwartość handlową i inflację) oraz czynniki mogące generować bliźniaczy kryzys finansowy (zmienne z modelu wzrostu plus nadwartościowość realnego kursu walutowego i relację agregatu M2 do rezerw walutowych).

---

<sup>30</sup> Ranciére R., Tornell A., Westermann F., *Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 30, no. 12, 2006.

<sup>31</sup> Backé P., Wójcik C., *Credit booms, monetary integration and the new neoclassical synthesis*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 32, no. 3, 2008.

Samą zaś liberalizację finansową ujmowano w konwencji *de jure*, czyli formalno-prawnym stopniem otwarcia gospodarki kraju na międzynarodowe przepływy kapitału, korzystając z propozycji Bekaerta i et al. z 2005 r., oraz w wyrażeniu *de facto*. Ta ostatnia odzwierciedla rzeczywisty stopień otwarcia gospodarki danego kraju. R-T-W określili ją według własnej metodologii, w której korzystano m.in. z momentu odwrócenia się trendu przepływów kapitału.

Z różnych oszacowań i testów odporności uzyskanych równań regresji wynikają dwa poniższe wnioski:

**1.** Rzeczywiście liberalizacja finansowa *de jure* i *de facto* ma pozytywny wkład we wzrost gospodarczy. Z drugiej jednak strony znacząco zwiększa ona prawdopodobieństwo wybuchu bliźniaczego kryzysu finansowego (o 1,45 p.p. dla specyfikacji *de facto* i 1,93 p.p. dla wariantu *de jure*). Per saldo bezpośredni wpływ pro wzrostowy istotnie przeważał nad kosztami w postaci ewentualnego kryzysu, co wynika z poniższego zestawienia rocznego przyrostu PKB.

Tabela 1

Efekty liberalizacji finansowej

efekt	liberalizacja	
	de jure (%)	de facto (%)
– bezpośredni	+ 1,00	+ 1,10
– pośredni	– 0,14	– 0,19
– łączny	+ 0,86	+ 0,91

Źródło: Ranciere R. et al., op. cit.

**2.** Z czynników, które przyczyniły się do wzrostu prawdopodobieństwa wybuchu kryzysu finansowego, najsilniej oddziaływały zbyt mocna waluta, inflacja i otwartość handlowa. W czterech jednak krajach (Argentyna, Brazylia, Izrael i Meksyk) prawdopodobieństwo tego kryzysu zmalało, głównie na skutek udanej dezinflacji. Ogólnie kryzysy pojawiały się stosunkowo rzadko, co w połączeniu z poprawą dostępu do finansowania zewnętrznego spowodowało, iż po liberalizacji jej efekt bezpośredni zdecydowanie przeważał nad pośrednim.

Liberalizacja finansowa i związane z nią globalizacja oraz integracja rynków finansowych mogą uruchomić mechanizm, który wyraźnie poprawi efektywność kapitałów przeznaczonych na inwestycje firm realnych. Stanie się tak, gdy te ostatnie poddane zostaną presji proefektywnościowej, ale jednocześnie ich otoczenie pozbawione będzie ograniczeń finansowych i zagrożenia kryzy-

sem finansowym. Pewne znaczenie dla ujawnienia się powyższej zależności ma także solidne otoczenie instytucjonalne, prawne i regulacyjne<sup>32</sup>.

Rozwój finansowy może prowadzić do ekspansji instytucji finansowych w regionach, gdzie ich dostępność jest utrudniona a oferta uboga. W ten sposób pojawiają się szanse na osiągnięcie **zewnętrznych efektów sieciowych (ang. *network externalities*)**. Innymi słowy, korzystanie z usług finansowych upowszechnia się, a to zwiększa wartość dla wszystkich korzystających z sieci<sup>33</sup>. Mamy tu dwa rodzaje korzyści:

- a) bezpośrednie – wzrost liczby korzystających z danego produktu zachęca innych do jego nabywania;
- b) pośrednie – większa liczba nabywców produktu bankowego przyciąga dostawców produktów względem niego komplementarnych. Dobrze to widać na przykładzie kart bankowych i rachunków bieżących, które powszechnie „obudowuje” się innymi produktami. Na powyższej zasadzie banki starają się oferować swoje usługi w pakietach oraz rozwijają *cross-selling*, czyli tzw. sprzedaż łączoną (krzyżową).

Ekspansja geograficzna banków i innych instytucji finansowych często wiąże się jednak z ich konsolidacją. To z kolei może skutkować koncentracją rynku, a w skrajnej sytuacji ze wzrostem jego monopolizacji. W konsekwencji mogą wzrosnąć ceny usług finansowych. Innym zagrożeniem jest drenaż finansowy regionów, które z jakichś powodów nie mają atrakcyjnych lokat dla tworzonych w nich oszczędności. Pojawienie się innych oferentów usług finansowych na rynku lokalnym i regionalnym może zaszkodzić też instytucjom tu zakorzenionym. Jak zawsze, są tego pozytywy i negatywy. Z tych powodów ekspansja ta powinna być starannie i systematycznie monitorowana.

Monitoring przebiegu i skutków integracji finansowej jest wymagany jeszcze z powodów bardziej generalnych, odwołujących się do przesłanek teoretycznych<sup>34</sup>. Wynika z nich, że integracja ta przyniesie wzrost dobrobytu dla wszystkich uczestników rynków finansowych, jeśli będą one kompletne, tzn. pozwolą agentom ekonomicznym odznaczającym się awersją do ryzyka ryzyko to w pełni opanować oraz zabezpieczyć i w ślad za tym w sposób doskonały wygładzić będą oni mogli swoją konsumpcję w czasie. Jak widać, wracamy

---

<sup>32</sup> Galindo A., Schiantarelli F., Weiss A., *Does financial liberalization improve the allocation of investment? Micro-evidence from developing countries*, „Journal of Development Economics”, vol. 83, no. 2, 2007.

<sup>33</sup> Gancarczyk M., *Efekty zewnętrzne sieci*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 10, 2007.

<sup>34</sup> Baele L., op. cit.



znów do problemu *risk sharing*. Z rozważań teoretycznych wynika dalej, że same banki lepiej sobie radzą z oferowaniem zabezpieczenia przed ryzykiem niż w izolacji analizowane rynki finansowe. W praktyce jednak rzeczywiste systemy finansowe są układami mieszanymi, tj. składają się z banków i innych instytucji finansowych, które z reguły funkcjonują mniej efektywnie niż systemy złożone tylko z samych rynków finansowych. Efektywność integracji finansowej na tym tle rysuje się jako bardzo złożony rachunek. Jako oczywisty wydaje się stąd wniosek, że integracja ta tworzyć może nowych wygrywających i niestety również przegrywających. By tych ostatnich było jak najmniej, kluczowym zadaniem staje się zaoferowanie jak najszerszego zestawu instrumentów zarządzania pojawiającym się ryzykiem.

Z tego, co dotychczas przedstawiono, jasno wynika, że w integracji finansowej – podobnie jak i w globalizacji tego samego rodzaju – musi się znaleźć równowagę między korzyściami i zagrożeniami. Wśród tych ostatnich w szerokim planie należy widzieć pogłębienie się nierówności społeczno-ekonomicznych oraz ograniczenie zakresu autonomii polityki gospodarczej. Na gruncie natomiast finansowym integracja ta zwiększać może kruchość finansową, a więc podatność na wybuch kryzysu finansowego oraz możliwość **zakażenia się** nim, nazywanym również **efektem domina** (ang. *contagiation lub financial contagion*)<sup>35</sup>. W zestawieniu 2 podano trzy podstawowe kanały, którymi niestabilność z jednego kraju (regionu) może się przenosić do innych, często nawet charakteryzujących się solidnymi fundamentami makroekonomicznymi.

#### Zestawienie 2

##### Trzy podstawy „zakażenia się” systemów finansowych

Kanał „zakażenia”	Istota
Powiązania handlowe	Tradycyjny kanał przenoszenia się niestabilności i kryzysów finansowych; problemy niewypłacalności przedsiębiorstw (importerów, eksporterów) w danym kraju przenoszą się na ich zagranicznych kontrahentów metodą reakcji łańcuchowej
Wzajemne powiązania (kapitałowe, organizacyjne, funkcjonalne) między bankami i innymi instytucjami finansowymi	Różnorodne powiązania (np. poprzez systemy płatnicze, operacje na rynku międzybankowym) mogą prowadzić do uruchomienia reakcji łańcuchowej na ogromną skalę – tzw. efekt „rozlewającego się kryzysu” ( <i>spillover effect</i> )

<sup>35</sup> Koernik D., Koernik S., op. cit.; Patterson R., *Kompendium terminów bankowych. A Compendium of Banking Terms*, PriceWaterhouseCoopers, Business Press, Warszawa 1999.

Rynki finansowe	Ważna jest tu korelacja poszczególnych rynków i zachowanie się inwestorów obciążone tzw. instynktem stadnym ( <i>herding</i> ); zmiany cen na jednym rynku wpływają na zmianę ceny walorów finansowych na innym rynku, a wycofanie się nawet niewielkiej liczby inwestorów uruchamia reakcję łańcuchową – wycofywania się pozostałych inwestorów i to także z innych rynków (skorelowanych lub wzajemnie powiązanych)
-----------------	---

Źródło: Koernik D., Koernik S., *op. cit.*

Panika, niekiedy się wówczas pojawiająca, ma swe przyczyny racjonalne i całkowicie emocjonalne. Wystarczy by ok. 5% klientów uległo panice, a nawet solidna instytucja finansowa może stanąć na krawędzi bankructwa. Na pewno rzeczą ważną dla zapobieżenia efektowi domina jest przejrzystość na rynkach finansowych i szybkość reakcji regulatorów oraz nadzorców oraz innych organów tworzących sieć bezpieczeństwa finansowego. Czas odgrywa tu zatem rolę kluczową. Inaczej cały system finansowy może się znaleźć w **stanie „topnienia”** (*ang. financial meltdown*), a więc praktycznie przestaje funkcjonować.

## 2. Integracja finansowa w Unii Europejskiej

### 2.1. Kształtowanie się jednolitego rynku finansowego

Proces ten jest elementem szerszego zjawiska, a mianowicie przybliżania się części państw UE do wprowadzenia wspólnej waluty. Bez odpowiedniego zintegrowania rynków finansowych nie da się bowiem prowadzić jednolitej polityki pieniężnej w ramach Unii Gospodarczo-Walutowej. W istocie jednak integracja finansowa jest szerszą kategorią niż integracja walutowa. Obydwie natomiast na dobrą sprawę rozpoczęły się już w latach 1945-1957, ale wyraźnego przyspieszenia doznały dopiero po podpisaniu 17 i 28 lutego 1986 r. Jednolitego Aktu Europejskiego potwierdzonego później w Traktacie z Maastricht. Warto pamiętać przy tym, że jednolity rynek finansowy jest elementem procesu integracji ekonomicznej i tworzenia jednolitego rynku wewnętrznego, obejmującej jeszcze scalanie rynków towarów, usług i pracy. Trzeba tu od razu dodać, że wysoka mobilność tych ostatnich jest jedną z podstawowych determinant efektywności integracji finansowej i walutowej.

T. Grabowski widzi cztery podstawowe cele integracji finansowej:

1. Tworzenie ram i warunków do poprawy efektywności alokacji kapitału w UE.
2. Zwiększenie konkurencyjności w sektorze finansowym, co powinno doprowadzić do dalszego zróżnicowania dostępnych instrumentów finansowych.

3. Redukcję kosztów finansowych i kosztów kapitału w sektorze realnym i dla osób prywatnych.
4. Poprawę dostosowania ilościowego oraz jakościowego popytu i podaży na rynkach finansowych<sup>36</sup>.

Przy dokładniejszej analizie okazuje się, że filozofia jednolitego rynku finansowego została już ujęta w zapisach Traktatu Rzymskiego<sup>37</sup>. Zgodnie z tym rynek ten powinien odznaczać się swobodą w zakresie:

- przepływu kapitału,
- osiedlania się i świadczenia usług<sup>38</sup>.

Jeśli chodzi o swobodny przepływ kapitału, to warto zauważyć, iż proces ten zainicjowany został już na początku lat 60. ub.w. i w pierwszym rządzie dotyczył zniesienia ograniczeń w dokonywaniu płatności w odniesieniu do inwestycji bezpośrednich oraz transferów związanych z migracją ludności. Trzeba również dodać, że pierwotnie nie powstał żaden harmonogram realizacji przyjmowanych dostosowań, które generalnie ukierunkowane były na zapewnienie efektywnej konkurencji oraz obniżenie kosztów kapitału. Wydane w roku 1960 i 1962 dyrektywy Rady Ministrów EWG zniosły jedynie częściowo zakaz stosowania ograniczeń przepływów kapitałowych. Już wtedy bowiem utrzymywano restrykcje w przepływach krótkoterminowych. Pozwolono też krajom członkowskim na stosowanie różnorodnych barier dla odpływu kapitału, gdy mógł on zdestabilizować ich sytuację budżetową oraz w bilansie płatniczym, a więc zagrażać kursom walut narodowych.

Stan powyższy utrzymywał się praktycznie do roku 1985, kiedy to opublikowano tzw. „Białą Księgę”. Miała ona sprecyzować działania niezbędne do dokończenia procesu budowy wspólnego rynku. Rozwinięto je i skonkretyzowano we wspomnianym już wcześniej Jednolitym Akcie Europejskim. W ślad za tym 17 listopada 1986 r. ukazała się dyrektywa Rady Europejskiej (obowiązująca od 1.03.1987 r.) nakazująca bezwarunkowe zniesienie barier udzielania długoterminowych kredytów handlowych i emisji papierów wartościowych o co najmniej dwuletnim okresie zapadalności, ale znajdujących się w obrocie giełdowym. Natomiast papiery wartościowe o charakterze nierynkowym i kredyty finansowe średnio- i długoterminowe zostały poddane liberalizacji warunkowej, tj. kraj członkowski mógł zakazać obrotu nimi w przypadku zagrożenia jego interesów gospodarczych. Kraje

---

<sup>36</sup> Grabowski T., *Unia Europejska – mechanizmy integracji gospodarczej*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2008.

<sup>37</sup> *Finanse międzynarodowe*, Redaktor naukowy Bogumił Bernaś, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

<sup>38</sup> Ciamaga L., Latoszek E., Michałowska-Gorywoda K., Oreziak L., Wechmann E., *Unia Europejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.

członkowskie nie musiały natomiast znosić ograniczeń w obrocie krótkoterminowymi instrumentami finansowymi.

W założeniu pełną liberalizację przepływu kapitału miała zagwarantować dyrektywa Rady Europejskiej 881361/EWG z 24.06.1988 r. Zgodnie z nią 8 krajów miało to uczynić do 30.06.1990 r., a cztery (Grecja, Hiszpania, Irlandia i Portugalia) – do końca 1992 r. Z tej czwórki jedynie Grecja uzyskała przesunięcie terminu pełnej liberalizacji na 30.06.1994 r. Nadal jednak niektóre transakcje krótkoterminowe mogły zostać wyłączone z zasady swobodnego ich zawierania, o ile miałyby przez nie ucierpieć interesy członka Wspólnoty. Wyłączenie to nie mogło być stosowane przez okres dłuższy niż pół roku, a do jego uzyskania potrzebna była zgoda Komisji. Formalnie z powyższej dyrektywy można by domniemywać, iż proces liberalizacji we Wspólnocie zostanie zakończony w 1994 r.<sup>39</sup> W rzeczywistości jednak trwał on znacznie dłużej.

Tworzenie jednolitego rynku finansowego przebiegało tak powoli, gdyż równoległe starano się uporządkować kwestie opodatkowania transakcji finansowych. Jest to bardzo złożony problem, gdyż dotyka równości zasad konkurencji w ramach Wspólnoty, ale również z krajami typu Szwajcaria lub mających status tzw. rajów podatkowych, obecnie nazywanych krajami o konkurencyjnych rozwiązaniach podatkowych. Stąd też projekt Komisji Wspólnot z lutego 1989 r. w sprawie zapobiegania tzw. konkurencji podatkowej wzbudził wiele kontrowersji wśród jej członków. Dziś zamiast terminu konkurencja podatkowa specjaliści tym zajmujący się używają określenia inteligentne stosowanie przepisów w celu zmniejszenia lub odroczenia obciążeń podatkowych. Z kolei przedstawiciele organów skarbowych praktyki takie nazywają wyciekami podatkowymi<sup>40</sup>. Skala zjawiska we Wspólnocie jest ogromna, gdyż roczny wyciek, szczególnie z operacji na podatku VAT, szacuje się na poziomie 100 mld euro<sup>41</sup>. Wspólnota jednak zrezygnowała z bardzo ambitnego zamiaru, zawartego w dyrektywie z 24.06.1988 r., a mającego zharmonizować opodatkowania dochodów chociażby z lokat finansowych. Kwestia ta nie została rozwiązana do chwili obecnej, chociaż zadanie stawiane jest już jako mniej ambitne, tzn. tylko jako dążenie do ujednoczenia podstawy opodatkowania, a nie stawek konkretnych podatków. Obecnie Unia zadowala się tylko np. przedziałami opodatkowania VAT lub akcyzy, pozostawiając stopy opodatkowania dochodów krajom członkowskim. Co jakiś czas hasło harmonizacji podatków w UE mimo to odżywa, np. ostatnio za sprawą oszustw podatkowych w Niemczech. Wydaje się jednak, że do-

---

<sup>39</sup> Gawlikowska-Hueckel K., Zielińska-Głębocka A., *Integracja europejska. Od jednolitego rynku do unii walutowej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004.

<sup>40</sup> Stasiak P., *Kraje raje*, „Polityka”, nr 33, 2008.

<sup>41</sup> Leśniak J.G., *Oszustom będzie łatwiej wyłudzić VAT*, „Rzeczpospolita”, 24.05.2008; Ostrowski M., *Al Capone to był pikuś*, „Polityka”, nr 21, 2008.

półki będą istniały raje podatkowe i Szwajcaria będzie dysponowała specjalnym statusem, harmonizacja powyższa nadal pozostanie tylko hasłem. W tle, oczywiście, mamy szerszy problem, a mianowicie konkurowanie krajów w skali globalnej za pomocą zachęt podatkowych do napływu kapitału zagranicznego, a szczególnie w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Jak to często jednak bywa, konkurencja podatkowa przyczyniła się do dynamicznego rozwoju usług finansowych określanych jako branża *offshore*. Polegają one na wykorzystaniu wspomnianej już „inteligencji podatkowej” a unijna swoboda przepływu kapitału stanowi ich formalną bazę. Ocenia się, że w Polsce ok. tysiąca firm korzysta z tego typu usług, oferowanych w UE przez Cypr i Luksemburg. Nasz aparat skarbowy nie zajmuje się nimi, bo zazwyczaj brakuje mu wiedzy, by rozszyfrować mocno zagmatwane przepływy kapitału. Cała nadzieja, że Unia stara się przeciwdziałać powstającym przy tym wyciekom podatkowym, ale różnica motywacji i kompetencji między eurobiurokratami a branżą *offshore* jest wciąż ogromna.

Rozważania nt. swobody przepływu kapitału w UE byłyby niekompletne, gdyby pominięto w nich kwestię Traktatu z Maastricht. Akt ten, uchwalony 7.02.1992 r. a obowiązujący od 1.01.1993 r., jasno stwierdza, że jednym z czterech filarów funkcjonowania Unii powinna być Unia Gospodarcza i Walutowa (UGW). Natomiast sprawy związane ze swobodą przepływów kapitałowych uregulowane zostały w art. 73 powyższego Traktatu. Znajdujemy w nim m.in., że :

- zabronione są jakiegokolwiek restrykcje w przepływach wewnątrz Wspólnoty, jak i między nią a krajami trzecimi. W efekcie nie można już stosować żadnych klauzul ochronnych (art. 73 b);
- kraje członkowskie mogą różnicować status podatników, zapobiegać naruszeniu przepisów krajowych, nakładać obowiązki administracyjne i informacyjne oraz statystyczne, ale w sposób niedyskryminujący i nie będący ukrytymi barierami dla swobodnego ruchu kapitału (art. 73 d);
- istnieje możliwość wprowadzenia czasowych (do pół roku) i uwarunkowanych (kwalifikowana większość, wniosek Komisji w porozumieniu z Europejskim Bankiem Centralnym) ograniczeń w obrocie kapitałem UE z krajami trzecimi, gdyby zagrożone było funkcjonowanie UGW (art. 73 f i 73 g); szczegółową procedurę postępowania w takiej sytuacji zawiera art. 228a Teoretycznie może do niej uciec się też kraj członkowski, ale Rada na wniosek Komisji może decyzją taką zablokować.

Swoboda osiedlania się i świadczenia usług finansowych uregulowana została już w art. 52-56 Traktatu Rzymskiego. Należy wyjaśnić przy tym, że pierwsza z powyższych swobód oznacza prawo do podejmowania działalności w innych krajach Wspólnoty wg regulacji z krajów pochodzenia. Druga z kolei zezwala na możliwość nieskrępowanego świadczenia usług w innych krajach

członkowskich w oparciu o fizyczną w nich obecność, jak też i bez takiej obecności handlowej, a więc na zasadzie transgraniczności<sup>42</sup>. Ogólnie jest to przejaw liberalizacji usług finansowych, a zarazem i proces. Wymagał on jednakże stosownej harmonizacji. Kluczowe w tym zakresie były: dyrektywa Rady Europejskiej z czerwca 1973 r., zobowiązująca do zniesienia dyskryminacji osiedlania się instytucji kredytowych i orzeczenie Trybunału Sprawiedliwości z 1974 r. To ostatnie wprost stwierdza, że swobody ww. wynikają z Traktatu Rzymskiego i powinny być praktykowane od 1 lipca 1970 r. Ewentualne natomiast ograniczenia swobód mogą co najwyżej wynikać z istnienia tzw. interesu ogólnego, ale muszą być stosowane w sposób niedyskryminacyjny. Jak widać, unijny ustawodawca dążył do stymulowania konkurencyjności na rynkach finansowych, ale jednocześnie do zachowania wysokiego poziomu ich bezpieczeństwa oraz do ochrony konsumentów jako strony generalnie słabszej. Kierował się przy tym nowym podejściem, a mianowicie ustaleniem tylko minimalnych wymogów mających w intencji wykluczenie dyskryminacji narodowej, ale z drugiej strony gwarantującym równy dostęp do rynku i równe szanse obecności na nim w skali całej Wspólnoty. Tam, gdzie nie miała obowiązywać harmonizacja, miała być stosowana zasada wzajemnego uznawania całości regulacji liberalizujących usługi finansowe obejmująca kwestie licencjonowania i zakresu funkcjonowania instytucji finansowych, sprawowania nadzoru nad nimi, zarządzania ich ryzykiem i bezpieczeństwem oraz zapobiegania nieuczciwym praktykom na rynku, a także zasady raportowania i sprawozdawczości.

Liberalizacja usług finansowych w UE to także jest proces wciąż trwający. Współcześnie koncentruje się on na trzech kierunkach:

1. Planie Działań na Rzecz Usług finansowych (*Financial Services Action Plan – FSAP*),
2. Planie Działań na Rzecz Kapitału Ryzykownego (*Risk Capital Action Plan – RCAP*),
3. Programie w zakresie nadzoru nad wszystkimi instytucjami finansowymi (procedura lub proces Lamfalussy’ego).

Pierwszym z ww. kierunków zajmiemy się szczegółowo w kolejnym podrozdziale. Dlatego też w tym momencie zaprezentuje się główne założenia RCAP oraz procesu Lamfalussy’ego.

RCAP został pomyślany jako stworzenie w UE ram prawno-instytucjonalnych dla rozwoju kapitału ryzyka, czyli podmiotów typu *venture capital* i *private equity*. Jak wiadomo, zajmują się one udostępnianiem funduszy dla nowo powstających i powiększających się firm, o zdecydowanie ponad

---

<sup>42</sup> Ciamaga L. et al., op. cit.

przeciętnych perspektywach rozwojowych i stopach zwrotu, ale z reguły też bardzo ryzykownych. Właśnie z tego ostatniego powodu firmy takie mają problemy z uzyskaniem klasycznego finansowania bankowego. Władze publiczne mogą natomiast sprzyjać powstawaniu i ekspansji sfery kapitału ryzyka poprzez korzystne regulacje: podatkowe, dotyczące emisji ich papierów wartościowych, obowiązków sprawozdawczych, przejrzystości działania, egzekwowalności kontraktów i praw własności.

Początki procesu Lamfalussy'ego sięgają lipca 2000 r., kiedy to Rada UE ds. Ekonomicznych (*ECOFIN Council*) stwierdziła, iż konieczna jest zmiana regulacji rynku papierów wartościowych. W ślad za tym powołano siedmioosobowy komitet niezależnych specjalistów, tzw. Komitet Mędrców pod przewodnictwem Alexandre Lamfalussy'ego<sup>43</sup>. Faktycznie jednak działania związane z integracją tego segmentu rynku finansowego podjęto już w 1966 r., także powołując stosowną grupę ekspertów. W roku 1977 Komisja Wspólnoty Europejskiej opublikowała dokument wyraźnie sugerujący potrzebę stworzenia jednolitych norm prawnych dla rynku papierów wartościowych i firm inwestycyjnych. Od tego mniej więcej czasu datuje się okres intensywniejszych prac nad harmonizacją obrotu walorami. Przyjęto wówczas, że dobrą koncepcją działania będzie wzajemne uznawanie regulacji stosowanych w krajach należących do Wspólnoty przy jednoczesnym dążeniu do minimum harmonizacji. To wtedy właśnie pojawiła się instytucja jednolitego paszportu (ang. *single passport*) i nadzoru narodowego (ang. *home state supervision*). Niestety, w efekcie nadal mieliśmy do czynienia z równoczesnym występowaniem regulacji narodowych i wspólnotowych. Z problemem tym praktycznie borykano się przez całą ubiegłą dekadę. Było to i mocno frustrujące, i mało efektywne w sensie przybliżania się do ww. celów integracji finansowej.

Komitet Mędrców stosunkowo szybko zabrał się do pracy, czego rezultatem był raport z 15.02.2001 r., przyjęty 23-24.03. tego samego roku przez Radę Europejską w Sztokholmie. Generalna jego konkluzja sprowadzała się do propozycji, by proces regulacyjny w zakresie rynku papierów wartościowych przebiegał na czterech poziomach:

- pierwszym (ang. *Level I – Framework Principles*). Na nim powinny być prezentowane ogólne zasady regulacji konkretnego zagadnienia, ich zasięg oraz charakter, do których to mogliby się odwoływać legislatorzy niższego rzędu, a organy Wspólnoty mogłyby przygotowywać dyrektywy i rozporządzenia oraz inne akty i dokumenty prawne. Lamfalussy oraz

---

<sup>43</sup> Nawrot W., *Zmiany w procesie regulacyjnym Unii Europejskiej w zakresie rynków papierów wartościowych*, „Bank i Kredyt”, nr 5, 2005.

członkowie jego zespołu zaproponowali przy tym utworzenie na tym poziomie dwóch instytucji: Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (ang. *ESC*) i Komitetu Europejskich Nadzorców Rynku Kapitałowego (ang. *CESR*).

- drugim – decyzyjnym (ang. *Level II – Decision Making*). Komisja Europejska, a konkretnie jej grupa robocza, przygotowuje tu szczegółowe rozwiązania prawne, po konsultacji z *ESC*, a następnie przesyła je do *CESR*. Ten z kolei rozpoczyna proces konsultacyjny z uczestnikami rynku. Po jego zakończeniu *CESR* dokonuje własnych analiz i całość przesyła z powrotem do Komisji Europejskiej, której zadaniem jest przygotowanie właściwego aktu prawnego. Przesyła się go do *ESC*, który może go przyjąć lub odrzucić. W pierwszym przypadku akt ten trafia do Parlamentu Europejskiego. Jeśli jest on w pełni zgodny z ramami ustanowionymi na poziomie pierwszym, staje się obowiązującym dokumentem o charakterze wspólnotowym.
- trzecim – transpozycji regulacji wspólnotowych do porządku prawnego krajów członkowskich (ang. *Level III – Strengthened Cooperation*). Kluczową rolę w tym momencie odgrywa *CESR*, który proponuje reguły powyższej transpozycji, opracowuje wspólne (ale niewiążące) standardy oraz identyfikuje najlepsze rozwiązania wśród członków Wspólnoty z ewentualnym zamiarem ich upowszechnienia na całym obszarze. Rzeczą wartą podkreślenia jest to, że Komitet Mędrców nie traktował regulacji wypracowanych na tym poziomie za bezwzględnie obowiązujące wszystkie kraje. Tego typu niekonsekwencja jest dosyć powszechna w praktyce integracji finansowej w UE.
- czwartym – wdrażania szczegółowych regulacji w krajach członkowskich, już jednak w sposób bardzo rygorystyczny pod nadzorem Komisji Europejskiej, która w praktyce mimo to nie zawsze jest konsekwentna i bezwzględnie egzekwująca przyjmowane prawo.

W oparciu o propozycje grupy Lamfalussy'ego w latach 2002-2005 przygotowano szereg aktów prawnych dotyczących rynku papierów wartościowych. Okazało się, że niekiedy proces legislacyjny udało się przyspieszyć, ale samo wydawanie dyrektyw często ulegało opóźnieniu. Jako przyczynę podawano: złożoność uchwalenia prawa i trudności rozgraniczenia poziomu pierwszego i drugiego; sztywność stosowanych procedur; brak jednoznaczności części regulacji<sup>44</sup>. W pewnym momencie (listopad 2003 r.) organy UE doszły też do wniosku, że procesem Lamfalussy'ego należałoby objąć również bankowość, fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz sektor ubez-

---

<sup>44</sup> Brewka A., *Jak usprawnić Lamfalussy'ego?* „Bank”, nr 1, 2008.



pieczeniowy. Stało się to z początkiem 2005 r. W ślad za tym na poziomie II i III ustanowiono komitety ds. bankowości (EBC i CEBS) oraz ubezpieczeń i funduszy emerytalnych (EIOPC i CEIOPS). W tym samym 2005 roku Komisja Europejska reaktywowała działalność *Inter-institutional Monitoring Group* (IIMG), tym razem w składzie sześćoosobowym. Grupa ta już w marcu 2006 r. zaprezentowała pierwsze obserwacje i wnioski w zakresie funkcjonowania procesu Lamfalussy'ego („*First Interim Report Monitoring the Lamfalussy Process*”). Bardziej konkretne wnioski i sugestie pojawiły się jednak dopiero w styczniu 2007 r. („*Second Interim Report Monitoring the Lamfalussy Process*”). Niestety, ograniczają się one głównie do poziomu pierwszego i drugiego. Mimo to są one bardzo interesujące. Jeśli chodzi o generalia, to IIMG stwierdza, że regulacje na dwóch pierwszych poziomach są często zbyt szczegółowe, podobnie jak i standardy proponowane na poziomie trzecim. Realnym zagrożeniem jest więc przeregulowanie sektora finansowego. Poza tym instytucje szczebla unijnego wyznaczają niekiedy państwom członkowskim nierealistyczne terminy wdrożenia dyrektyw, rozporządzeń itp. aktów prawnych do ich porządku prawnego, niezależnie od wagi regulacji wspólnotowych. Niezadowalająca też bywa jakość tłumaczeń tych ostatnich na języki narodowe. Istnieje także problem odwrotny, tzn. mała przejrzystość norm wdrażających regulacje unijne w państwach narodowych, tym bardziej że niektóre z nich w trakcie transpozycji prawa wspólnotowego dodają własne, nowe elementy. Sytuację tą określa się jako *goldplating*.

IIMG zaproponował dotychczas kilka działań niezbędnych do usprawnienia procesu Lamfalussy'ego:

- prace na poziomie pierwszym i drugim mogą być prowadzone równolegle, jednak przy zachowaniu pierwszeństwa uchwalenia ram regulacji (poziom pierwszy). Organy za to odpowiedzialne powinny zestawić wszystkie „za” i „przeciw”, czy dane zagadnienie ma być regulowane dyrektywą albo rozporządzeniem;
- konieczne jest ujednoczenie praktyk nadzorczych w krajach członkowskich i wymiany informacji między nimi, by efektywniej funkcjonował poziom trzeci;
- wielce pożądane byłoby przygotowanie w jednym z języków roboczych UE tabel wzorcowych do transpozycji prawa wspólnotowego do prawa narodowego. Proces ten uległby przez to przyspieszeniu i stałby się bardziej przejrzysty, szczególnie gdyby organizowano przedmiotowe warsztaty robocze (tzw. *transposition workshops*) i spotkania nieformalne (tzw. *package meetings*);
- powściągliwość regulacyjna (ang. *regulatory self-restraint*), przeprowadzanie ocen *ex-ante* wpływu działań na trzech pierwszych poziomach (ang. *impact assessment*), zaangażowanie konsumentów w fazie konsultacji powinny być jednymi z ważniejszych wytycznych tworzenia wszelkiego prawa finansowego we

Wspólnocie. Potrzeba też więcej realizmu przy wyznaczeniu ostatecznych terminów wdrożenia na poziomie narodowym regulacji unijnych.

IIMG generalnie pozytywnie ocenia dotychczasowe efekty procesu Lamfalussy'ego, szczególnie w zakresie konsultacji, przejrzystości tworzenia prawa i współpracy nadzorców rynków krajowych, ale zwraca jednocześnie uwagę, by w dążeniu do przyspieszenia i wzrostu efektywności legislacji nie ucierpiała jej jakość. Prace grupy są kontynuowane.

## **2.2. Plan Działań na Rzecz Usług Finansowych (FSAP)**

Jeszcze na początku lat 90. ub.w. tradycyjną działalność przemysłową traktowano w UE jako podstawowy instrument pro wzrostowy i tworzenia przewagi konkurencyjnej tego ugrupowania w świecie. Jednak już pod koniec ub. dekady zaczęto w Unii inaczej patrzeć na priorytety rozwojowe, gdyż coraz wyraźniej traciła ona dystans w stosunku do USA, w których na znaczeniu zaczęła zyskiwać tzw. nowa gospodarka. Wielu badaczy, ekonomistów i polityków sądziło też, że ówczesne sukcesy Amerykanów miały swe źródło w deregulacji tamtejszego systemu bankowego i w kształcie sektora finansowego, zdominowanego przez rynki finansowe. Coraz większą rolę w finansach w owym czasie zaczęły też odgrywać innowacje finansowe, żywiołowy rozwój technologii informacyjnych i postępująca globalizacja, ale – paradoksalnie – także słynne skandale finansowe oraz próby przeciwdziałania im, np. przez harmonizację i standaryzację rachunkowości czy zalecenia Komitetu Bazylejskiego. Nie wolno tu również pomijać skutków wprowadzenia euro. Władze Unii coraz wyraźniej spostrzegały, że zbyt wolna integracja sfery finansowej we Wspólnocie może zagrozić procesowi tworzenia całego jednolitego rynku. Doszły więc do wniosku, że czas najwyższy na redukcję barier regulacyjnych, nadzorczych i infrastrukturalnych dla przyspieszenia integracji finansowej. Myślenie to doprowadziło 13 maja 1999 r. do przedstawienia przez KE obszernego pakietu działań określonego akronimem FSAP. Warto w tym miejscu dodać, że poprzedził go dokument KE pt. *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets Action Plan*.

Koniec ub. dekady to również okres, w którym UE debatowała nad koncepcją przyspieszenia jej ogólnego rozwoju w szybko zmieniającym się świecie. W ten sposób powstała znana Strategia Lizbońska, przyjęta w marcu 2000 r. przez Radę Europejską. Strategia powyższa to bardzo ambitny program długofalowych działań mający, w jej pierwotnym brzmieniu, uczynić z Unii najdynamiczniejsze i najbardziej konkurencyjne, oparte na wiedzy, ugrupowanie w świecie, zdolne wyprzedzić USA już do 2010 r. Jak to często w praktyce bywa, plany i zamierzenia muszą być rewidowane, gdy przyjdzie zmierzyć się z różnorodnymi barierami i problemami. Tak stało się też ze Strategią Lizbońską, którą wiosną 2005 r. zmodyfikowano. Nie jest to jednak przedmiotem niniejszej analizy. Nale-

ży tylko stwierdzić, iż FSAP stał się integralnym składnikiem Strategii Lizbońskiej. Do Strategii tej mimo to powróci się jeszcze w rozdziale trzecim.

FSAP zorientowany został na cały rynek finansowy, a jego podstawowym celem było pogłębienie jego integracji oraz zwiększenie efektywności oraz płynności w znaczeniu ogólnospółnotowym, a nie czysto krajowym. W praktyce okazało się jednak, że w początkowym okresie główną uwagę w Planie skoncentrowano na zwiększeniu stopnia integracji kapitałowego rynku hurtowego, gdyż utrzymywano, iż jego rola w wewnątrzunijnej alokacji kapitału była niewystarczająca. Podstawowymi instrumentami osiągnięcia powyższego celu miały stać się likwidacja istniejących barier oraz stymulowanie konkurencji wśród oferentów usług finansowych (głównie dzięki instytucji jednolitego paszportu, zatwierdzonego prospektu emisyjnego lub zezwolenia). Najpierw miało to dotyczyć jednak dużych profesjonalnych podmiotów zajmujących się obrotem papierami wartościowymi<sup>45</sup>.

Od strony czysto formalnej FSAP obejmował 42 zadania, z których nieco więcej niż połowa to działania o charakterze legislacyjnym, z wyraźną dominacją dyrektyw. Resztę działań stanowiły rozporządzenia, decyzje, rekomendacje i komunikaty oraz raporty Komisji Europejskiej. Tworzono nowe prawo, ale i zmieniano istniejące. Podobnie wyglądała sprawa z działaniami pozalegisłacyjnymi (infrastruktura, nadzór, podatki, rynek kapitału ryzyka). W konsekwencji ostateczna zawartość Planu różniła się od jego pierwowzoru z maja 1999 r., ale stał się on przez to dokumentem dynamicznym, w jakimś sensie żyjącym.

W ujęciu bardziej zdezagregowanym Plan składał się z trzech celów strategicznych oraz jednego celu ogólnego (zestawienie 3):

1. Stworzenie jednolitego hurtowego rynku usług finansowych. To najszersza i priorytetowa w pierwszej połowie b. dekady część FSAP. Starano się w niej o utworzenie paneuropejskiego obszaru dokonywania dużych kwotowo transakcji na rynku pierwotnym i wtórnym w zakresie papierów wartościowych. Chciano przy tym, by był to rynek płynny, efektywny, bezpieczny i innowacyjny oraz jednolicie monitorowany i nadzorowany.
2. Stworzenie jednolitego rynku detalicznych usług finansowych. W intencji miał on wykazywać takie same cechy jak rynek hurtowy. W praktyce jego tworzenie przebiegało jednak z dużymi oporami, mającymi swe źródło głównie we wcześniej scharakteryzowanym *a home bias* (do zagadnienia tego jeszcze się powróci).
3. Wprowadzanie nowoczesnych norm, reguł, instytucji oraz systemu nadzoru.
4. Wdrożenie korzystniejszych warunków sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego, głównie przez zmniejszenie różnic w opodatkowaniu i zunifikowanie zasad ładu korporacyjnego w UE (cel ogólny).

---

<sup>45</sup> Pilecka A., *Financial Services Action Plan – stan realizacji i wpływ na kształt europejskiego rynku finansowego*, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2005; Pilecka A., *Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) – założenia, realizacja i wpływ na rynki finansowe w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2007.

## Cele i zadania zawarte w Planie Działań w Zakresie Usług Finansowych

<b>Strategiczny cel pierwszy</b>
<p>Stworzenie jednolitego hurtowego rynku usług finansowych.</p> <p>W ramach realizacji pierwszego celu przewidziano wykonanie 19 zadań, które zebrano w 6 grupach, dotyczących:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Pozyskiwania kapitału w wymiarze europejskim.</li> <li>2) Wspólnych ram prawnych dla zintegrowanego rynku papierów wartościowych i instrumentów pochodnych..</li> <li>3) Jednolitych standardów raportów finansowych z notowanych spółek.</li> <li>4) Ograniczenia ryzyka systemowego w zakresie rozrachunku transakcji.</li> <li>5) Bezpiecznych i przejrzystych warunków transgranicznych restrukturyzacji.</li> <li>6) Jednolitego rynku dla inwestorów.</li> </ol> <p>Realizacja zaplanowanych działań miała umożliwić emitentom pozyskiwanie kapitału na konkurencyjnych warunkach w ramach całej UE, zapewnić inwestorom i pośrednikom finansowym swobodny dostęp do rynków, a instytucjom świadczącym usługi inwestycyjne możliwość swobodnego oferowania tych usług na zasadzie transgranicznej, bez konieczności pokonywania różnego typu barier administracyjnych czy prawnych. Celem było również ustanowienie przejrzystej i zintegrowanej struktury nadzorczej, w ramach której zarządzający aktywami mogliby dokonywać najbardziej efektywnych inwestycji, oraz zagwarantowanie pewności prawnej, tak aby handel papierami wartościowymi i rozrachunek transakcji były wolne od ryzyka niewywiązania się przez kontrahenta z warunków umowy.</p>
<b>Strategiczny cel drugi</b>
<p>Stworzenie otwartego i bezpiecznego detalicznego rynku usług finansowych.</p> <p>W ramach realizacji drugiego celu przewidziano wykonanie 9 zadań, których celem było m.in. wyposażenie konsumentów we wszystkie środki (dostęp do informacji, jasne zdefiniowanie przysługujących im praw) niezbędne do aktywnej obecności na rynku finansowym, a także zidentyfikowanie i usunięcie różnic między narodowymi regulacjami dotyczącymi transakcji z klientami detalicznymi. Jako cel przyjęto ponadto stworzenie takich warunków prawnych, dzięki którym będą mogły powstać nowe kanały dystrybucji wykorzystywane w skali paneuropejskiej (w tym umożliwiające oferowanie usług finansowych na odległość, a także stworzenie efektywnych i bezpiecznych systemów rozliczających transgraniczne płatności detaliczne.</p>
<b>Strategiczny cel trzeci</b>
<p>Przygotowanie odpowiednich regulacji nadzorczych i systemu nadzoru.</p> <p>W ramach realizacji trzeciego celu przewidziano wykonanie 10 zadań w celu m.in. wyeliminowania luki w obecnie obowiązujących ramach ostrożnościowych, opracowania właściwych standardów działania unijnego sektora bankowego, tak aby mógł sprostać narastającej presji konkurencyjnej, stworzenie zintegrowanych struktur nadzorczych na poziomie UE oraz umożliwienie UE odegrania istotnej roli w ustanawianiu globalnych standardów w zakresie regulacji i nadzoru.</p>
<b>Cel ogólny</b>
<p>Stworzenie lepszych warunków sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego.</p> <p>W ramach realizacji celu ogólnego przewidziano wykonanie 4 zadań, które miały doprowadzić do zmniejszenia różnic dotyczących opodatkowania produktów i usług finansowych oraz powstania efektywnego i przejrzystego systemu ładu korporacyjnego.</p>

*Źródło: Pilecka A., Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) – założenia, realizacja, wpływ na rynki finansowe w Unii Europejskiej, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2007.*

Terminem zakończenia integracji rynku hurtowego papierów wartościowych był grudzień 2003 r., natomiast całość FASP miano zrealizować do końca 2004 r. W praktyce udało się to zrobić w stosunku do 38 zadań. Dwa z czterech brakujących zakończono w latach 2005-2006. Jednak dwa pozostałe wciąż czekają na realizację, w tym przegląd opodatkowania usług finansowych. Ta ostatnia sprawa staje się coraz większym problemem dla krajów wysoko rozwiniętych, którym bank UBS wieszczy wręcz „stopniową erozję zdolności ściągania podatków”. Poprawa w tym zakresie będzie bardzo trudna, jeśli uwzględnimy już wcześniej sygnalizowane postawy władz Cypru, Irlandii, Luksemburga, Szwajcarii i krajów – rajów podatkowych. Aktywa finansowe tych ostatnich szacowane są bowiem na 6-8 % ogólnoswiatowego ich stanu, a ich mieszkańcy są ludźmi bardzo bogatymi, niechętnymi jakimkolwiek zmianom. Sama zaś globalizacja powoduje swobodne przemieszczanie się olbrzymich kapitałów, o anonimowym i często mocno podejrzanym pochodzeniu. Mimo braku harmonizacji podatków, zwykło się przyjmować, że oficjalnie część legislacyjną FASP zakończono z dniem 1 czerwca 2006 r., a więc półtora roku później niż zakładano.

Z uwagi na prosty fakt, że integracja finansowa jest procesem ciągłym, działania po 31.12.2004 r. zaczęły się koncentrować na transpozycji prawa wspólnotowego do porządku prawnego krajów członkowskich i praktycznym stosowaniu przyjętych regulacji. Stan w tym zakresie (na dzień 14.12.2006 r.) przedstawiono w zestawieniu 4. Jasno z niego wynika, że proces transpozycji cechuje się różną dynamiką, a w niektórych przypadkach i krajach pojawiają się często znaczne opóźnienia w przyjmowaniu dyrektyw, rozporządzeń i pozostałych dokumentów. To zróżnicowane tempo transpozycji jest jedną z przyczyn dosyć wolnego postępu integracji finansowej. Komisja Europejska stara się ją monitorować i przyspieszać, stosując spotkania robocze i nieformalne, publikując co pół roku raporty nt. zaawansowania Planu, wprowadzając „tabele zgodności”, zachęcając do korzystania z systemu SOLVIT (internetowa sieć wykorzystywana do rozpatrywania skarg odnoszących się do nieprawidłowego stosowania prawa wspólnotowego), czy w ostateczności strasząc opieszale państwa uruchomieniem tzw. *infringement proceeding*. Procedura ta stosowana jest albo przez Komisję Europejską, albo z inicjatywy jakiegoś kraju członkowskiego wobec kraju, który nie wypełnia zobowiązań zawartych w Traktacie Europejskim lub w innej legislacji. W ostateczności, po prawomocnym wyroku Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości, jej zastosowanie może doprowadzić nawet do nałożenia kary pieniężnej na członka Wspólnoty.

Stopień przeniesienia postanowień dyrektyw FSAP do porządków prawnych państw członkowskich (stan na 14 grudnia 2006 r., data w drugiej kolumnie oznacza ostateczny termin przeniesienia)

Dyrektywa w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością (2004/46/EC)	27.04.02	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa nowelizująca dyrektywy ubezpieczeniowe i dyrektywę ISD w zakresie dotyczącym wymiany informacji z krajami trzecimi (2000/64/EC)	17.11.02	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa w sprawie reorganizacji i likwidacji zakładów ubezpieczeń (2001/17/EC)	20.04.03	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa nowelizująca dyrektywę w sprawie przeciwdziałania praniu brudnych pieniędzy (2001/97/EC)	15.06.03	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
2 Dyrektywy w zakresie UCITS (2001/107/EC, 2001/108/EC)	13.08.03	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
2 Dyrektywy nowelizujące dyrektywy ubezpieczeniowe w zakresie wskaźników wypłacalności (2002/12/EC – uchylona przez 2002/83/EC, 2002/13/EC)	20.09.03	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa w sprawie zabezpieczeń finansowych (2002/47/EC)	17.12.03	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa nowelizująca 4 i 7 dyrektywę prawa spółek w zakresie wyceny według wartości godziwej (2001/65/EC)	1.01.04	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa w sprawie opodatkowania dochodów z oszczędności wypłacanych w formie odsetek (2003/48/EC)	1.01.04	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa w sprawie reorganizacji i likwidacji instytucji kredytowych (2001/24/EC)	5.05.04	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa w sprawie uzupełniającego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego (2002/87/EC)	11.08.04	23 państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego, w 2 krajach trwa sprawdzanie zawiadomienia o przeniesieniu
Dyrektywa w sprawie oferowania usług finansowych na odległość (2002/65/EC)	9.10.04	23 państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego, 2 kraje nie przesłały zawiadomienia o przeniesieniu
Dyrektywa uzupełniająca statut spółki europejskiej (2001/86/EC)	10.10.04	19 państw członkowskich przeniosło postanowienia dyrektywy do prawa krajowego, 1 kraj nie przesłał zawiadomienia o przeniesieniu, w 5 krajach trwa sprawdzanie zawiadomienia o przeniesieniu

## c.d. zestawienia 4

Dyrektywa w sprawie wykorzystywania informacji poufnych i nadużyć na rynku (2003/6/EC)	12.10.04	Wszystkie państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego
Dyrektywa nowelizująca 4 i 7 dyrektywę prawa spółek w zakresie standardów rachunkowości (2003/51/EC)	1.01.05	24 państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego, 1 kraj nie przesłał zawiadomienia o przeniesieniu
Dyrektywa w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego (2002/92/EC)	15.01.05	24 państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego, 1 kraj nie przesłał zawiadomienia o przeniesieniu
Dyrektywa w sprawie prospektów emisyjnych (2003/71/EC)	1.7.05	24 państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego, 1 kraj nie przesłał zawiadomienia o przeniesieniu
Dyrektywa w sprawie funkcjonowania instytucji prowadzących pracownicze programy emerytalne i nadzoru nad nimi (2003/41/EC)	23.09.05	22 państwa członkowskie przeniosły postanowienia dyrektywy do prawa krajowego, 1 kraj nie przesłał zawiadomienia o przeniesieniu, 2 kraje przesłały zawiadomienie o częściowym przeniesieniu
Dyrektywa w sprawie przejęć (2004/39/EC)	20.05.06	16 państw członkowskich przeniosło postanowienia dyrektywy do prawa krajowego, 4 kraje nie przesłały zawiadomienia o przeniesieniu, 5 krajów przesłało zawiadomienie o częściowym przeniesieniu
Dyrektywa w sprawie przejrzystości obowiązków informacyjnych (2004/109/EC)	20.01.07	Wg stanu na 14.12.2006 (bliski ostateczny termin przeniesienia) żaden kraj członkowski nie przesłał zawiadomienia o przeniesieniu
Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych	31.01.07	Wg stanu na 14.12.2006 (bliski ostateczny termin przeniesienia) 1 kraj członkowski przesłał zawiadomienie o częściowym przeniesieniu, 24 państwa nie przesłały zawiadomienia o przeniesieniu

Źródło: Jak w zestawieniu 3.

W praktyce oceny wdrażanie prawa unijnego w krajach członkowskich wykorzystuje się wskaźnik tzw. *transposition deficit* jako miarę skuteczności tego procesu. Sytuacja jest zadowalająca, gdy nie przekracza on 1,5%. Jak wynika z zestawienia 5, 11 państw z b. EU-25 spełniło to kryterium. Polska znalazła się w drugiej grupie, gdzie powyższy wskaźnik wyniósł 4,8%. W naszym przypadku wzięło się to z powodu niewdrożenia na czas jednej dyrektywy (w sprawie przejęć).

## Zestawienie 5

Liczba dyrektyw FSAP niewprowadzonych przez państwa członkowskie lub częściowo przeniesionych do narodowych porządków prawnych (z 21 dyrektyw, których termin wprowadzenia minął; stan na 14 grudnia 2006 r.)

Liczba dyrektyw	Państwo członkowskie	Transposition deficit (w %)
0	Austria, Dania, Finlandia, Grecja, Litwa, Łotwa, Malta, Portugalia, Słowenia, Szwecja, Węgry	0,0
1	Belgia, Czechy, Cypr, Estonia, Francja, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Polska, Słowacja, Wielka Brytania	4,8
2	Hiszpania	9,5
3	Włochy	19,0

*Źródło: Jak w zestawieniu 3.*

Po formalnym zakończeniu realizacji FASP w latach 2004-2005 Komisja Europejska kontynuowała jednak działania mające jeszcze pełniej zintegrować rynki finansowe w UE. W tym to okresie (konkretnie maj 2004 r.) ukazały się cztery raporty ekspertów, nt. bankowości, ubezpieczeń i funduszy emerytalnych, papierów wartościowych oraz zarządzania aktywami. Podkreślano w nich cztery kwestie:

- należy skoncentrować się na wdrożeniu i egzekwowaniu dorobku FSAP oraz eliminacji zagrożenia przeregulowania niektórych segmentów rynku finansowego;
- priorytet powinny w latach 2005-2010 uzyskać sprawy związane z integracją infrastruktury depozytowo-rozliczeniowej i rynku kapitału ryzyka;
- trzeba intensywnie działać na rzecz głębszej współpracy między narodowymi nadzorcami;
- procedura Lamfalussy'ego generalnie się sprawdziła i powinna być szeroko stosowana, dbając jednak o to, by szybkość stanowienia regulacji nie przeważała nad jej jakością. Częściej zatem powinno się korzystać z mechanizmów samoregulacji rynków i instytucji finansowych. Niezbędne jest ponadto stałe ważenie kosztów i efektów tworzonych legislacji<sup>46</sup>.

Raporty, dopiero co podsumowane, poddano procesowi konsultacji, który zakończył się 10 września 2004 r.<sup>47</sup> Uczestniczyło w nich także nasze Ministerstwo Finansów. W naszym stanowisku akcentowano m.in., że problemy nowych członków, a więc krajów o niższym poziomie rozwoju finansowego, nie znalazły adekwatnego odzwierciedlenia w FSAP. Inni uczestnicy konsultacji podno-

<sup>46</sup> Ibidem.

<sup>47</sup> Janicka K., *Jednolity rynek finansowy Unii Europejskiej – początek kolejnego etapu* – „Zielona Księga”, „Bank i Kredyt”, nr 9, 2005.



sili jeszcze, że mankamentem jest brak raportu podsumowującego cztery raporty cząstkowe, a więc idącego niejako w poprzek wyróżnionych segmentów rynku finansowego. Niektórzy kwestionowali przy tym, że samo wydzielenie tylko czterech segmentów nie jest optymalne. Mało zwolenników znalazła również teza raportów cząstkowych, iż wymóg minimalnej harmonizacji powinien być zastąpiony standaryzacją regulacji. Ta ostatnia jest przecież rozwiązaniem mniej elastycznym i może mieć sens, gdy najpierw dokona się pełnej harmonizacji prawa w całej Wspólnocie.

Wspomniane raporty eksperckie, proces konsultacji oraz różnego typu badania pozwoliły Komisji Europejskiej wydać w maju 2005 r. dokument nazwany „Zieloną Księgą”. Była to wstępna propozycja działań do końca b. dekady, której podstawowym celem miało być pogłębienie i poszerzenie integracji finansowej. Także i w tym przypadku przeprowadzono konsultacje, trwające do końca lipca 2005 r. Potem KE opublikowała 5 grudnia tego samego roku „Białą Księgę”, a więc dokument już o charakterze strategicznym i obowiązującym.

Z punktu widzenia swojej struktury „Zielona Księga” składała się z części głównej oraz dwu aneksów, także podzielonych na części. W części głównej znalazły się cztery poniższe punkty:

1. Podstawowe kierunki polityki integracyjnej.
2. Lepsza regulacja, lepsze wprowadzenie przyjętego prawa oraz systematyczna ocena zachodzących zjawisk.
3. Konsolidacja działalności prawodawczej w b. dekadzie, przy uwzględnieniu:
  - sfinalizowania pozostałych działań FSAP,
  - efektywnego i skutecznego nadzoru,
  - transgranicznych inwestycji i konkurencji,
  - stosunki zewnętrzne UE.
4. Możliwe nowe inicjatywy<sup>48</sup>.

Dla każdego z ww. punktów opracowano zestaw pytań, które następnie stały się przedmiotem konsultacji.

Nie wnikając w szczegóły części głównej „Księgi”, można podać, że w warstwie politycznej chciano się skoncentrować na pogłębianiu integracji, usuwaniu jej barier, promowaniu swobody dostępu do rynków finansowych, ale też na ich stabilności i ochronie konsumentów, poprzez wdrażanie i modyfikowanie prawa unijnego oraz stałe dostosowywanie się do wyzwań globalnych. Generalnie jednak większy nacisk położono na dokończenie transpozycji obecnego prawa wspólnotowego niż na wprowadzenie nowych legislacji.

---

<sup>48</sup> Ibidem.

Bardzo interesujący był układ pierwszego aneksu. Ogólnie składał się on aż z sześciu części. Pierwsza z nich – „Korzyści ekonomiczne z integracji finansowej” – wskazywała, że chociaż narodowe rynki finansowe kształtowane są przez specyficzny układ warunków i preferencji, to jednak ich integracja w ramach UE mogłaby dać redukcję kosztu kapitału o 0,5 p.p., co dalej mogłoby się przełożyć na wzrost produkcji rzędu 0,75-0,94 p.p, a PKB w przedziale 0,7-1,1 p.p. Z liczbami tymi bardzo kontrastują ustalenia B. Eichengreena i A. Boltho. Z raportu tej dwójki badaczy wynika, że z tytułu istnienia samej UE dochód krajów, które ją utworzyły, wzrósł tylko o 5%. Natomiast na integracji niewątpliwie zyskiwały najbardziej kraje nowo przystępujące<sup>49</sup>. Część druga aneksu zatytułowana jest jako „Lepsza regulacja, przystosowanie, wprowadzenie i ciągła ocena”. W zasadzie powtarzają się tu rzeczy, o których już wcześniej pisano (prawo ma być jasne, przejrzyste, spójne, tworzone przez odwołanie się do publicznych konsultacji, ciągle weryfikowane z punktu widzenia jego przystawalności do rzeczywistości, realności terminów jego wdrożenia, i zgodności z wnioskami procedury Lamfalussy’ego). „Efektywny i skuteczny nadzór” to trzecia część Aneksu I. To teoretycznie i politycznie jeden z najtrudniejszych obszarów integracji finansowej w UE, i chyba nie tylko w niej. Komisja Europejska stanęła na stanowisku, iż nie jest na razie potrzebny nadzór paneuropejski. Zamiast tego nadzorcy narodowi powinni ze sobą ściśle współpracować, informując się o problemach i zagrożeniach. Nie jest to chyba jednak ostatnie słowo KE, biorąc pod uwagę najnowsze turbulencje na światowych rynkach finansowych. W istocie problem jest tu znacznie szerszy i dotyczy relacji UE z otoczeniem globalnym, jakiejś formy koordynacji światowej polityki gospodarczej, a w tym finansowej, kształtowania się nowego porządku ekonomicznego świata, adekwatnej do tego architektury finansowej itp. fundamentalnych spraw, zagrożeń i wyzwań. Część IV aneksu I odnosi się do trudnej także kwestii, jaką jest transgraniczna konsolidacja finansowa. W UE przebiega ona z dużymi oporami ze strony nadzorów narodowych i z powodów często politycznych. Bardzo często argumenty merytoryczne na rzecz konsolidacji przegrywają z działaniami protekcyjnymi. Co ciekawe, tych ostatnich jest więcej w przypadku krajów starej „15” niż ze strony nowych członków. Najlepszym przykładem mogą być tu Niemcy, których rząd w sierpniu 2008 r. przyjął projekt ustawy mającej chronić m.in. tamtejsze banki przed wrogim przejęciem przez podmioty zagraniczne. Prawo to ma obowiązywać od 1 stycznia 2009 r., ale prawdopodobnie zakwestionowane zostanie przez Brukselę. Na horyzoncie pojawia się tu jeszcze bardziej złożony problem społeczno-polityczny, a miano-

---

<sup>49</sup> Słojewska A., *Eksperti: Unia Europejska bez cudów*, „Rzeczpospolita”, 10.05.2008.

wicie ekspansja narodowych funduszy inwestycyjnych, tzw. SWF. Problemy powyższe są też przedmiotem zainteresowania części V aneksu I („Wymiar zewnętrzny”). W sensie najbardziej ogólnym Unia chce wzmocnić globalną konkurencyjność swojego sektora finansowego poprzez sprzyjanie kształtowaniu się otwartego, efektywnego i także konkurencyjnego światowego rynku finansowego, szukanie kompromisowych rozwiązań regulacyjnych, nadzorczych i stabilizujących światowe finanse oraz zapobiegających terroryzmowi międzynarodowemu. Ostatnia, szósta część aneksu I poświęcona jest zarządzaniu aktywami oraz rozwojowi detalicznego rynku finansowego.

Aneks II ma natomiast wybitnie charakter planu działań w drugiej połowie b. dekady związanych z harmonogramem wdrożenia istniejących dyrektyw oraz opracowywaniem nowych.

Opublikowana 5 grudnia 2005 r. „Biała Księga” zawiera pięć strategicznych działań UE w zakresie usług finansowych w latach 2005-2010. Oto one:

1. **Wzmocnienie integracji rynku finansowego.** Ma polegać na zakończeniu inicjatyw legislacyjnych i pozalegisłacyjnych, redukcji występujących barier integracji oraz usprawnieniu współpracy nadzorów krajowych.
2. **Zastosowanie zasady „lepszego stanowienia prawa” (*better regulation*).** To znane nam już szerokie stosowanie konsultacji, kryteria przejrzystości, funkcjonalności i spójności stanowionego prawa, prawidłowa i możliwie szybka, ale realistyczna ścieżka wdrażania prawa wspólnotowego do porządku prawnego krajów członkowskich, ograniczanie regulacji prawnych do niezbędnego minimum, ale jednocześnie kompleksowo obejmujących wszystkie segmenty rynku i jego związki z politykami stycznymi (konkurencji, ochrony konsumenta i podatkową).
3. **Tworzenie adekwatnych struktur nadzorczych i regulacyjnych.** Chce się to osiągnąć przez pogłębienie procesu Lamfalussy’ego, zacieśnienie współpracy między nadzorami krajów macierzystych a goszczących, lepszą wymianę standardowych informacji między nimi, ale przy jednoczesnej eliminacji dublowania obowiązków informacyjnych i sprawozdawczych, rozważenie możliwości przekazywania niektórych funkcji nadzorczych krajom goszczącym, wypracowanie wspólnych procedur podejmowania decyzji. Chodzi przy tym o to, by struktury te były także efektywne w czasach zaburzeń na rynkach finansowych, jak to ma miejsce od lata 2007 r. Sprawą wciąż otwartą pozostaje natomiast, kto będzie pokrywał straty z tytułu zakażenia ewentualnym kryzysem finansowym. Niestety, może się zdarzyć, że będą je musieli sfinansować podatnicy z nowych krajów członkowskich.

4. **Podniesienie poziomu konkurencji między oferentami usług finansowych, szczególnie w segmencie detalicznym.**
5. **Wzmocnienie pozycji zewnętrznej UE.** Rzecz jasna chodzi tu o miejsce Wspólnoty na globalnym rynku finansowym. Celem jest, oczywiście, wysoka konkurencyjność sektora finansowego Unii. Środkami zaś do jej osiągnięcia mają być globalne standardy, stała i ścisła współpraca światowych centrów finansowych, przekonująca argumentacja na forach światowej finansjery<sup>50</sup>.

Ogólnie stwierdza się, że „Biała Księga” nie różni się istotnie od „Zielonej Księgi”. Zgodnie z propozycjami formułowanymi w ramach konsultacji zrezygnowano w tej pierwszej z regulacji pewnych, mniej ważnych obszarów (agencje ratingowe, analizy finansowe, kwestie przejęć, wymogi kapitałowe na rynkach regulowanych). Trwający kryzys kredytowo-płynnościowy na międzynarodowych rynkach finansowych prawdopodobnie zmusi jednak KE do zmiany poprzedniego stanowiska, np. w odniesieniu do potrzeby uregulowania działalności agencji ratingowych (jasno o tym mówi m.in. kanclerz A. Merkel) i wzmocnienia kapitałowego instytucji finansowych, szczególnie spółek specjalnego przeznaczenia funkcjonujących przy bardzo wysokich dźwigniach finansowych. Nie jest jasne natomiast, czy KE zmieni swoje stanowisko odnośnie „26. reżimu prawnego”. Był on pomyślany jako alternatywa dla rozwiązań stosowanych w krajach członkowskich a dotyczących usług detalicznych i usług finansowych. Podmioty je świadczące mogłyby zatem wprost odwoływać się do powyższego reżimu, gdy dany obszar nie jest zharmonizowany w ramach Wspólnoty. „Biała Księga” uznawała także segment usług detalicznych i działalność funduszy inwestycyjnych jako priorytety Unii do końca b. dekady. Równocześnie zaakceptowała zaproponowaną już w FSAP, procesie Lamfalussy’ego i „Zielonej Księdze” filozofię regulacji, w której chodzi o jej elastyczność, nadążność za zmianami w otoczeniu globalnym, postępem technologicznym i innowacjami finansowymi, „lepszą legislację”, koegzystencję norm obligatoryjnych z dyscypliną rynkową i mechanizmami samoregulacji rynków finansowych oraz kodeksami dobrych praktyk w poszczególnych segmentach. Ta ostatnia rekomendacja jest już obecnie bardzo ostro kontestowana, a sporo osobistości światowych finansów (np. J. Sachs i G. Soros) wręcz podważa zdolność współczesnych rynków finansowych do samoregulacji. Ogólne wyobrażenie nt. zakresu działań zawartych w „Białej Księdze” daje zestawienie 6.

---

<sup>50</sup> Pilecka A., op. cit.

**Bieżące i planowane prace w zakresie integracji europejskiego rynku  
usług finansowych w latach 2005-2010**

Zakres tematyczny	Bieżące i planowane prace
Bankowość	Listopad 2006 – KE proponuje poprawki o charakterze samoregulacyjnym dotyczące systemów gwarantowania depozytów; w przyszłości KE nie wyklucza zaproponowania nowelizacji dyrektywy w sprawie systemów gwarantowania depozytów.
Papiery wartościowe i fundusze inwestycyjne	<p>Styczeń 2006 – KE wydaje komunikat dotyczący polityki wobec agencji ratingowych.</p> <p>Maj 2006 – KE przedstawia wstępną wersję przepisów wykonawczych do dyrektywy w sprawie przejrzystości obowiązków informacyjnych.</p> <p>Sierpień 2006 – KE przedstawia propozycję modyfikacji przepisów wykonawczych do dyrektywy w sprawie prospektów emisyjnych.</p> <p>Wrzesień 2006 – KE przedstawia propozycję przepisów wykonawczych do dyrektywy w zakresie UCITS.</p> <p>Listopad 2006 – KE przedstawia strategię rozwoju sektora funduszy inwestycyjnych (Biała Księga).</p> <p>Grudzień 2006 – KE wydaje komunikat dotyczący analiz rynkowych i analityków finansowych.</p> <p>Grudzień 2006 – KE rozpoczyna konsultacje dotyczące ram regulacyjnych dla derywatów towarowych i egzotycznych.</p> <p>Trwają przygotowania do publikacji raportu na temat wymogów przejrzystości na rynkach instrumentów finansowych innych niż akcje (planowana data publikacji – połowa 2007 r.).</p>
Ubezpieczenia	<p>Czerwiec 2005 – KE rozpoczyna badanie sektorowe<sup>1</sup> dotyczące ubezpieczeń gospodarczych (planowana data zakończenia badania – druga połowa 2007 r.).</p> <p>Kwiecień 2006 – KE rozpoczyna konsultacje w sprawie ubezpieczeń motoryzacyjnych; konsultacje mają być podstawą publikacji raportu dotyczącego tego tematu.</p> <p>Trwają prace nad projektem dyrektywy w sprawie regulacji i nadzoru w zakresie ubezpieczeń (<i>Solvency II</i>) (planowana data przedstawienia ostatecznego projektu przez KE – lipiec 2007 r.).</p>
Zagadnienia transgraniczne	Wrzesień 2006 – KE przedstawia projekt dyrektywy w sprawie procedur i kryteriów stosowanych przez władze nadzorcze przy ocenie proponowanych fuzji i przejęć w sektorze bankowym, ubezpieczeniowym i papierów wartościowych.
Detaliczne usługi finansowe	<p>Czerwiec 2005 – KE rozpoczyna badanie sektorowe dotyczące detalicznych usług bankowych (planowana data zakończenia badania – styczeń 2007 r.).</p> <p>Październik 2005 – KE przedstawia zmodyfikowany projekt dyrektywy w sprawie kredytów konsumenckich.</p> <p>Wrzesień 2006 – KE działalność rozpoczyna grupa ekspertów ds. mobilności użytkowników rachunków bankowych.</p> <p>Trwają przygotowania do publikacji Białej Księgi w sprawie kredytów hipotecznych (planowana data publikacji – 2007 r.).</p>
Płatności	<p>Grudzień 2005 – KE przedstawia projekt dyrektywy w sprawie usług płatniczych na rynku wewnętrznym.</p> <p>Luty 2006 – KE publikuje raport dotyczący tworzenia jednolitego obszaru płatniczego w UE (<i>Single Euro Payments Area, SEPA</i>).</p> <p>Trwają prace nad rozporządzeniem dotyczącym kontroli przepływów finansowych</p> <p>Trwają prace nad raportem dotyczącym stosowania rozporządzenia o transgranicznych płatnościach w euro</p>

Rozliczenia i rozrachunki	<p>Czerwiec 2006 – zakończył się proces konsultacyjny dotyczący raportu KE oceniającego funkcjonowanie dyrektywy w sprawie ostateczności rozliczeń. Na podstawie wyników konsultacji KE zdecyduje, czy potrzebna jest nowelizacja dyrektywy.</p> <p>Grudzień 2006 – KE opublikowała raport oceniający funkcjonowanie dyrektywy w sprawie zabezpieczeń finansowych. W 2007 r. KE może zdecydować o nowelizacji dyrektywy.</p> <p>Lipiec 2006 – KE zaleca państwom członkowskim podpisanie konwencji haskiej w sprawie papierów wartościowych<sup>2</sup>.</p> <p>Trwają prace nad przygotowaniem metodyki służącej monitorowaniu zmian kosztów i cen w sektorze depozytowo-rozliczeniowym.</p> <p>Trwają prace w grupach ekspertów zajmujących się wybranymi aspektami funkcjonowania rynku depozytowo-rozliczeniowego: <i>Legal Certainty Group</i> oraz <i>Fiscal Compliance Group (FISCO)</i>.</p>
Prawo spółek i ład korporacyjny	<p>Styczeń 2006 – KE przedstawia projekt dyrektywy w sprawie wykonywania przez akcjonariuszy prawa głosu.</p> <p>Marzec 2006 – zakończył się proces konsultacyjny dotyczący komunikatu KE <i>Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance In the European Union – A Plan to Move Forward</i> (opublikowany w maju 2003 r.), zawierającego propozycje modernizacji uregulowań w zakresie prawa spółek i nadzoru korporacyjnego. Zebrane opinie KE wykorzysta w procesie formułowania strategii w tym zakresie.</p> <p>Lipiec 2006 – <i>European Corporate Governance Forum</i><sup>3</sup> publikuje oświadczenie dotyczące zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej.</p>
Rachunkowość	<p>Sierpień 2006 – publikacja planu współpracy pomiędzy europejskimi i amerykańskimi władzami regulacyjnymi w zakresie międzynarodowych standardów rachunkowości.</p>

<sup>1</sup> Badanie sektorowe jest narzędziem umożliwiającym KE pozyskanie informacji na temat określonego rynku w celu zidentyfikowania przeszkód utrudniających konkurencję.

<sup>2</sup> Konwencja jest międzynarodowym porozumieniem dotyczącym prawa stosowanego w odniesieniu do papierów wartościowych przechowywanych u pośrednika.

<sup>3</sup> *European Corporate Governance Forum* zostało powołane przez KE w październiku 2004 r. Jego zadaniem jest doradzanie KE w kwestiach ładu korporacyjnego oraz przeanalizowanie kodeksów nadzoru korporacyjnego w państwach UE wraz z podjęciem działań nastawionych na zwiększenie stopnia ich podobieństwa.

Źródło: Jak w zestawieniu 3.

Mimo formalnego przyjęcia przez UE pogłębienia integracji rynku detalicznych usług finansowych jako jednego ze swoich dwu priorytetów w latach 2005-2010, wciąż proces ten przebiega bardzo wolno<sup>51</sup>. Kwestia ta niewątpliwie zasługuje na szersze potraktowanie, gdyż zdecydowana większość naszych gospodarstw rodzinnych w oficjalnej sprawozdawczości NBP traktowana jest jako klienci indywidualni banków, a więc detaliczny segment rynku bankowego. Podobnie dzieje się z mikrofirmami i małymi firmami, a te przecież dominują na wsi.

<sup>51</sup> Gostomski E., *Detaliści – łączcie się*, „Bank”, nr 5, 2007.

Duże zróżnicowanie cen usług detalicznych w UE, które wcale nie zmalało też w strefie euro, jest najlepszym dowodem na to, iż integracja tego segmentu rynku jest nadal słabo zaawansowana. Podobnie sprawa wygląda, jeśli analizuje się stopień korzystania przez mieszkańców UE z produktów finansowych oferowanych przez inne kraje członkowskie – w ramach operacji transgranicznych. Niski stopień integracji rynku detalicznego wynika z następujących przyczyn:

- niedostatku regulacji prawnych gwarantujących wysoki poziom bezpieczeństwa operacji,
- względów socjologiczno-kulturowych (bariery językowe, kultura, tradycja, przywiązanie do rodzimych marek), hamujących czy wręcz uniemożliwiających konwergencję cen,
- bliskości fizycznej,
- ryzyka operacji prowadzonych zdalnie za pośrednictwem kanałów elektronicznych,
- doświadczeń USA, pokazujących wybitnie lokalny charakter operacji detalicznych.

Z drugiej natomiast strony wskazać można też siły, które będą stymulowały proces pogłębiania się integracji rynku detalicznego. Można tu wymienić:

- poszerzanie się strefy euro,
- postęp techniczno-technologiczny, a tu szczególnie Internet z jego ogromnymi możliwościami dostępu online,
- rosnącą mobilność mieszkańców UE i niezłą znajomość języków obcych (53% z nich deklaruje płynne posługiwanie się co najmniej jednym językiem obcym),
- mimo wszystko postępującą harmonizację regulacji prawnych transakcji transgranicznych oraz infrastruktury rozliczeniowej, czy wdrożenie inicjatyw typu: *FIN-USE* (forum ekspertów przekazujących KE opinie konsumentów na temat jakości usług) albo *FIN-NET* (system pozasądowego rozwiązywania sporów w zakresie usług transgranicznych),
- zbyt ciasne już rynki narodowe dla dalszej ekspansji instytucji finansowych,
- istnienie potencjalnego popytu i świadomość możliwych korzyści z integracji. Przykładowo, z badań KE wynika, że 15% klientów detalicznych chciałoby otworzyć konto za granicą, a 12% chciałoby mieć zagraniczną kartę kredytową. Coraz więcej konsumentów chciałoby mieć niedyskryminujący, także podatkowo, dostęp do tańszych i wygodniejszych oraz przystosowanych do ich potrzeb produktów finansowych. Wraz ze wzrostem ich wiedzy finansowej i ekonomicznej rośnie także wrażliwość nabywców na ceny, powodując, iż są oni bardziej wymagający, ruchliwi i mniej lojalni.

Jak widać, w zasadzie jest już przesądzone, że będzie rosło znaczenie transgranicznych usług detalicznych. Tempo to mogłoby być jednak szybsze, gdyby przyspieszono proces harmonizacji prawa wspólnotowego w tej dziedzinie, podobnie jak i dotyczącego bezpieczeństwa prawnego i technicznego transakcji oraz ze sfery ochrony konsumenta i deponenta. Wydaje się przy tym, że dotychczasowa zasada harmonizacji prawa na minimalnym poziomie nie jest dobrą praktyką. Lepszym rozwiązaniem powinna być zasada wzajemnego uznawania krajowych regulacji prawnych. Nadal trzeba też doskonalić dyrektywę dotyczącą kredytów konsumenc- kich z października 2005 r. Nową wersję powyższej dyrektywy przyjęto w kwietniu 2008 r. Kraje członkowskie będą miały dwa lata na jej wdrożenie. Przedmiotem re- gulacji objęte są jedynie kredyty konsumenckie w przedziale od 200 euro do 75 tys. euro. W odróżnieniu od poprzedniej wersji dyrektywy obecnie kredytodawcy będą mieli prawo pobrać prowizję (do 1% kwoty kredytu) w przypadku wcześniejszej spłaty kredytu. Wydłużył się natomiast, z 10 do 14 dni, okres możliwej rezygnacji z kredytu lub pożyczki. Bardziej precyzyjne będą z kolei formuły określania łączne- go kosztu kredytu i rzeczywistej rocznej stopy jego oprocentowania. Niektórzy prawnicy z kolei uważają, że nie ma przeszkód, by kredyty poniżej 200 euro były wyłączone z obecnych w Polsce ograniczeń ich maksymalnego oprocentowania nie przekraczającego czterokrotności stopy lombardowej NBP<sup>52</sup>. We wrześniu 2008 r. było to 30% w stosunku rocznym. Mogą zatem wrócić czasy lichwiarskich kredytów i pożyczek dla najuboższych.

Dyrektywa 2008/48/WE w sprawie umów o kredyt konsumencki zasługuje z pewnością na dodatkowy komentarz. Ma ona wprowadzić szczytne cele w postaci wzmocnienia ochrony konsumentów, a więc strony przeważnie słabszej na rynku finansowym, i zapobiegania nadmiernemu ich zadłużaniu się. Z drugiej jednak stro- ny dyrektywa ta nakłada dodatkowe obowiązki na banki i ich klientów: rozszerzenie niezbędnych informacji, przestrzeganie ostrzejszych reguł reklam i ogłoszeń, respek- towanie nowych zasad przez pośredników finansowych, dłuższe i bardziej wymaga- jące badanie zdolności kredytowej. Przypuszcza się, że w konsekwencji kredyt może stać się trudniej dostępny, raczej też droższy, a poziom zadowolenia klientów z usług banków może być postrzegany jako obniżony. W szerszym zaś planie, z uwagi na rezygnację z pełnej harmonizacji wdrażanie powyższej dyrektywy, utworzenie pa- neuropejskiego rynku usług detalicznych przesunie się w czasie, a być może nastąpi nawet jego dezintegracja<sup>53</sup>

Już w październiku 2006 r. Komisja Europejska zorganizowała warsztaty nt. metodyki oceny wpływu FSAP na rynki finansowe, głównie pod kątem poziomu

---

<sup>52</sup> Kosiński M., *Wróć drogę pożyczki na bardzo krótki termin*, „Rzeczpospolita” 9.05.2008.

<sup>53</sup> Jeziolowicz N., *Klient chroniony i umęczony, banki zapłaca*, „Bank”, nr 7-8, 2008.



ich integracji i konkurencji. Formalnie jednak w miarę całościowa ocena Planu ma być zaprezentowana na przełomie lat 2008/2009. Oczywiście, cały czas dokonywane są jego oceny cząstkowe. Przykładem są tu analizy A. Pileckiej, z których dalej będzie się korzystać<sup>54</sup>.

A. Pilecka wpływ FSAP ocenia w dwu przekrojach:

1. redukcji barier integracji finansowej,
2. funkcjonowania europejskich rynków finansowych.

Jeśli chodzi o pierwszy, to bezsprzecznie FSAP, a w nim szczególnie proces Lamfalussy'ego, zaproponował kompleksowy zestaw działań legislacyjnych i pozalegisłacyjnych niezbędnych dla pogłębienia i przyspieszenia integracji. Proces Lamfalussy'ego stał się przy tym rekomendacją metodologiczną dla poprawy również całej europejskiej struktury regulacyjnej i ostrożnościowo-nadzorczej nad poszczególnymi segmentami rynku finansowego. Stanowione prawo wspólnotowe stało się przez to bardziej przejrzyste, spójne i elastyczne, które to cechy zawdzięcza także systemowi w miarę szerokich konsultacji z uczestnikami rynków. Mankamentem dotychczasowej praktyki konsultacji jest natomiast słabe w nich uczestnictwo finalnych nabywców usług finansowych, przede wszystkim o charakterze detalicznym. Z kolei dwa raporty (2001 i 2003 r.) tzw. grupy Giovanniego pozwoliły zidentyfikować aż 15 barier w infrastrukturze depozytowo-rozliczeniowej, istotnie hamujących integrację.

Ocena wpływu FSAP na funkcjonowanie rynków finansowych jest bardzo trudna. Dzieje się tak, gdyż rynki te podlegają ciągłym zmianom, także pod wpływem sił globalnych. Plan, szczególnie jego część legislacyjna, przyjmowany był przez kraje członkowskie w różnym tempie, o zróżnicowanej tradycji i reżimie prawnym oraz bardzo dużym zróżnicowaniu poziomu rozwoju finansowego. Stąd cały czas trudno jest mówić o pełnej harmonizacji prawa finansowego we Wspólnocie. Czasami odnosi się nawet wrażenie, że poszczególne kraje dosyć wybiórczo traktują zestaw propozycji zawartych w Planie i „Białej Księdze”. Wciąż jest wielu chętnych do uciekania się do praktyk protekcyjnych. Wreszcie, trudno byłoby zaakceptować pogląd, że zachowanie się danego rynku zdeterminowane być może jednym, nawet bardzo złożonym czynnikiem. Z tych to m.in. powodów KE zaproponowała dwuetapową procedurę oceny FSAP. Najpierw (listopad 2005 r.) opublikowano raport, w którym zaprezentowano strukturę, cele i instrumenty Planu oraz najważniejsze rekomendacje do realizacji w fazie „postfsapowskiej”. W drugim zaś etapie, który ma się zakończyć na przełomie bieżącego i przyszłego roku, instytucja zewnętrzna przedstawi analizę ekonomiczną i prawną wpływu całego Planu na unijny rynek finansowy. Sama zaś analiza powinna zawierać cztery elementy:

---

<sup>54</sup> Pilecka A., op. cit.

- uzasadnienie wyboru charakterystyk rynków,
- porównanie ww. charakterystyk przed Planem i po jego zakończeniu,
- wyjaśnienie odchyleń dodatnich i ujemnych między Planem a jego realizacją,
- sformułowanie rekomendacji w oparciu o dokonaną analizę przyczynową.

Nie należy zapominać jednak o tym, że wyżej sygnalizowana analiza nie może być studium kompletnym, gdyż „Biała Księga” obejmuje działania, których termin realizacji upływa dopiero z końcem b. dekady.

Już obecnie można być chyba pewnym, że wyżej sygnalizowana kompleksowa ocena FSAP będzie niekompletna. Stało się tak, gdyż 2.09.2006 r. Komisja Europejska opublikowała dyrektywę MiFID (*Markets in Financial Instruments* – dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych). W istocie jest to zestaw trzech, dokumentów, przygotowany zgodnie z procedurą Lamfalussy’ego obejmujący:

- dyrektywę ramową (MiFID I),
- dyrektywę wykonawczą (MiFID II),
- rozporządzenie.

MiFID zastąpiła poprzednią dyrektywę ISD (*Investment Services Directive* – dyrektywą dotyczącą usług inwestycyjnych). Jest ona przewidziana do stosowania w 30 krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Zmiany w ustawodawstwie krajowym i odpowiednie regulacje wykonawcze miały być przyjęte do 31.01.2007 r., a pełne wdrożenie MiFID miało nastąpić do 1.11.2007 r. Dwanaście krajów nie zdążyło tego zrobić, w tym także Polska. Stało się tak, gdyż m.in. z powodu przyspieszonych wyborów parlamentarnych nie zdołano znowelizować trzech ustaw: o obrocie instrumentami finansowymi, o ofercie publicznej i o funduszach inwestycyjnych. Nowy parlament zakończył wprawdzie pracę nad wdrożeniem MiFIO, ale prezydent może ją zawetować. Główną oś sporu stanowi sprawa prywatyzacji Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz wycena niektórych instrumentów finansowych.

W istocie MiFiD jest integralnym składnikiem FSAP, która ma zrealizować dwa główne cele regulacyjne:

- poprawić ochronę konsumentów i zapewnić integralność rynków poprzez nałożenie różnych wymogów na licencjonowanych pośredników finansowych,
- promować uczciwość, przejrzystość i efektywność zintegrowanych rynków finansowych<sup>55</sup>.

---

<sup>55</sup> Żółw H., *Zegar bije dla MiFiD*, „Bank”, nr 4, 2007.

## Podstawowe funkcje nowych przepisów

<ul style="list-style-type: none"> <li>Zaliczają doradztwo inwestycyjne związane z osobistymi rekomendacjami do głównych usług finansowych, które mogą być świadczone niezależnie od innych.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Wprowadzają funkcjonowanie wielostronnych platform obrotu (<i>multilateral trading facility-MTF</i>) jako nową usługę inwestycyjną objętą paszportem.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Rozszerzają zakres paszportu w celu objęcia nim po raz pierwszy towarowych instrumentów pochodnych (<i>commodity derivatives</i>), instrumentów pochodnych dotyczących przenoszenia ryzyka kredytowego oraz kontraktów finansowych na transakcje różnicowe.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>MiFID ustanawia bardziej szczegółowe wymogi dotyczące organizacji i prowadzenia działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych, zasad funkcjonowania rynków regulowanych oraz wielostronnych platform obrotu (MTF).</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Dyrektywa określa także nowe przed- i potransakcyjne wymogi przejrzystości dla rynków; tworzy nowy reżim dla podmiotów giełdowych, tzw. <i>systematic internalisers</i> prowadzących regularną działalność w oparciu o ustalone zasady, realizujących na własny rachunek zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym czy MTF; oraz szersze wymogi sprawozdawcze w odniesieniu do transakcji.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>MiFID poprawia paszport dla przedsiębiorstw inwestycyjnych poprzez jaśniejsze określenie tego, w jaki sposób alokowana jest odpowiedzialność pomiędzy państwem rodzimym a państwem przyjmującym w zakresie oddziałów oraz poprzez wyjaśnienie niepewności w zakresie jurysdykcji, które narosły pod rządami dyrektywy ISD.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Większość przedsiębiorstw, które objęte będą zakresem obowiązywania MiFID, będzie musiało także dostosować się do nowej dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (<i>Capital Requirements Directive – CRD</i>), która ustala wymagania w odniesieniu do kapitału regulacyjnego, jaki przedsiębiorstwo będzie musiało posiadać. Część przedsiębiorstw objętych regulacją MiFID będzie po raz pierwszy podlegała wymogom kapitałowym ustanowionym na podstawie dyrektywy.</li> </ul>

Źródło: Żółt H., *Zegar bije dla MiFiD*, „Bank”, nr 4, 2007.

## Kluczowe zagadnienia zawarte w dyrektywie MiFID

1. Obsługa zleceń i zawieranie transakcji	Obowiązek najlepszego wykonania	21.1–21.3 i 21.6 (najlepsze wykonanie), 21.4 i 21.5 (przestrzeganie zasad najlepszego wykonania)
	Reguły obsługi zlecenia klienta	22.1 (szybkie i rzetelne wykonanie zlecenia), 22.2 (widoczność niezrealizowanych zleceń klientów)
	Zasady przejrzystości przed zawarciem transakcji	27.1–27.3 ( <i>systematic internalisers</i> ), 29.1 i 29.2 (alternatywne platformy obrotu – MTF), 44.1 i 44.2 (rynki regulowane)
	Ujawnianie informacji o zawartych transakcjach	28.1 i 28.2 (firmy inwestycyjne), 30.1 i 30.2 (alternatywne platformy obrotu – MTF), 45.1 i 45.2 (rynki regulowane)
2. Relacje z klientem	Znajomość klienta	19.4, 19.5 i 19.6 (znajomość klienta), 19.7 (umowa z klientem detalicznym)
	Ujawnianie informacji klientom	19.2 (rzetelna, jasna i jednoznaczna informacja), 19.3 (informacja dla klientów i potencjalnych klientów; dotyczy klientów detalicznych), 19.8 (sprawozdania do klientów; dotyczy klientowi detalicznych)

3. Świadczone usługi i operacje	Sposób prowadzenia działalności	13.2 (zgodność z przepisami i <i>personal transactions</i> ), 13.4 i 13.5 (systemy wewnętrzne, zasoby, procedury i outsourcing), 13.7 i 13.8 (ochrona aktywów klienta), 13.3, 18.1 i 18.2 (konflikt interesów), 20 (wykorzystywanie innych firm inwestycyjnych), 23.1– 23.6 (agenci), 24.1– 24.4 (transakcje z uprawnionymi kontrahentami), 26.1 i 26.2 (zgodność alternatywnych platform obrotu z przepisami), 31.1–31.6 (prawa firm inwestycyjnych), 32.1-32.9 (ustanowienie oddziału), 33.1 (dostęp do rynków regulowanych), 34.1–34.3 (dostęp do systemów rozrachunkowych i rozliczeniowych), 35.1 i 35.2 (dostęp do systemów rozrachunkowych i rozliczeniowych dla alternatywnych platform obrotu), 40.1–40.5 (dopuszczenie instrumentów do obrotu)
	Sprawozdawczość transakcji	25.3–25.6 (raportowanie transakcji)
	Przechowywanie danych o transakcjach	13.6 i 25.2 (przechowywanie danych o transakcjach)

Źródło: „Gazeta Bankowa”, nr 43, 2007.

Pełniejszy przegląd funkcji ujętych w dyrektywie MiFID zawierają zestawienia 7 i 8. Należy w tym miejscu dodać, że dyrektywa powyższa zrywa z poprzednio stosowaną w UE zasadą „minimalnej harmonizacji i wzajemnym uznawaniu regulacji”, zastępując je zasadą „maksimum harmonizacji”. Oznacza to m.in., że w sytuacji sprzeczności prawa krajowego ze wspólnotowym, sądy i administracja kraju członkowskiego mają stosować regulacje unijne. W tym mniej więcej duchu wypowiedziała się nasza Komisja Nadzoru Finansowego, gdy musiała zająć stanowisko po 1 listopada ub.r., a więc ostatecznym terminie przyjęcia MiFID<sup>56</sup>. Uczestnicy naszego rynku stan ten określają krótko: chaos prawny. W skrajnej sytuacji może on doprowadzić nawet do pojawienia się roszczeń klientów banków, funduszy inwestycyjnych, biur maklerskich itp. wobec polskiego Skarbu Państwa. Pogarsza się także pozycja konkurencyjna naszych instytucji finansowych w stosunku do ich odpowiedników z krajów, które MiFID już przyjęły. Trzeba mieć bowiem świadomość, że dyrektywa ta klientom i rynkom może przynieść szereg korzyści, wśród których wymienia się:

- więcej informacji dla klientów o ryzyku inwestycyjnym, produktach, ponoszonych kosztach;
- bardziej profesjonalne doradztwo inwestycyjne;
- podział klientów na grupy ze względu na wysokość inwestycji, wiedzę oraz doświadczenia na rynku finansowym;
- zapewnienie przejrzystości rynku usług inwestycyjnych;

<sup>56</sup> Dudek A.M., KNF o MiFIO, „Gazeta Bankowa”, nr 45, 2007.

- zwiększenie konkurencji;
- zmniejszenie kosztów transakcyjnych;
- rzetelność reklam produktów inwestycyjnych;
- zwiększenie wymogów organizacyjnych dla firm inwestycyjnych. Biura maklerskie, na przykład, będą musiały utworzyć odrębne komórki audytu wewnętrznego czy też departamenty zarządzania ryzykiem<sup>57</sup>.

Podobnie jak z dyrektywą o kredycie konsumenckim, także MiFID oznaczać będzie w praktyce dodatkowe koszty dla banków i innych firm inwestycyjnych. Chodzi tu o dodatkowe procedury, segmentacje, działanie zgodne z zasadą najlepszego wykonania, rozstrzyganie konfliktów itp. Bankowcy mocno preferują przede wszystkim stronę kosztową, zapominając często, że MiFID daje im okazję do poprawy zarządzania, wzrostu efektywności i konkurencyjności<sup>58</sup>.

### **2.3. Jednolity Obszar Płatności w Euro (*Single Euro Payments Area – SEPA*)**

To w powszechnej opinii najbardziej ambitny, obok wprowadzenia wspólnej waluty, projekt ekonomiczno-polityczny w UE. Jest to też przedsięwzięcie, które w pierwszym rzędzie ma przyspieszyć integrację niskokwotowych, a więc głównie detalicznych, operacji rozliczeniowo-płatniczych. Jak wiele innych projektów realizowanych w Unii, SEPA swym zasięgiem obejmuje cały Europejski Obszar Gospodarczy. Integralnym składnikiem SEPA jest system Jednolity Obszar Gotówki Euro (*Single Euro Cash Area – SECA*). Jasno z tego wynika, że inicjatorzy Jednolitego Obszaru postanowili uporządkować kwestię całości transgranicznych operacji bezgotówkowych i gotówkowych. Rzecz jasna, SEPA traktowana jest również jako instrument realizacji Strategii Lizbońskiej. SEPA to jednocześnie bardzo drogie przedsięwzięcie. Jego łączny koszt szacowany jest na ok. 600 mld euro. Stąd dokłada się bardzo dużych starań, by koszty te minimalizować. Warto tu dodać, że koszty te będą najbardziej obciążały małe banki, gdyż jednorazowy wydatek musi być znaczącą pozycją w rachunku wyników i będzie im trudno uzyskać wyraźne korzyści skali. Dalej z tego wynika, że SEPA przysłuży się głównie dużym, międzynarodowym grupom bankowym<sup>59</sup>. Z drugiej strony warto odnotować, że wdrożenie projektu przebiega w sposób praktycznie niezauważalny dla klientów banków. Po pełnym jego wdrożeniu uzyskają oni instrument dobrze zabezpieczający przed fałszerstwami, które są poważnym problemem w gospodarce elektronicznej. Dodatkową korzyścią dla klientów będzie również prak-

<sup>57</sup> Ostrowska K., Więclaw E., *Klienci będą poszkodowani*, „Rzeczpospolita”, 23.08.2007.

<sup>58</sup> *Unijne prawo w polskich bankach*, „Bank”, nr 7-8, 2008.

<sup>59</sup> Lewandowski K., *Rewolucyjny nowy ład*, „Bank”, nr 7-8, 2008.

tycznie pełna (powyżej 150 euro) odpowiedzialność banków za niezawinione przez klientów straty w trakcie rozrachunków<sup>60</sup>.

Bardzo interesująco przedstawia się sama geneza utworzenia Jednolitego Obszaru. W momencie pojawienia się Unii Gospodarczej i Walutowej (1999 r.) rozpoczęła się konsolidacja wysokokwotowych rozliczeń bankowych. Służył do tego system TARGET (*Transeuropean Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer*), czyli transeuropejski system rozliczeń brutto w czasie rzeczywistym<sup>61</sup>. Natomiast małe firmy i klienci indywidualni instytucji finansowych skorzystali z wprowadzenia euro jedynie dzięki redukcji kosztów wymiany walut. Wszelkie zaś drobne operacje zagraniczne nadal realizowano jak poprzednio, tzn. dłużej i drożej niż takie same transakcje krajowe. Rynek detaliczny był zatem wciąż sfragmentaryzowany, natomiast rynek hurtowy w roku 2002 otrzymał kolejny silny impuls do pogłębienia i przyszłego zakończenia integracji. W roku 2002 Rada Europejskiego Banku Centralnego podjęła bowiem decyzję o stworzeniu systemu TARGET 2. W roku 2007 powstała z kolei centralna platforma rozliczeń wysokokwotowych w euro. Tym samym proces integracji tego segmentu rynku został sfinalizowany. Znacznie zaawansowane są również prace konsolidujące rozliczenia papierami wartościowymi.

Daleko posunięta fragmentacja płatności masowych w euro, wynikająca z ogromnego zróżnicowania standardów krajowych, braku infrastruktury technicznej, dominacji rozliczeń gotówkowych i dużej niechęci banków do zmiany status quo, co jest zrozumiałe, gdy uwzględni się kilkakrotnie wyższe opłaty za operacje zagraniczne w porównaniu do rozliczeń krajowych, skłoniły Parlament Europejski, Komisję Europejską, Europejski Bank Centralny i Eurosystem do działania<sup>62</sup>. W ślad za tym 19.12.2001 r. ukazało się rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej (nr 2560/2001) w sprawie płatności transgranicznych w euro w Unii Europejskiej. Rozporządzenie to nakazywało bankom zrównanie opłat za rozrachunki krajowe i zagraniczne do kwoty 50 tys. euro (12,5 tys. euro do 31.12.2001 r.). Gdyby miały to realizować w oparciu o ówczesnie stosowaną technologię, poniosłyby poważne straty. Nie dziwi zatem, że banki zaczęły rozporządzenie powyższe obchodzić, wprowadzając nowe opłaty lub podwyższając dotychczasowe. Banki jednak zrozumiały, że nie będzie już odwrotu od stworzenia systemu tanich przelewów transgranicznych dla konsumentów. Chciały jednakże problem ten rozwiązać głównie na zasadzie samore-

---

<sup>60</sup> Wolski A., *SEPA: wspólne zadanie, Horyzonty Bankowości*. Dodatek specjalny, „Bank”, nr 5, 2008.

<sup>61</sup> Gostomski E., *Jednolicie w euro*, „Bank”, nr 3, 2007.

<sup>62</sup> Łysakowski P., *SEPA – jednolity obszar płatności w euro*, „Bank i Kredyt”, nr 11/12, 2007.

regulacji (*soft law*)<sup>63</sup>. Dlatego też w 2002 r. z inicjatywy czołowych banków europejskich utworzono Europejską Radę ds. Płatności (*European Payment Council – EPC*). Rada stała się odtąd głównym koordynatorem i nadzorcą wdrażania SEPA (por. zestawienie 9). Sytuacja powyższa to doskonały przykład, jak władze publiczne mogą stymulować samoregulacyjną aktywność sektora prywatnego, jeśli nawet zagraża to krótkoterminowym interesom tego ostatniego. Może być to też dobry przykład powodzenia projektu ze sfery partnerstwa publiczno-prywatnego, z którym w Polsce mamy wciąż ogromne problemy. Powstanie SEPA jest ponadto modelowym wzorcem tworzenia dobra publicznego, jakim niewątpliwie jest integracja systemu rozliczeń i płatności. Warto wreszcie odnotować i to, że w pracach nad Jednolitym Obszarem uczestniczą konsumenci, a więc główni jego beneficjenci. Widzimy tu znów realizację praktyczną filozofii procesu Lamfalussy’ego.

W sferze regulacyjnej SEPA otrzymała silne wsparcie w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady Europejskiej o usługach płatniczych z 24.04.2007 r. – Payment Service Directive, PSD, 2007/64/WE. To ogromnie złożony dokument. Wystarczy stwierdzić, że zawiera on 87 artykułów. Jest jednak niezbędny, aby mogło nastąpić ujednoczenie standardów stosowanych rozwiązań technicznych i technologicznych oraz praw i obowiązków uczestników rynku. Ostateczny termin wdrożenia ww. dyrektywy ustalono na koniec listopada 2009 r. Wprawdzie jej stosowanie przewidziano tylko do instrumentów SEPA, których regulacje krajowe najbardziej są zróżnicowane w krajach członkowskich, ale istnieje tu niebezpieczeństwo pewnego przeregulowania.

Dyrektywa PSD, analogicznie jak dyrektywy o kredycie konsumenckim i MiFID, precyzuje prawa i obowiązki zleceniodawcy oraz odbiorcy płatności i usługodawcy a także obowiązki informacyjne stron. Wynika z niej m.in., że uczestnicy transakcji muszą zawrzeć stosowne umowy ramowe, zleceniodawca odpowiada za straty z tytułu nieautoryzowanych transakcji płatniczych do 150 euro, maksymalny czas realizacji transakcji do 31 grudnia 2011 r. nie może przekroczyć 3 dni, a później – jednego dnia<sup>64</sup>.

Według Komisji Europejskiej SEPA powinna pozwolić stworzyć w pełni zintegrowany, wysoce konkurencyjny, bezpieczny i niezawodny oraz tani system płatności masowych w euro. Oznacza to nic innego niż funkcjonowanie Jednolitego Obszaru na zasadzie rynku lokalnego, tzn. klienci systemu płatni-

---

<sup>63</sup> Lewandowski K., op. cit.

<sup>64</sup> *Unijne prawo*,..., op. cit.

czego otrzymają takie same usługi niezależnie od miejsca ich działania, taniej i szybciej. Do urzeczywistnienia takiej idei potrzebne są jednakowe ramy prawne, standardy realizacji płatności i mechanizmy samoregulacji systemu.

## Zestawienie 9

### Założenia Europejskiej Rady ds. Płatności (EPC)

Jednolity standard to oszczędności	Administracja publiczna będzie mogła składać elektroniczne instrukcje płatnicze w euro na rzecz wszystkich klientów banków operujących w SEPA, przy użyciu jednego wystandaryzowanego formatu, wspólnego identyfikatora rachunku opartego na BIC oraz IBAN. Nie będzie rozróżnienia pomiędzy płatnościami krajowymi i transgranicznymi w euro.
Zwiększony zasięg geograficzny i większy wybór	Wysyłanie i otrzymywanie płatności do i od obywateli oraz przedsiębiorców w ramach SEPA (31 państw Europy – 27 państw członkowskich UE + 3 państwa Europejskiego obszaru Gospodarczego oraz Szwajcaria) zostanie znacznie uproszczone.
Łatwiejsze rozliczenia	Instrumenty płatnicze SEPA dostarczą bardziej wydajnych usług dla przesyłania bardziej wystandaryzowanych i ustrukturyzowanych informacji w ramach płatności od zleceniodawcy do odbiorcy. Zdaniem EPC, umożliwi to łatwiejsze procedury rozliczeń i potencjalnie zredukuje liczbę kosztownych „transakcji wyjątkowych”.
Wykorzystywanie internetu	Nowe instrumenty płatnicze SEPA zostały oparte o standardy XML ( <i>Extender Mark-up Language</i> ). Umożliwiają one pełną interoperacyjność pomiędzy stronami. Jednocześnie wniosą duży wkład w zwiększenie wydajności rozwoju IT i przetwarzania bezpośredniego <i>end-to-end</i> .
Nowe możliwości polecenia zapłaty	Obecnie nie istnieje rozwiązanie paneuropejskie do dokonywania polecenia zapłaty. SEPA dostarczy instrument umożliwiający dokonywanie zarówno płatności cyklicznych, jak i jednorazowych z całego obszaru w zunifikowanych formatach, cyklach czasowych i na jednolitych zasadach, regulujących również zwroty i refundacje.
Szybsze transfery środków	Oczekuje się, że czas wykonania transakcji płatniczych ulegnie redukcji, co wpłynie na znaczne przyspieszenie przepływu środków finansowych. W wielu systemach już teraz jest on stosunkowo krótki. Płatności w ramach SEPA będą wykonywane w zagwarantowanych, maksymalnych cyklach czasowych, określonych w dyrektywie o usługach płatniczych.
Upowszechnienie kart płatniczych	Karty płatnicze staną się w pełni interoperacyjne na całym obszarze SEPA. Przyniesie to wiele korzyści administracji publicznej. Wprowadzenie standardu technologii bezpieczeństwa (EMV Chip i PIN) otworzy nowe możliwości walki z oszustwami kratowymi. Zwiększenie korzystania z kart płatniczych wpłynie na redukcję obrotu gotówkowego, który generuje olbrzymie koszty dla administracji publicznej.
Unowocześnienie administracji	Przyjęcie przez administrację publiczną nowych instrumentów płatniczych SEPA ułatwi odnowienie starzejących się już systemów i aplikacji płatniczych.
Harmonizacja prawna	Korzyścią dla wszystkich użytkowników usług płatniczych będzie zharmonizowane środowisko prawne. Zagwarantuje je dyrektywa o usługach płatniczych – ważny projekt UE uzupełniający SEPA.

Źródło: Widawski P., *Sektor publiczny a SEPA*, „Bank”, nr 7/8, 2007.



EPC w marcu 2005 r. przedstawiła szczegółowy harmonogram wdrażania SEPA. Obejmował on trzy etapy:

1. Przygotowania projektu i podstawowych jego założeń (lata 2004-2005).
2. Stworzenie paneuropejskich instrumentów płatniczych i stosownych procedur (lata 2006-2008).
3. Uruchomienie systemu (28.01.2008 r.), który do roku 2010 będzie funkcjonował obok dotychczasowych rozwiązań krajowych, ale w końcu b. dekady osiągnie swą masę krytyczną, tzn. przechodzenie na SEPA wynikać będzie głównie z przesłanek rynkowych<sup>65</sup>.

Analizę korzyści z wdrożenia Jednolitego Obszaru warto zacząć od ocen Komisji Europejskiej, wg której dyrektywa o usługach płatniczych powinna dać łącznie od 50 do 100 mld euro oszczędności w skali roku<sup>66</sup>. Wystarczy tu podać, że w „EU-27” rocznie dokonuje się 231 mld płatności na kwotę ponad 52 bln euro, z czego ok. 2% przypada na transakcje transgraniczne. Europejski rynek płatności rośnie przy tym w dobrym tempie, które firma badawcza AT Kearney ocenia na 7% w stosunku rocznym. Ocenia się też, że dzięki SEPA koszt przelewu zagranicznego w Polsce może spaść z 80 do 8 zł<sup>67</sup>.

Generalnie SEPA harmonizuje zasady i standardy stosowania trzech instrumentów płatniczych:

- polecenia przelewu SEPA,
- polecenia zapłaty SEPA,
- kart płatniczych zgodnych z SEPA, a więc funkcjonujących wg technologii EMV (zaopatrzone są w mikroprocesor) i użytkujących terminale służące wszystkim agentom rozliczeniowym. W ten sposób wzrośnie poziom bezpieczeństwa transakcji kartowych i zmaleją ich koszty.

Jeśli zrealizuje się konsekwentnie przyjęte zamiary, to SEPA powinna dać silny impuls do rozwoju e-gospodarki, e-handlu i e-government oraz przyspieszyć budowę społeczeństwa informacyjnego i szerokie wykorzystywanie wiedzy w całej Unii. Uważa się, że wielką rolę w tym procesie ma do odegrania sektor publiczny, który we Wspólnocie tworzy 40% PKB i realizuje z grubsza połowę płatności masowych<sup>68</sup>. W tym kontekście Ch. McCreevy, komisarz ds. rynku wewnętrznego, uważa, że sektor publiczny, jako wczesny użytkownik SEPA, powinien wręcz zobowiązać się wobec sektora prywatnego, iż jest gotów do

---

<sup>65</sup> Gostomski E., op. cit; Łysakowski P., op. cit.

<sup>66</sup> Dudek A.M., *Szkielet jest już gotowy*, „Gazeta Bankowa”, nr 14, 2007.

<sup>67</sup> Lach A., *Procent czegoś, czy niczego 100 proc? Horyzonty Bankowości*. Dodatek specjalny, „Bank”, nr 5, 2008.

<sup>68</sup> Widawski P., *Sektor publiczny a SEPA*, „Bank”, nr 7/8, 2007.

przyjęcia i szerokiego wykorzystania jego instrumentów. W ujęciu bardziej skonkretyzowanym sektor publiczny powinien:

- gromadzić i rozpowszechniać informacje o Jednolitym Obszarze, np. w centrach doskonałości,
- aktywnie angażować się w planowanie i implementację SEPA, identyfikując istniejące w tej dziedzinie bariery oraz edukując społeczeństwo,
- wydzielić pewną pulę środków budżetowych na wsparcie budowy Jednolitego Obszaru,
- opracować program wdrożenia SEPA we wszystkich jednostkach o statusie publicznym.

Teoretycznie korzyści z wdrożenia SEPA powinni odnieść wszyscy uczestnicy systemu rozliczeniowo-płatniczego. W powszechnym jednak odczuciu bezdyskusyjnie i relatywnie najczęściej powinni uzyskać nabywcy detaliczni tego typu usług. Według badań ankietowych *MasterCard Worldwide KRC Research* ogólny rozkład korzyści wypadłby następująco (w %):

- banki 34,
- konsumenci 33,
- nie wiem 14,
- regulatorzy europejscy 5,
- akceptanci 4<sup>69</sup>.

W przypadku konsumentów detalicznych polegałyby one na:

- prostej i taniej oraz szybkiej (24 godziny w 2010 r.) realizacji płatności transgranicznych, podobnej do płatności krajowych, na bazie jednego rachunku,
- łatwości nabywania towarów i usług za granicą w oparciu o Internet,
- rozwoju małych i średnich firm, powszechnie zaliczanych do segmentu detalicznego,
- możliwości wybrania dowolnego banku w Europejskim Obszarze Gospodarczym jako banku podstawowego,
- stymulowaniu mobilności przestrzennej i zawodowej mieszkańców UE i EOG,
- wzroście bezpieczeństwa obrotu kartowego i wolumenu obrotu towarowego.

Duże firmy powinny także uzyskać odczuwalne oszczędności kosztów finansowych z tytułu standaryzacji i automatyzacji procesów biznesowych i lepszego zarządzania gotówką oraz płynnością<sup>70</sup>. Im także wystarczy w zupełności jeden rachunek.

---

<sup>69</sup> Dudek A.M., *Wzór do naśladowania*, „Gazeta Bankowa”, nr 14, 2007.

<sup>70</sup> Łysakowski P., op. cit.

W najtrudniejszym jednak położeniu wdrożenie SEPA postawi banki, wbrew wyżej przywołanym wynikom badań ankietowych MasterCard. Jasno wynika to z *Capgemini World Payment Report 2006*<sup>71</sup>. Rozpatruje się w nim trzy scenariusze:

- (1) bazowy (konwergencji). Konkurencja się nie zmienia a wolumen rynku płatności rośnie zgodnie z trendem;
- (2) łagodnej (miękkiej) konkurencji. Ceny obniżają się do poziomu trzech najtańszych oferentów;
- (3) ostrej konkurencji. Tu kraj o najniższych opłatach wyznacza standard dla pozostałych uczestników rynku.

W pierwszym wariantcie w latach 2004-2010 w starej UE („15”) przychody banków z transakcji płatniczych rosą o 52%, a w Polsce aż o 250% (niski poziom wyjściowy w roku 2004). W warunkach łagodnej konkurencji w „15” przychody maleją o 18 mld zł w 2010 r. w porównaniu do roku 2004 w stosunku do scenariusza bazowego. W Polsce ich redukcja przekracza 60%, tak że w ostatnim roku analizy są one niewiele wyższe niż w roku wyjściowym. Rzecz jasna ostra konkurencja jeszcze bardziej obniża przychody banków. W starej Unii o ponad 62% w stosunku do scenariusza pierwszego i o 40% w relacji do roku 2004. W Polsce zaś miałyby to wynieść: 80% w porównaniu do wariantu bazowego i 40% w stosunku do roku 2004.

Banki europejskie i w tym także polskie muszą wobec powyższego wdrożyć różnorodne działania dostosowawcze, by utrzymać opłacalność obrotu rozliczeniowo-płatniczego. Trzeba zatem zredukować koszty, modyfikować strategie cenowe, rozważyć *outsourcing* części operacji, a z drugiej strony zaoferować usługi dodane, czy zachęcić klientów do zwiększenia wolumenu transakcji realizowanych za pośrednictwem Internetu.

Wdrożenie SEPA w europejskich bankach oznaczać będzie też poniesienie przez nie wydatków inwestycyjnych na stworzenie odpowiedniej infrastruktury. Ponieważ zaostry się konkurencja również wśród dostawców tej ostatniej, istnieje szansa na jej potaniecie. Jak widać, bezpośrednich korzyści banki nie powinny oczekiwać po utworzeniu Jednolitego Obszaru. Natomiast mogą liczyć na korzyści pośrednie z tytułu:

- o uzyskania oszczędności skali z powodu wzrostu wolumenu transakcji;
- o redukcji kosztów jednostkowych operacji płatniczych na skutek wzrostu kooperacji usługodawców i *outsourcingu*, standaryzacji rozwiązań technicznych i technologicznych oraz interoperacyjności, czyli wzajemnego połączenia dostawców infrastruktury, co z kolei zagwarantuje swobodę i dużą szybkość transferu danych;

---

<sup>71</sup> Dudek A.M., *Co dalej z SEPA?* „Gazeta Bankowa”, nr 41, 2006; Zbytniewski D., *Pożegnanie z gotówką*, „Gazeta Bankowa”, nr 50, 2006.

- o szerszego upowszechnienia się obrotu bezgotówkowego w Europejskim Obszarze Gospodarczym, a więc i pozyskania nowych klientów, którym można zaoferować bardziej dochodowe produkty<sup>72</sup>.

Ogólnie jednak banki europejskie muszą liczyć się z poważnym spadkiem opłacalności transakcji płatniczo-rozliczeniowych. Wcześniej już przywołany raport firmy badawczej Capgemini wprost stwierdza, że w Europie jedynie 5-10 głównych banków będzie w stanie realizować pełny zakres usług tego typu dla obszaru SEPA i poza nim. Banki pozostałe natomiast muszą bardzo poważnie przeanalizować własne w tej dziedzinie kompetencje i możliwości. Z drugiej z kolei strony wdrożenie SEPA bardziej zainteresuje obrotem płatniczym banki małe (lokalne), jak np. nasze BS-y, które dotychczas nie miały sieci korespondentów zagranicznych, jak to było w przypadku dużych banków komercyjnych. W konsekwencji zniweluje się ten rodzaj przewagi konkurencyjnej tych ostatnich<sup>73</sup>. Mimo to zarysowuje się zagrożenie nową fragmentacją europejskiego rynku bankowego. EPC powinna zatem zadbać o przeciwdziałanie temu per saldo niekorzystnemu zjawisku.

Analiza relacji między SEPA a polskim systemem rozliczeniowo-płatniczym wymaga rozważenia kilku aspektów. Po pierwsze, nie będąc jeszcze pełnoprawnym członkiem Eurolandu, nie jesteśmy formalnie zobowiązani do wdrożenia Jednolitego Obszaru. Z drugiej jednak strony, uwzględniając nasze silne powiązania gospodarcze ze strefą euro i całą Unią, warto niezwłocznie przyjąć rozwiązania zaproponowane w SEPA. Takie właśnie stanowisko prezentuje nasze SEPA Forum Polska (SEPA PL). Organizacja ta składa się z przedstawicieli NBP, Związku Banków Polskich, Ministerstwa Finansów, konsumentów i użytkowników. Po drugie, zazwyczaj przyjmuje się, że Polska może być wzorem dla innych krajów Unii, jeśli chodzi o poziom nowoczesności systemu rozliczeniowo-płatniczego. W ślad za tym nasze polecenie zapłaty i przelewu oraz obrót kartowy mają być w pełni zgodne ze standardami SEPA. Niekiedy nawet pisze się, że np. nasza Krajowa Izba Rozliczeniowa jest jedną z najlepszych w Europie, a być może wdrożenie Jednolitego Obszaru pogorszy jakość jej pracy<sup>74</sup>. Chlubimy się też, że krajowe przelewy są u nas realizowane dwukrotnie szybciej niż np. w Wielkiej Brytanii. Tymczasem z wykorzystanego wcześniej raportu firmy Capgemini jasno wynika, że tylko polecenie przelewu jest w Polsce w pełni zgodne z SEPA, chociaż ok. 44% obrotu instrumentami płatniczymi daje się stosunkowo łatwo przekształcić w „sepapodobne”. W lutym 2008 r. szesnaście naszych banków rozpoczęło realizację przelewów SEPA a opłaty jednostkowe nie przekraczają 5 zł, podczas gdy poprzednio było to 40-60 zł, nie wspominając już o radykalnym skróceniu czasu trwania operacji. W tym miejscu trzeba jednak do-

---

<sup>72</sup> Gostomski E., op. cit.

<sup>73</sup> Ibidem.

<sup>74</sup> Dudek A.M., *Płatności w euro*, „Gazeta Bankowa”, nr 18, 2007.

dać, że sytuacja w tym zakresie w Eurolandzie jest tylko trochę lepsza od naszej. Po trzecie, w całej Unii nadal popularny jest obrót gotówkowy, jednak w Polsce szczególnie. Wystarczy podać, że 47% z nas preferuje płatności gotówką (aż 91% w przypadku płatności codziennych), podczas gdy w Wielkiej Brytanii – 17%, a w Belgii – tylko 3%. Z drugiej jednak strony często sięgamy po karty płatnicze. Niski jest u nas również tzw. wskaźnik ubankowienia. Z ostatnich badań Instytutu Pentor wynika bowiem, że tylko 54% Polaków korzysta z rachunku osobistego, a wśród pozostałych 46% tylko 8% deklaruje, iż takim rachunkiem są zainteresowani. Najczęściej kont bankowych nie mają mieszkańcy wsi oraz ludzie z podstawowym wykształceniem. Nie dziwi zatem, że 50-60% Polaków zagrożonych jest pełnym lub częściowym wykluczeniem z rynku finansowego. W ślad za tym ponoszą oni wyższe koszty finansowe. Przywiązanie Polaków do gotówki wynika z anonimowości tej formy płatności, niechęci do uczenia się, rzekomego poczucia większego bezpieczeństwa i oszczędności z tytułu nieponoszenia opłat za prowadzenie rachunku bankowego. W rzeczywistości jednak obrót gotówkowy kosztuje nas 1% PKB, a więc 2-2,5 raza więcej niż w starych krajach UE. Ponadto, aż 30-50% kart płatniczych w Polsce jest nieaktywnych<sup>75</sup>. Po czwarte, wdrożenie SEPA w Polsce raczej nie otrzyma silnego wsparcia ze strony sektora publicznego, jeśli zważymy chociażby ogromne opory z jego informatyzacją i elektroniczną świadczonej przez niego usług. Pojawiają się wprawdzie sygnały, że być może gminy będą przyjmowały płatności podatków i opłat kartami, ale z drugiej strony Ministerstwo Finansów planuje możliwość ich płacenia gotówką, bez pośrednictwa rachunku bankowego. Problemem są też płatności ustawowe (ZUS, podatki itp.), gdzie wymagana jest jednoznaczna identyfikacja płatnika. W tej dziedzinie dopracowaliśmy się niekiedy niezłych rozwiązań, które wydają się być nawet lepsze niż instrumenty SEPA. Po piąte, z chwilą otwarcia niektórych unijnych rynków pracy dla Polaków bardzo wzrosła liczba mieszkańców stale lub okresowo przebywających za granicą. Często jednak pieniądze tam zarobione transferowane są do Polski. Są to rocznie kwoty rzędu 5-6 mld euro, z czego 20-30% trafia na wieś. Sporo tych transferów odbywa się jednak za pośrednictwem najdroższych instytucji (np. *Western Union* czy *Money Gram*). Sprawna, tania i bezpieczna obsługa tych transferów bez wątpienia wspiera wszystkie unijne inicjatywy i projekty integrujące obrót rozliczeniowo-płatniczy.

Biorąc pod uwagę m.in. tylko tych pięć powyższych względów, SEPA PL proponuje następujący harmonogram wdrażania Jednolitego Obszaru w naszym kraju:

1. Od roku 2008 utrzymywać w naszych bankach możliwość realizacji płatności w sposób dotychczasowy i zgodny z SEPA.
2. Przed rokiem 2011 stopniowo rozszerzać zakres stosowania instrumentów SEPA.

---

<sup>75</sup> Krześniak M., *Banki liczą na klientów*, „Rzeczpospolita”, 16.05.2008.

3. W momencie przyjęcia euro same mechanizmy rynkowe prawdopodobnie automatycznie wyeliminują usługodawców z ofertą niezgodną z SEPA<sup>76</sup>.

Jak widać, moment oddalenia naszego wejścia do Eurolandu skutkować będzie dualizmem systemowym w krajowej bankowości. Aby uniknąć dodatkowych kosztów z tym związanych, czołowe polskie banki migrują już do SEPA, potwierdzając to odpowiednimi testami (*SEPA Testing Framework*).

Podsumowując dotychczasowe rozważania, warto zasygnalizować jeszcze jeden problem, tzn. bezpieczeństwa wszelkich transakcji finansowych. Kwestia ta stała się już ogólnoeuropejska, jeśli odwołamy się np. do sytuacji w Niemczech. W kraju tym latem 2008 r. wybuchł wielki skandal, gdy okazało się, że swobodnie handluje się danymi osobowymi ok. ¼ obywateli. Korzystają z nich telefoniczni sprzedawcy, ale też mafie międzynarodowe. Bez szybkiego uporządkowania tej sytuacji trudno będzie przyspieszać paneuropejską integrację rynków finansowych<sup>77</sup>.

## 2.4. Transgraniczna integracja banków

Zwrot powyższy oznacza nic innego niż pokonywanie barier stojących przed scaleniem rozproszonych rynków bankowych w krajach członkowskich UE w jednolity rynek powiązany elementami wspólnej infrastruktury techniczno-technologicznej i poddany identycznej regulacji<sup>78</sup>. To proces bardzo złożony, przebiegający w zróżnicowanym tempie i wciąż niezakończony. Jego ogólnymi celami są znów dążenie do poprawy wewnętrznej alokacji kapitałów i zasobów oraz pełniejsze zdywersyfikowanie ryzyka, które w sumie powinny poprawić dobrobyt konsumentów i przedsiębiorców Wspólnoty. W krótkim z kolei okresie integracja ta natomiast może pogorszyć pozycję niektórych banków, głównie przez zaostrzenie konkurencji. W okresie długim jednak zwycięzcy walki konkurencyjnej zyskają możliwość poszerzenia rynków, a to daje szansę redukcji kosztów jednostkowych w całej bankowości, równoznaczną z poprawą produktywności i efektywności także i tego sektora. Mechanizm potencjalnej poprawy położenia ekonomicznego i dobrobytu wszystkich uczestników rynku bankowego na skutek pogłębienia stopnia jego zintegrowania przedstawiono na schemacie 1.

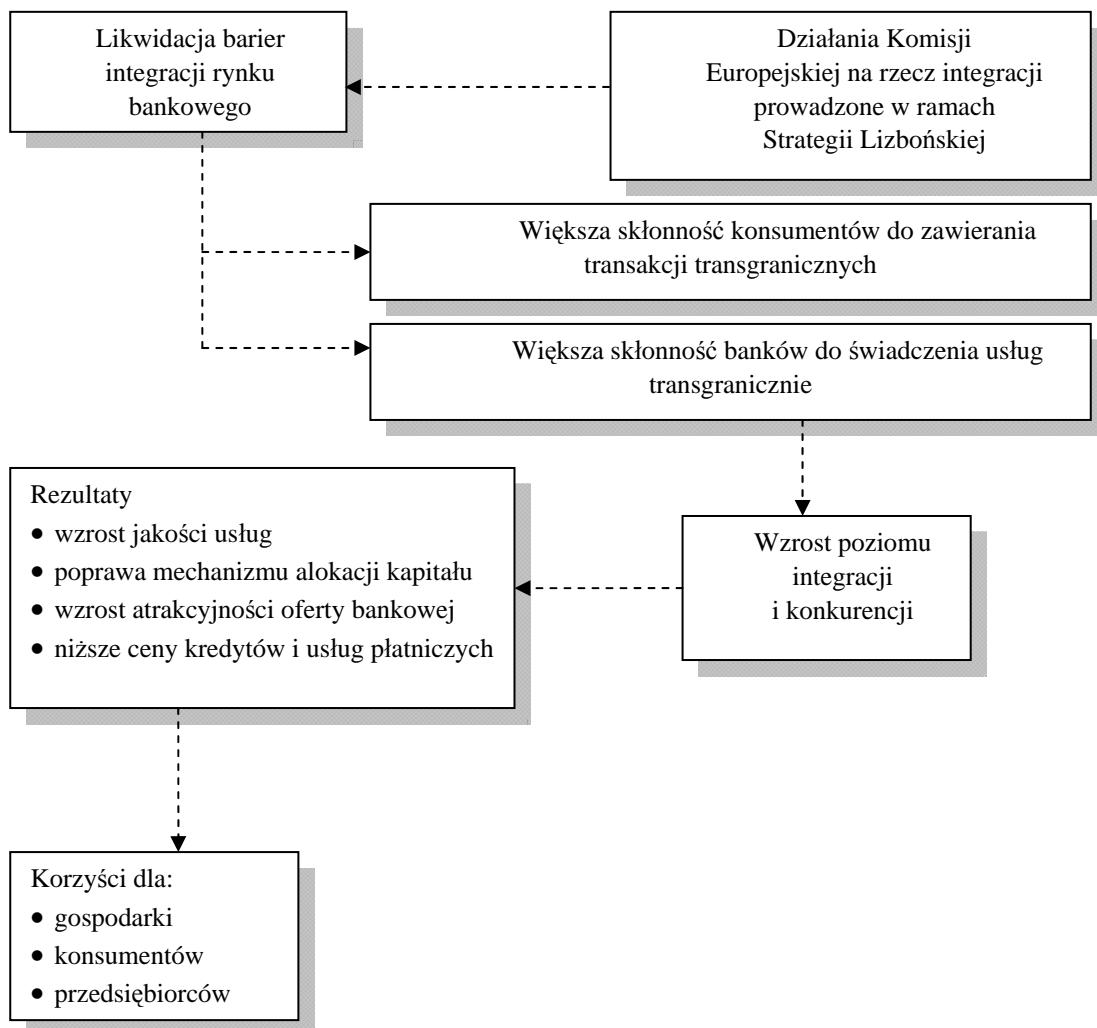
---

<sup>76</sup> Łysakowski P., op. cit.

<sup>77</sup> Jendroszczyk P., *Okradzeni z tożsamości*, „Rzeczpospolita”, 22.08.2008.

<sup>78</sup> Lepczyński B., *Integracja transgraniczna rynku bankowego w UE*, „Bank i Kredyt”, nr 5, 2007.

### Mechanizm integracji rynku bankowego w UE i jej konsekwencje dla konsumentów, przedsiębiorców i gospodarki



Źródło: Lepczyński B., *Integracja transgraniczna rynku bankowego w UE*, „Bank i Kredyt”, nr 5, 2007.

W swej nadbudowie ideowej i prawno-regulacyjnej proces integracji rynku bankowego w Unii nawiązuje do Strategii Lizbońskiej, FSAP i „Białej Księgi”, dyrektywy MiFID i SEPA a dodatkowo także do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2007/44/WE o fuzjach bankowych z 27.03.2007 r. Ta ostatnia zawiera zamknięty katalog kryteriów oceny ostrożnościowej przez nadzór bankowy instytucji kredytowych pragnących nabyć określony procent udziału w kapitale (funduszu) innych instytucji lub przejąć je w całości. Decyzja nadzoru musi być przedstawiona na piśmie, a sprzeciw jednoznacznie uzasadniony i podany w terminie nie przekraczającym 60 dni roboczych od momentu złożenia

powiadomienia. Przywoływana dyrektywa wprost nawiązuje do zasady jednolitego paszportu bankowego, a więc braku konieczności ubiegania się o licencję bankową w innych krajach, gdy się już ją posiada w kraju pochodzenia. Mając jeszcze wzmocnienie w postaci zamkniętego katalogu odmów nabycia banku zagranicznego (reputacja nabywcy, dobra jego kondycja finansowa, kompetencje przyszłego zarządu, spełnienie kryteriów ostrożnościowych, nienaruszenie przepisów o praniu brudnych pieniędzy i finansowaniu terroryzmu), dyrektywa ta powinna od 2009 roku zmniejszyć istotnie wpływ władz krajowych na strukturę podmiotową i własnościową sektora bankowego<sup>79</sup>.

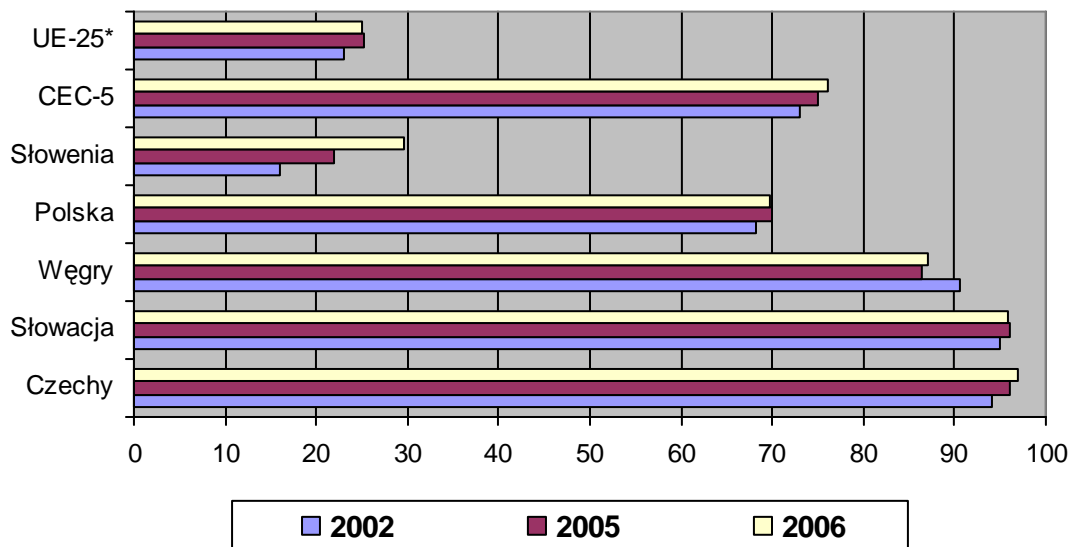
Jednym z głównych celów powyższej dyrektywy jest zmniejszenie zakresu protekcjonizmu narodowego przy transgranicznej konsolidacji banków w ramach UE, który jest znacznie silniejszy niż w przypadku paneuropejskich fuzji i przejęć w sektorze realnym. W tle tej asymetrii przewija się traktowanie banków krajowych jako szczególnych instytucji zaufania i interesu publicznego, bardzo widoczne w państwach tzw. starej Unii. Stąd bierze się m.in. duże zróżnicowanie obecności inwestorów zagranicznych między nowymi a starymi członkami Unii (rysunek 1). Z protekcjonizmem mamy od pewnego czasu również do czynienia w Polsce. Wystarczy przypomnieć sobie „udziwnione” procedury przejmowania Banku BPH przez Pekao, zabiegi o zachowanie polskiego charakteru PKO BP, wciąż niewykorzystany potencjał Banku Pocztowego, czy renacjonalizację Banku Ochrony Środowiska. W sferze agrobiznesu wymownym przykładem, do czego prowadzić może ingerencja państwa w bankowości, jest historia BGŻ. Dopiero wtedy, gdy pojawili się tam inwestorzy zagraniczni, bank ten zaczął normalnie funkcjonować, czego zwieńczeniem będzie jego debiut giełdowy, niestety stale jednak przesuwany. W tym kontekście dyrektywa o fuzjach postrzegana jest jako czynnik stymulujący konkurencję na rynkach rodzimych, a to z kolei może utrudniać próby wykorzystania banków krajowych do realizowania specjalnych zadań społeczno-gospodarczych. Z pewnością niechęć wielu krajów członkowskich do transgranicznej konsolidacji instytucji kredytowych bierze się również z obawy o stabilność macierzystych systemów finansowych i bankowych. Dyrektywa o transgranicznych fuzjach i przejęciach jest jednak wdrażana do polskiego porządku prawnego, z czym wiążą się m.in. nowelizacja kodeksu spółek handlowych i ustawy o ofercie publicznej oraz warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu.

---

<sup>79</sup> Zaleska M., *Bank czy oddział instytucji kredytowej?* „Bank”, nr 5, 2008.



Udział aktywów banków z przewagą kapitału zagranicznego w aktywach sektorów bankowych CEC-5 i UE-25 [w %]



Uwaga: CEC-5 – Czechy, Polska, Słowacja, Słowenia i Węgry.

\* Wartości wskaźnika dla UE-25 uwzględniają banki kontrolowane przez inwestora zagranicznego, w których jeden inwestor zagraniczny kontroluje ponad 50% kapitału. W sytuacji, gdy dwóch inwestorów zagranicznych posiada np. po 30% akcji, to bank taki nie jest uznawany za kontrolowany przez pojedynczego inwestora zagranicznego. W przypadku Polski różnice nie są znaczące, ale np. w przypadku Węgier „doliczenie” banków z kilkoma udziałowcami zagranicznymi kontrolującymi łącznie ponad 50% akcji daje udział banków kontrolowanych przez kapitał zagraniczny na poziomie o ponad 30 pkt proc. wyższym. Dla grupy CEC-5 wartość wskaźnika obliczona metodą uwzględniającą jedynie indywidualnych inwestorów większościowych należałoby pomniejszyć w 2006 r. o 5,4 pkt proc.

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r.*, NBP, Warszawa 2008.

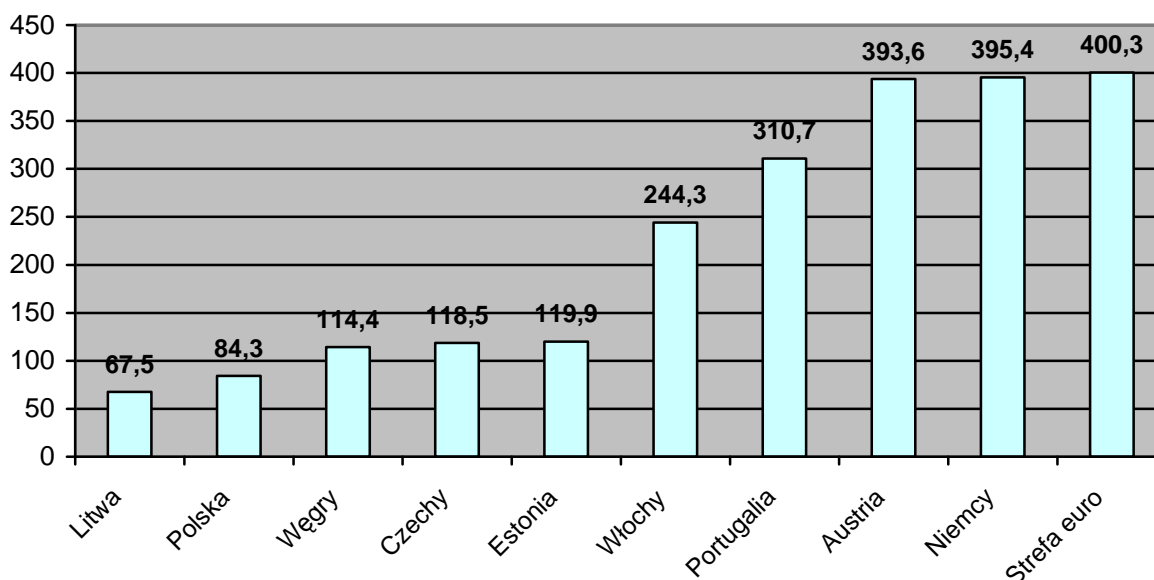
Analizując integrację rynku bankowego w UE, trzeba brać pod uwagę również zróżnicowanie potencjałów między starymi i nowymi członkami tego ugrupowania. J. Różański i M. Szcześniak podają, przykładowo, że wg danych na koniec 2003 r. aktywa bankowe UE-10 stanowiły tylko 3% aktywów netto całej ówczesnej UE<sup>80</sup>. Starzy i nowi członkowie bardzo się także różnią, jeśli chodzi o poziom ogólnego rozwoju finansowego, strukturę systemu finansowego oraz w zakresie rozwoju samego sektora bankowego (rysunki 2, 3 i tabela 2). W ślad za tym trzeba się we Wspólnocie liczyć przez długi jeszcze czas z obiektywnymi barierami integracji finansowej. Dodatkowo są one zaostrzane przez występowanie jeszcze rozmaitych innych ograniczeń, które zaprezentowano w zestawie-

<sup>80</sup> Różański J., Szcześniak M., *W oczekiwaniu na globalizację – ocena perspektyw rozwoju sektora bankowego w Polsce*, „Przegląd Organizacji”, nr 12, 2005.

niu 10. Nie wolno wreszcie zapominać i o tym, że istnienie nadzorów narodowych nad bankami oraz odmienności w zakresie systemów gwarantowania depozytów są również czynnikami hamującymi integrację. Często mogą one działać wprost przeciwnie, tzn. wprowadzać elementy nierównej konkurencji, a w sytuacji pozbawienia Europejskiego Banku Centralnego funkcji kredytodawcy ostatniej instancji potęgować mogą ryzyko bankowe. Bez stabilności banków i całego sektora finansowego oraz poczucia bezpieczeństwa wśród konsumentów i przedsiębiorców trudno sobie wyobrazić przyspieszenie procesu scalenia rynków finansowych. Wreszcie, trzeba pamiętać i o tym, że obecnie piętnastu członków UE-27 należy do strefy euro, a więc zgodzili się oni na pogłębienie więzi integracyjnych.

Rysunek 2

Wielkość aktywów systemu finansowego w relacji do PKB w wybranych krajach Unii Europejskiej w 2005 r. [w %]



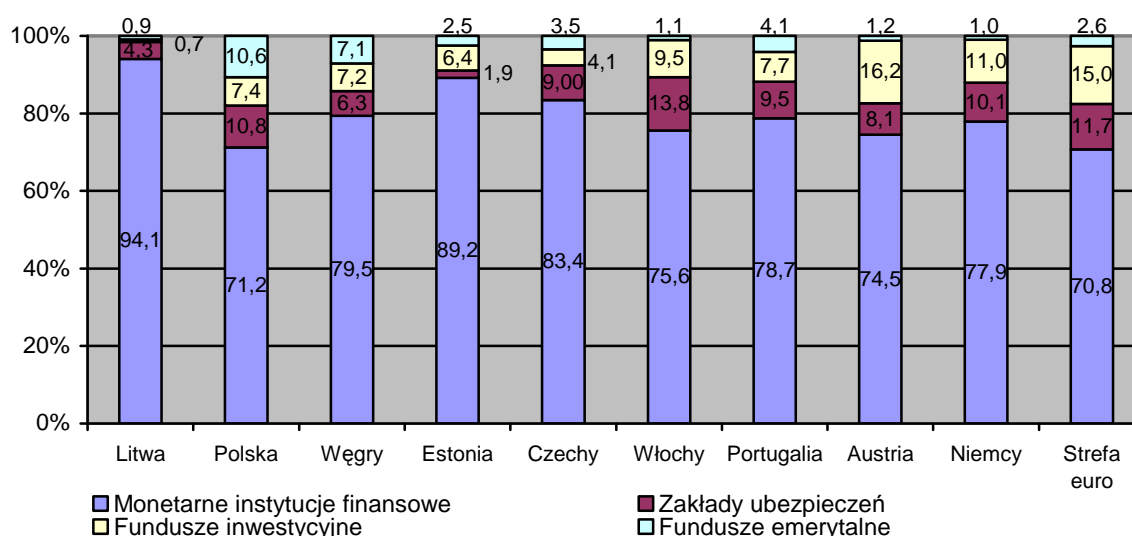
Uwagi:

1. Dla Włoch dane za 2004 r.
2. W celu zwiększenia stopnia porównywalności przedstawione dane obejmują najważniejsze kategorie instytucji finansowych: monetarne instytucje finansowe, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne. Dane nie obejmują firm inwestycyjnych i innych instytucji świadczących usługi finansowe.

Źródło: Jak na rysunku 1.

Rysunek 3

Struktura aktywów systemu finansowego w wybranych krajach  
Unii Europejskiej w 2005 r. [w %]



Uwagi:

1. W celu zwiększenia stopnia porównywalności danych obejmują one najważniejsze kategorie instytucji finansowych: monetarne instytucje finansowe, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne oraz fundusze emerytalne. Dane nie obejmują firm inwestycyjnych i innych instytucji świadczących usługi finansowe.
2. Dane dotyczące funduszy emerytalnych mogą być nieporównywalne z uwagi na różne systemy emerytalne funkcjonujące w poszczególnych krajach.

Źródło: Jak na rysunku 1.

Tabela 2

Stopień rozwoju sektora bankowego (banki komercyjne i spółdzielcze  
w wybranych krajach Unii Europejskiej (w%))

Kraj	Aktywa/PKB			Kredyty <sup>1</sup> /PKB			Depozyty <sup>2</sup> /PKB		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Polska	58,2	59,7	64,4	24,7	26,3	30,6	32,8	33,5	35,5
Czechy <sup>3</sup>	93,5	98,7	97,9	32,5	37,5	43,3	57,0	58,5	60,2
Węgry <sup>4</sup>	72,0	79,8	88,4	35,1	39,3	43,4	32,9	34,1	35,5
	2005			2005			2005		
Estonia			107,0			59,3			48,5
Litwa			63,0			36,5			35,3
Austria			264,5			156,4			100,6
Niemcy			299,5			91,7			61,2
Portugalia			243,7			137,4			93,3
Włochy			163,8			61,7			42,9
Strefa euro			283,3			123,5			102,0

<sup>1</sup> Kredyty i pożyczki sektora bankowego dla sektora niefinansowego w walucie krajowej i walutach obcych.

<sup>2</sup> Depozyty sektora bankowego od sektora niefinansowego w walucie krajowej i walutach obcych.

<sup>3</sup> Dane obejmują również kredyty dla/depozyty od niebankowych instytucji finansowych.

<sup>4</sup> Dane dotyczą sektora banków komercyjnych.

Źródło: Jak na rysunku 1.

## Bariery integracji rynku bankowego w UE

Konsumentom europejskim w większym korzystaniu z usług bankowych na zasadach transgranicznych przeszkadzają:	Banki nie działają na skalę ponadnarodową z powodu:
– różnice językowe	– większej asymetrii informacji,
– funkcjonowanie różnych walut,	– zróżnicowania regulacji,
– odległość	– konieczność przygotowania na rynki zagraniczne całkowicie nowej oferty produktowej,
– brak wiedzy potrzebnej do rozwiązywania sporów transgranicznych,	– braku wspólnej infrastruktury rynku,
– przyzwyczajenie do form produktów bankowych oferowanych na krajowym rynku bankowym,	– wyższego ryzyka.
– różnice w zamożności,	
– wyższe ryzyko.	

Źródło: Lepczyński B., *op. cit.*

Już w rozdziale pierwszym zaprezentowano podstawowe narzędzia do pomiaru integracji finansowej. Dobry przykład ich zastosowania do rynku bankowego w UE znajdujemy m.in. w pracach T. Bernharda, E. Gostomskiego i B. Lepczyńskiego<sup>81</sup>. W przypadku wskaźników cenowych autorzy ci otrzymali, że relatywnie najwyżej w strefie euro zintegrowany jest rynek pieniężny, a międzybankowy w szczególności. W ślad za tym zróżnicowanie kredytów międzybankowych w Eurolandzie-12 zmalało z ponad 100 punktów bazowych (setna część procenta) w 1999 r. do 1 p.b. w roku 2006. Jasno widać z tego, jak pozytywny wpływ na potaniecie pieniądza międzybankowego wywarło utworzenie strefy euro, a w ślad za tym i wspólnych standardów zawierania oraz komunikowania transakcji (m.in. indeksy rynkowe EONIA i EURIBOR). Korzyści w ten sposób uzyskane częściowo przeniosły się dalej na konsumentów i przedsiębiorców, gdyż handel między bankami w pierwszym rzędzie wyznacza oprocentowanie kredytów i depozytów detalicznych. Niestety, nadal jednak wskaźniki cenowe rynku detalicznego w UE pozostały najbardziej zróżnicowane, co dowodzi braku większych sukcesów w jego integracji.

Przy zastosowaniu wskaźników przedstawiających względny (procentowy) udział wartości kredytów i depozytów w instytucjach finansowych z kraju A w innym kraju członkowskim wniosek jest jeszcze bardziej pesymistyczny: inte-

<sup>81</sup> Gostomski E., *op. cit.*, Lepczyński B., *op. cit.*; Bernhard T., *Integracja rynku pieniężnego w strefie euro*, „Bank i Kredyt”, nr 4, 2008.

gracja rynku bankowego jest niska, rosnąca bardzo powoli, w sposób zdecydowanie niewspółmierny do wysiłków władz UE. Generalnie rynek bankowy wciąż ma charakter narodowy, a najbardziej jest to widoczne w segmencie detalicznym.

Poziom i postępy integracji rynku finansowego i bankowego mierzy się także za pomocą badania opinii publicznej. Nie zmieniają one jednak w sposób istotniejszy wcześniejszego wniosku generalnego o niskim zintegrowaniu unijnej bankowości detalicznej. I tak, w maju 2003 r. tylko ok. 4% mieszkańców ówczesnej Wspólnoty deklарowało, że posiada rachunek bankowy w innym kraju Unii. Dla kart kredytowych i ubezpieczeń samochodowych oraz kredytów hipotecznych wskaźnik ten nie przekraczał nawet 2%. Rok później liczba osób deklарujących posiadanie konta w innym kraju członkowskim wzrosła do 5%. Także o 1 p.p. wzrósł wskaźnik dla kart kredytowych. Nie zmienił się natomiast udział ubezpieczeń samochodowych, ale nikt z respondentów nie wskazywał, iż zaciągnął w innym kraju kredyt hipoteczny. Znacznie lepiej wypadła ta część badań monitoringowych, która dotyczyła planów na przyszłość nabywców detalicznych usług bankowych. Okazało się bowiem, że w roku 2004 aż 15% respondentów nosiło się z zamiarem otwarcia konta w innym kraju członkowskim, a ok. 12% chciałoby mieć kartę kredytową zagranicznego pochodzenia. Na tym tle zdecydowanie mniejsze jest zainteresowanie zakupem ubezpieczeń komunikacyjnych w innych krajach (ok. 7-8% badanych), ale nadal najmniejsze w przypadku zaciągnięcia kredytów hipotecznych. Jak widać, popyt potencjalny na usługi transgraniczne jest dosyć wysoki. To, czy przekształci się on w popyt efektywny, zależy głównie od postępów w zakresie ochrony unijnego konsumenta, stabilizacji systemu finansowego, poprawy bezpieczeństwa transakcji transgranicznych oraz wygody, niezawodności i szybkości ich zawierania. Unaczni nam to po raz kolejny, jak duże znaczenie ma dla integracji finansowej w UE konsekwentne realizowanie działań „postfsapowskich” i w ramach SEPA.

Dla pogłębienia integracji unijnej bankowości, a segmentu detalicznego w pierwszym rzędzie, ważna jest konsekwencja i determinacja organów UE w stymulowaniu konkurencji na rynku przy jednoczesnej ochronie konsumentów, a więc strony wyraźnie słabszej. Dobrym przykładem jest tu ubiegłoroczna ingerencja Komisji Europejskiej w rynek detaliczny. W UE-25 dawał on zatrudnienie dla ok. 3 mln osób, generując jednocześnie roczne przychody w granicach 250-275 mld euro, a więc stanowiące ok. 2% unijnego PKB. Z dwuletniego badania KE nasunęło się jednak podejrzenie, że obywatele Wspólnoty przepłacają za usługi detaliczne, gdyż prawdopodobnie czołowe banki zawarły jakieś tajne porozumienie. W konsekwencji pojawiły się poważne deformacje w usługach rozliczeniowych, płatnościach kartowych, rejestrach kredytowych i polityce cenowej.

Najwięcej zastrzeżeń Komisja miała do rynku kart płatniczych, gdzie zróżnicowanie opłat za te same usługi wynosiło jak 1 do 4. Wartość przychodów rocznych z tego segmentu rynku szacowana jest w całej Unii na poziomie 25 mld euro rocznie, co wynika z ogromnego wolumenu transakcji (ok. 1,35 bln euro) i pobierania w wielu krajach tzw. opłat *interchange*, czyli dodatkowych prowizji od punktów handlowych i usługowych za płacenie kartami przez ich klientów. W Polsce stawki *interchange* należą do jednych z najwyższych w Europie (dochodzą zwykle do 2%, a w mniejszych sklepach nawet i więcej). Stawka ta przekracza 3-4 krotnie *interchange* w innych krajach europejskich. Według naszego Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów nie są one współmierne do kosztów ponoszonych przez uczestników infrastruktury obrotu kartowego. W ślad za tym UOKiK w ub.r. nałożył na banki – emitentów kart karę w wysokości 164 mln zł. Banki odwołały się jednak od tej decyzji. Pierwsza rozprawa ma odbyć się we wrześniu br. W przypadku wyroku zasądzonego banki podejmą kolejne kroki prawne. Na tym wszystkim najbardziej cierpią drobne podmioty handlowe i usługowe, dla których obrót kartowy często jest nieopłacalny. Również Komisja Europejska grozi surowymi sankcjami, jeśli jej przypuszczenia o zмовie banków się potwierdzą.

Drugim obszarem, w którym Komisja podejrzewa naruszenie warunków uczciwej konkurencji, jest dostęp do rejestrów kredytowych. Przynajmniej w dwu państwach członkowskich ma się bowiem do czynienia z brakiem dostępu do danych o kredytobiorcach, co utrudnia wchodzenie na rynek nowym bankom.

Kolejna sfera zastrzeżeń Komisji dotyczy rachunków bankowych. W toku dwuletnich badań ustalono m.in., że opłaty za ich prowadzenie różnią się między krajami, ale nie wykazują specjalnego zróżnicowania, gdy analizuje się je dla konkretnego banku operującego w kilku krajach. Banki dosyć często żądają też dodatkowych opłat za przenoszenie rachunków do konkurencji. Otwierania nowych rachunków i zakupu ubezpieczeń żąda się również od klientów chcących zaciągać kredyty hipoteczne. Banki sytuację taką traktują jako dobrą okazję do sprzedawania pakietów usług (sprzedaż wiązana lub inaczej *cross-selling*). Natomiast dla klientów oznacza to często stratę.

Kredyty hipoteczne stały się również przedmiotem zainteresowania naszego Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów<sup>82</sup>. Po przebadaniu ponad 300 wzorów umów, regulaminów, tabel opłat i prowizji oraz umów ubezpieczeni-

---

<sup>82</sup> Pawlak K., *Niekorzystne umowy o kredyt hipoteczny*, „Rzeczpospolita”, 15.05.2008.

nia kredytów, w 19 głównych bankach komercyjnych Urząd jasno stwierdził, że w każdym z nich wystąpiły nieprawidłowości, tworząc łącznie zbiór ponad 40 niedozwolonych klauzul. W największym stopniu dotyczyły one nieprzejrzystości całego procesu ustalania cen kredytów, co ułatwiało ich zawyżanie oraz nadmiernego uprzywilejowania banków w stosunku do klientów. Banki wprowadziły zgodziły się z wnioskami Urzędu i zobowiązały się do usunięcia niedozwolonych klauzul, ale doświadczenie pokazuje, że mamy tu do czynienia ze swoistą dialektyką regulacyjną. Banki umieszczają takie klauzule, gdyż klienci są słabo wyedukowani finansowo, a po ich wykryciu przez zewnętrzne kontrole na ogół z nich rezygnują, zastępując je praktycznie od razu kolejnymi regulacjami działającymi na niekorzyść klientów. Następnie rozpoczyna się kolejna runda tej dziwnej gry. Warto jeszcze dodać, że nasze banki pobierają od dwóch do cztery razy wyższe marże od kredytów hipotecznych, a tylko niektóre pozwalają spłacić kredyty walutowe w walucie zaciągniętego kredytu. Pozostałe przeliczają każdorazowo raty kredytów, korzystając dodatkowo ze zmian kursowych.

Już kilkakrotnie w tej pracy akcentowano kluczowe wręcz znaczenie lepszego ochrony konsumenta na rynku usług detalicznych, by mógł stać się on bardziej zintegrowany w wymiarze ogólnoeuropejskim. Teoretycznie można sobie wyobrazić logiczny ciąg działań i zależności, który powinien do takiego stanu doprowadzić (schemat 2). W praktyce nie jest to jednak już takie proste, gdyż trudno jest uzyskać optymalny poziom ochrony konsumenta, tzn. taki, który zrównoważy jego prawa z prawami i obowiązkami strony podaźowej rynku. Jest przecież oczywiste, że wzmocnienie pozycji konsumenta, przynajmniej przez pewien czas, może wiązać się ze wzrostem kosztów dla usługodawców. Ci ostatni mają natomiast naturalną skłonność do ich przerzucania na nabywców. Nadmierne zatem uprzywilejowanie tych ostatnich może prowadzić do zakłócania funkcjonowania mechanizmu rynkowego, a tu szczególnie konkurencji<sup>83</sup>. Optymalny poziom ochrony konsumenta to również sytuacja, w której nadal ponosi on samodzielną odpowiedzialność za konkretną decyzję finansową, a nie stara się dzielić jej ewentualnymi negatywnymi skutkami np. z podatnikiem. Optymalność wreszcie to stan, w którym oferenci usług finansowych mają nadal motywację do poszukiwania innowacji, wdrażania postępu techniczno-technologicznego, poprawy efektywności i produktywności. Dążenie do optymalności to także,

---

<sup>83</sup> Penczor M., *Ochrona konsumenta na integrującym się rynku bankowym w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 7, 2007.

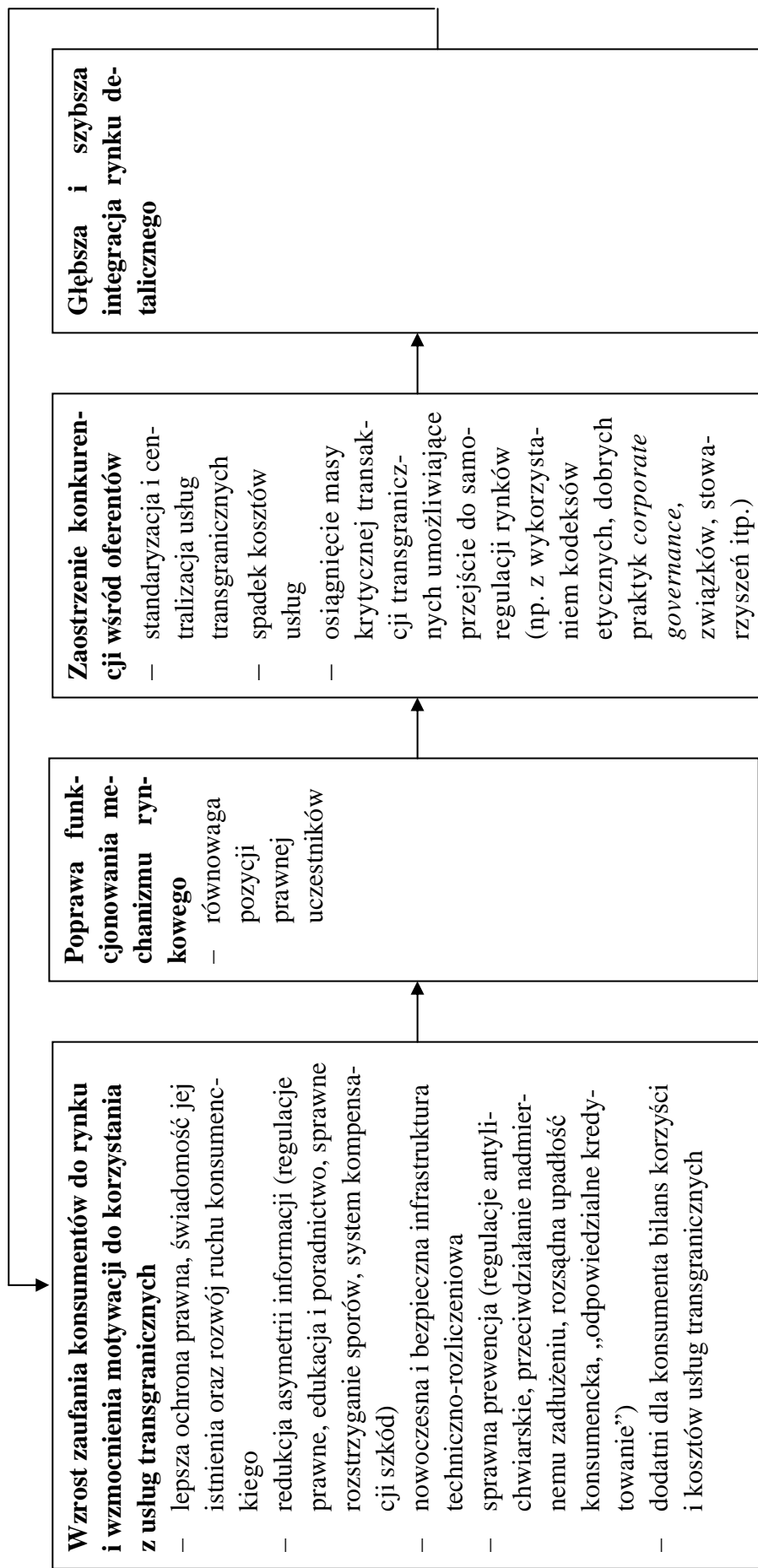
jak widać na schemacie 2, proces uzgadniania struktur informacyjnych i bodźcowych uczestników rynku w różnych horyzontach czasowych. Władze publiczne państw narodowych oraz organy UE muszą, rzecz jasna, w procesie tym uczestniczyć, jednak wyraźnie rozumiejąc swą zmieniającą się rolę. Jak we wszystkich innych działaniach stymulujących integrację finansową w segmencie rynku detalicznego, organy Wspólnotowe w okresie post-FASP zaczęły preferować podejście maksymalnej harmonizacji regulacji prawnych. Była to bez wątpienia reakcja na wciąż niezadowalające efekty integracji rynku detalicznego. Zgodnie z filozofią procesu Lamfalussy'ego, Komisja Europejska, Parlament Europejski, Rada Europejska itd. powinny teraz starannie monitorować skutki maksymalizowanej harmonizacji. Organy Wspólnoty powinny bowiem cały czas pamiętać, że maksymalizacja harmonizacji wiąże się z niebezpieczeństwem szukania przez podmioty finansowe możliwości funkcjonowania w łagodniejszym reżimie regulacyjnym. Jak to już prezentowano, może to prowadzić do fragmentacji rynków finansowych i ich dezintegracji<sup>84</sup>. Jeśli efekty maksymalnej harmonizacji będą wciąż niezadowalające, otwiera się pole do poszukiwania innego paradygmatu integracji. Na razie nie ma informacji, jaka miałyby być nawet jego filozofia. Wydaje się jednak logiczne, że jej elementem mogłoby być np. poluzowanie zasad regulacji instytucji kredytowych na rzecz wzmocnienia samoregulacji i dyscypliny rynkowej, stymulowania innowacji i postępu techniczno-technologicznego. Z drugiej jednak strony trzeba mieć świadomość, że w obliczu wciąż trwających wstrząsów na międzynarodowych rynkach finansowych organy Wspólnoty oraz krajów członkowskich będą raczej wykazywały większą ochotę do zaostrzenia regulacji (reregulacji) niż ich łagodzenia.

---

<sup>84</sup> Kachniewski M., op. cit.



Zależność między ochroną konsumenta, mechanizmem rynkowym i konkurencją a integracją rynku usług detalicznych w UE



Źródło: Opracowanie własne.

Do pomiaru integracji bankowości stosuje się jeszcze intensywność wykorzystania dostępnych metod wchodzenia instytucji kredytowych na zagraniczne rynki. W przypadku UE może się to odbywać na zasadzie:

1. Sprzedaży za pomocą kanałów zdalnych, a więc bez fizycznej obecności w innych krajach.
2. Tworzenia za granicą banków lub oddziałów.
3. Fuzji i przejęć transgranicznych.
4. Zawierania paneuropejskich aliansów strategicznych<sup>85</sup>.

Pierwszy i ostatni sposób aktualnie w Europie ma niewielkie znaczenie. Trzeba jednak wspomnieć, że po naszym wejściu do UE ogromnie wzrosło zainteresowanie pierwszym sposobem świadczenia usług. Według informacji Komisji Nadzoru Finansowego w okresie od 1.05.2004 do 13.03.2008 r. aż 227 instytucji kredytowych z Europejskiego Obszaru Gospodarczego notyfikowało zamiar podjęcia działalności transgranicznej podległej obcemu nadzorowi na terytorium RP. Do 9 marca br. zamiar podjęcia działalności transgranicznej zgłosiło natomiast tylko 9 polskich instytucji kredytowych, przy czym w dwu przypadkach (BRE Bank i PKO BP) już wiadomo, że analitycy i doradcy na ogół nie widzą większego sensu w ekspansji zagranicznej, gdyż nasz rynek ma wciąż ogromny potencjał wzrostu.

W powszechnym odczuciu uważa się, że paneuropejska konsolidacja banków odbywać się będzie przez tworzenie za granicą banków i/lub oddziałów oraz fuzje i przejęcia. Te ostatnie już wcześniej skomentowano, dlatego dalej zajmiemy się tworzeniem banków i oddziałów. W literaturze przedmiotu trwa dyskusja o plusach i minusach jednego lub drugiego rozwiązania<sup>86</sup>. Trzeba w tym momencie zaznaczyć, że swobodne otwieranie oddziałów, np. w Polsce, stało się możliwe dopiero od 1 maja 2004 r. Wcześniej potrzebne było do tego zezwolenie Ministra Finansów, za zgodą Prezesa NBP, które praktycznie było jednak nie do otrzymania. Sądono, że po akcesji liczba oddziałów zacznie szybko rosnąć przez przekształcanie spółek-córek operujących już wcześniej w Polsce banków zagranicznych, gdyż forma ta miała odznaczać się niższymi kosztami ogólnymi działalności oraz większymi możliwościami ekspansji rynkowej. Praktyka okazała się nieco inna. Odwołując się znów do informacji Komisji Nadzoru Finansowego, otrzymujemy, że pomiędzy 1.05.2004 r. a 28.03.2008 r. wpłynęło 25 notyfikacji o zamiarze podjęcia działalności w Polsce poprzez oddział. Dla porównania można tu podać, że w okresie od 1.05.2004 r. do 25.11.2007 r. tylko dwa polskie banki (Daimlerchrysler i BRE

---

<sup>85</sup> Lepczyński B., op. cit.

<sup>86</sup> Przykładowo można tu wymienić: Różański J., Szcześniak M., op. cit; Tokarski L., *Teraz oddział*, „Bank”, nr 9, 2005; Zaleska M., op. cit.

Bank) zawiadomiły KNF, iż chcą zorganizować oddział lub oddziały na terenie Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG).

M. Zaleska dokonuje bardzo kompleksowej analizy porównawczej różnych aspektów ekspansji banków zagranicznych w Polsce w formie samodzielnego banku lub oddziału<sup>87</sup>. Warto się jej przyjrzeć, gdyż – jak to wcześniej przedstawiono – nasz system bankowy zdominowany jest przez inwestorów zagranicznych, a forma ich obecności może mieć ważne implikacje dla pokrywania skutków ewentualnego wybuchu kryzysu bankowego bądź finansowego. Oddział instytucji kredytowej z EOG w Polsce może powstać dwojako:

- (1) przez przekształcenia instytucji już w naszym kraju obecnej, na zasadzie jej sprzedaży instytucji macierzystej lub też w drodze sprzedaży wybranych aktywów i pasywów. W praktyce znaczenie ma tylko sprzedaż całego przedsiębiorstwa bankowego, ale wiąże się z nią poważne obciążenia podatkowe;
- (2) przez jego utworzenie przez instytucję dotychczas w Polsce nieobecną. Rozwiązanie to zdecydowanie dominuje w ww. 25 notyfikacjach zgłoszonych KNF i prawdopodobnie zyskiwać będzie na znaczeniu.

Oddział ma przewagę nad czystą działalnością transgraniczną, bo pozwala gromadzić depozyty w kraju goszczącym. Natomiast jest mało prawdopodobne, by na szeroką skalę polskie spółki-córki banków zagranicznych były przekształcane w ich oddziały. Wynika to w pierwszym rzędzie z zasady krajowego nadzoru bankowego w UE oraz narodowego systemu gwarantowania depozytów. Gdyby zatem chciano polskie córki przekształcać w oddziały, banki macierzyste musiałyby się liczyć z tym, że w przypadku kryzysu bankowego musiałyby też pokrywać jego skutki (ewentualnie z podatnikami z krajów pochodzenia). Niestety, skutki te w przypadku spółki-córki, musiałyby kompensować kraj goszczący, co mogłoby być nawet wysiłkiem ponad miarę dla kraju takiego jak Polska. W praktyce problem się jeszcze zaostrza, gdyż oddziały w istocie nadzorowane są przez kraje macierzyste, natomiast kraje goszczące mogą jedynie wydawać niewiążące opinie. Widać w tym momencie, jak brak paneuropejskiego nadzoru bankowego w UE tworzy bardzo ważną barierę dla pogłębienia integracji tego segmentu rynku finansowego. Tymczasem praktyka i teoria jasno dowodzą, że w dobie globalizacji i liberalizacji międzynarodowych przepływów finansowych najlepszym rozwiązaniem na szczeblu narodowym jest nadzór zintegrowany. Nie wystarcza on jednak, gdy w wyniku integracji finansowej powstają transnarodowe konglomeraty finansowe. Jako rzecz oczywista pojawia się wówczas potrzeba ustanowienia nadzoru ponadnarodowego, a coraz częściej wręcz glo-

---

<sup>87</sup> Zaleska M., op. cit.

balnego. Ani teoria, ani praktyka na razie nie oferują w tym zakresie rozwiązań akceptowalnych, a więc nadających się do wdrożenia<sup>88</sup>.

Bank spółka-córka może być notowany na giełdzie, a więc może niekiedy taniej pozyskiwać kapitał. Oddział nie ma takiej możliwości, bo nie ma wyodrębnionych wprost funduszy własnych. Z uwagi na to, że może bezpośrednio korzystać z *know-how* swojej centrali, może mieć z kolei niższe koszty działalności i łatwiej w nim można wdrożyć nowe regulacje. Względy podatkowe, obowiązki sprawozdawcze, zasady odprowadzania rezerw obowiązkowych i tworzenia rezerw celowych oraz skala obciążeń na rzecz systemu gwarantowania depozytów wyraźnie wskazują, że w najbliższych latach możemy oczekiwać w Polsce tworzenia nowych oddziałów europejskich instytucji kredytowych, ale w skali masowej nie powinno wystąpić przekształcanie spółek-córek banków już obecnych w naszym kraju w oddziały.

## 2.5. Stabilność systemów finansowych

Stabilność powyższego typu to stan, w którym system finansowy realizuje w sposób ciągły i efektywny wszystkie swe podstawowe funkcje, nawet gdy pojawiają się nieoczekiwane i o dużej skali wstrząsy<sup>89</sup>. W większości krajów oceną tej stabilności zajmują się banki centralne, gdyż to one są w pierwszym rzędzie co najmniej współodpowiedzialne za bezpieczeństwo banków, z reguły najważniejszego składnika systemu finansowego, i utrzymanie niskiej inflacji (stabilnych cen). To banki centralne właśnie są najbardziej predestynowane do tego, żeby wykrywać jak najwcześniej nawet najslabsze sygnały ostrzegawcze o powstających zagrożeniach w systemach płatniczych i na rynkach finansowych. Dysponują z reguły też narzędziami do zapobiegania rozprzestrzenianiu się zagrożeń i do przywracania prawidłowego funkcjonowania rynków, a szczególnie w zakresie regulowania ich płynności. Bankom centralnym nieobojętny jest również zrównoważony i bezpieczny rozwój finansowy oraz jego pozytywny wkład w trwałą i także zrównoważony wzrost i rozwój społeczno-ekonomiczny. Trzeba także wskazać, że banki centralne w demokratycznych gospodarkach rynkowych dbają o stabilność systemów finansowych, gdyż są przekonane, iż w ten sposób wnoszą wkład w umacnianie i pogłębianie się sprawności funkcjonowania mechanizmu rynkowego, samoregulacji instytucji finansowych, ich konkurencyjności oraz dyscyplinującego oddziaływania na nie samych rynków finansowych. Zawężając jednak rozważania roli banków centralnych do kwestii

---

<sup>88</sup> Łasak P., *Odpowiedzialność regulatora*, „Gazeta Bankowa”, nr 31, 2008.

<sup>89</sup> *Przegląd stabilności systemu finansowego*. I półrocze 2007 r. Redakcja: Głogowski A., Gołajewska M., Tymoczko D., NBP, Warszawa 2007.

diagnozowania zagrożeń dla stabilności finansowej, można stwierdzić – na przykładzie NBP – iż odpowiednie ich komórki koncentrują się w swoich analizach, testach i prognozach na:

- uwarunkowaniach zlokalizowanych w sferze realnej (sektor przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), a tu interesuje je poziom dźwigni finansowej, obciążenia finansowe dochodów gospodarstw domowych oraz zasięg penetracji instytucji finansowych (grupy o zróżnicowanej zamożności),
- rynku nieruchomości (rynek mieszkaniowy i rynek powierzchni biurowych),
- sytuacji w sektorze bankowym (ryzyko, wyniki finansowe, pozycja kapitałowa banków i zdolność absorbowania strat, rynkowa ocena banków),
- niebankowych instytucjach finansowych (aktywa, relacje z bankami i rynkami finansowymi, kondycja ekonomiczno-finansowa),
- procesach występujących na globalnych rynkach finansowych<sup>90</sup>.

Współcześnie jednak odpowiedzialność za stabilność systemów finansowych spoczywa także na innych podmiotach publicznych. Wychodzi się bowiem ze słusznego założenia, że bezpieczny, niezawodny i zdolny do radzenia sobie z różnymi zaburzeniami sektor finansowy jest swego rodzaju dobrem publicznym krajowym, a w ramach np. UE również dobrem publicznym wspólnotowym. Jego stworzenie, jak to już kilkakrotnie podkreślano, jest jednym z kluczowych warunków szybkiej, głębokiej i efektywnej integracji finansowej. Wreszcie, społeczność światowa powinna być zainteresowana także globalną stabilnością finansową. Gdyby tak się stało, mielibyśmy do czynienia już z globalnym dobrem publicznym. Jeśli uwzględni się dodatkowo, jak to w literaturze i praktyce powszechnie ma miejsce, że generalnie banki stanowią najważniejszy człon systemów finansowych, takie szerokie patrzyenie na stabilność tych ostatnich będzie równoznaczne z operowaniem kategorią **sieci bezpieczeństwa finansowego (ang. *safety net*)**. Jest to całość rozwiązań instytucjonalnych i regulacyjnych ukierunkowanych na ochronę systemu finansowego przed jego destabilizacją<sup>91</sup>. L. Pawłowicz oraz R. Wierzba widzą dwie przesłanki tworzenia powyższej sieci, ale i dwie słabości tej koncepcji. Jeśli chodzi o uzasadnienie dla tworzenia sieci, autorzy ci wymieniają:

1. Ochronę deponentów, a więc osób i podmiotów niezorientowanych w rzeczywistej kondycji finansowej banków.
2. Łagodzenie tzw. ryzyka systemowego przez dawanie poczucia bezpieczeństwa obywatelom i zapobieganie nieracjonalnym ich zachowaniom, np. w postaci zjawiska określonego jako run na banki.

---

<sup>90</sup> Przegląd stabilności, ... , op. cit.

<sup>91</sup> Pawłowicz L., Wierzba R., *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 8-9, 2007.

Dwie słabości *safety net* to z kolei:

- a) zachęcanie banków do nieracjonalnych i nierozważnych zachowań, głównie wobec deponentów, określanym zbiorczym pojęciem pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*), objawiających się m.in. oferowaniem zbyt wysokich oprocentowań, nadmiernym kredytowaniem lub finansowaniem, małą dbałością o adekwatny poziom ryzykowności działań;
- b) zaniżanie premii za ryzyko dla zobowiązań banków, co zachęca je do utrzymywania zbyt niskiego stanu kapitałów własnych (niedokapitalizowania) i równocześnie do podejmowania nadmiernego ryzyka<sup>92</sup>.

Wiedząc o powyższych słabościach, warto jako rekomendację praktyczną przyjąć, iż w procesie tworzenia i doskonalenia sieci bezpieczeństwa dobrze jest postępować, jakby jej nie było. Trzeba mieć przy tym świadomość, że proces ten będzie długi i skomplikowany, w którym trzeba będzie uzgadniać interesy różnych instytucji odpowiedzialnych za stabilność finansową oraz uwzględniać kontekst i doświadczenia narodowe (krajowe), jak również potrzeby i wyzwania integracyjne oraz globalne. W minimalnym ujęciu sieć bezpieczeństwa obejmować powinna współdziałanie:

- instytucji nadzorczych,
- banku centralnego (kredytodawca ostatniej instancji),
- instytucji gwarantowania depozytów.

Nie wolno jednak przeoczyć faktu, że w pracach nad tworzeniem i funkcjonowaniem sieci muszą uczestniczyć przedstawiciele organów fiskalnych (rządu), gdyż środki publiczne mogą być niezbędne dla przewyciężania skutków głębokiego kryzysu bankowego (finansowego). Całość działań instytucji odpowiedzialnych za stabilność i bezpieczeństwo banków powinna koncentrować się wprawdzie głównie na prewencji (identyfikacja i monitorowanie zagrożeń, przeciwdziałanie kryzysom), ale z pola widzenia nie można tracić też kwestii zarządzania samym kryzysem (zestawienie 11).

---

<sup>92</sup> Ibidem.

Regulacyjne i instytucjonalne ramy zarządzania kryzysem finansowym  
w Unii Europejskiej

	Władze odpowiedzialne za stabilność finansową		
	Banki centralne	Instytucje nadzoru bankowego	Ministerstwa finansów
Rozwiązania regulacyjne (regulacje obligatoryjne)	Dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych ( <i>Capital Requirements Directive – CRD</i> )		
	Dyrektywa w sprawie konglomeratów finansowych ( <i>Financial Conglomerates Directive – FCD</i> )		
Porozumienia o dobrowolnej współpracy (regulacje fakultatywne)	Wielostronne porozumienie z 2005 roku dotyczące zarządzania kryzysowego ( <i>Memorandum of Understanding on crisis management</i> )		
	Wielostronne porozumienie z 2003 roku dotyczące zarządzania kryzysowego ( <i>Memorandum of Understanding on crisis management</i> )		
	Wielostronne porozumienie z 2001 roku dotyczące systemu płatności ( <i>Memorandum of Understanding on payment system</i> )		
	Regionalne porozumienia o współpracy*		
	Narodowe porozumienia o współpracy*		
Porozumienie banków centralnych	Eurosystem		
Komitety UE	Komitet Nadzoru Bankowego ( <i>Banking Supervision Committee – BSC</i> )		Komitet Usług Finansowych ( <i>Financial Services Committee – FCS</i> )
	Europejski Komitet Nadzorców Bankowych ( <i>Committee of European Banking Supervisors – CEBS</i> )		
	Komitet Ekonomiczny i Finansowy ( <i>Economic and Financial Committee – EFC</i> )		Komitet Ekonomiczny i Finansowy ( <i>Economic and Financial Committee – EFC</i> )
Narzędzia praktycznej implementacji	Ćwiczenia symulujące kryzys finansowy		
	Rozwój praktyk przez Komitety UE		

\* Regionalne i narodowe porozumienia o współpracy mogą dotyczyć różnych grup instytucji, obejmują bądź banki centralne, bądź instytucje nadzoru albo oba rodzaje instytucji. Również ministerstwa finansów niektórych krajów podpisały porozumienia wielostronne.

Źródło: Pawłowicz L., Wierzba R., Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej, „Bank i Kredyt”, nr 7-8, 2007.

Wcześniej już sygnalizowano, że w UE do tej pory obowiązuje generalnie zasada narodowego nadzoru nad rynkiem finansowym i autonomicznej odpowiedzialności za skutki kryzysu finansowego. Stwierdzano też wielokrotnie, że jest to jedna z poważniejszych barier na drodze do pogłębienia integracji wspólnotowego rynku finansowego, szczególnie po roku 1999, a więc po utworzeniu strefy euro. Trwają wprawdzie w Unii debaty na temat wdrożenia transgranicznego nadzoru, ale definitywnych rozstrzygnięć brakuje. Do zagadnienia tego jeszcze się powróci.

Tworzenie sieci bezpieczeństwa finansowego UE dotychczas odbywa się na zasadzie subsydiarności, a więc polega na stosowaniu zróżnicowanych, zdecentralizowanych rozwiązań krajowych i współpracy krajowych oraz ewentualnie regionalnych sieci (np. skandynawskiej). Brakuje natomiast wspólnotowych, powszechnie obowiązujących regulacji<sup>93</sup>. Filozofię powyższą w istocie zapoczątkował Komitet Ekonomiczno-Finansowy UE, publikując w 2000 r. raport utrzymany w takiej właśnie konwencji. Konkretyzacją zaś współpracy regionalnej i wspólnotowej instytucji odpowiedzialnych za *safety net* miały stać się tzw. *Memorandum of Understanding (MoU)*. Są to dobrowolne porozumienia. Dotychczas pojawiły się dwa takie memoranda:

- z 2003 r. o ogólnych zasadach konstrukcji sieci, roli w nich banków centralnych i współpracy sieci w ramach Wspólnoty,
- z 2005 r. uszczegóławiające zasady współpracy między bankami centralnymi, organami nadzorczymi i ministerstwami finansów krajów członkowskich.

W 2002 r. ukazała się dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (2002/87/WE) w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego. Nakłada ona obowiązek ścisłej współpracy między organami takiego konglomeratu, nadzorcami i bankami centralnymi, Europejskim Systemem Banków Centralnych i samym Europejskim Bankiem Centralnym. W roku 2006 ukazały się dwie dyrektywy ważne dla funkcjonowania sieci bezpieczeństwa finansowego: o wymogach kapitałowych (*Capital Requirements Directive – CRD*) oraz dotycząca konglomeratów finansowych (*Financial Conglomerates Directive – FCD*). Regulują one wymogi i zasady bieżącego monitorowania grup bankowych oraz reguły postępowania w sytuacji kryzysowej, akcentując szczególnie potrzebę współpracy i wymiany informacji w wymiarze transgranicznym. Wreszcie, w tym samym 2006 r. (wrzesień) upubliczniono drugi raport Komitetu Ekonomiczno-Finansowego. Znalazły się w nim bardziej konkretne wytyczne do doskonalenia krajowych i ewentualnie regionalnych sieci bezpieczeństwa finansowego oraz tryb i narzędzia zarządzania kryzysowego. W raporcie tym zawarto także harmonogram dalszych działań. Zgod-

---

<sup>93</sup> Tupaj-Cholewa A., *Ku uporządkowaniu rynków*, „Bank”, nr 10, 2007.



nie z nim do końca 2009 r. w UE powinna nastąpić konwergencja praktyk nadzorczych i krajowych planów awaryjnych na wypadek kryzysu. W roku 2009 powinny odbyć się również „ćwiczenia kryzysowe”, w trakcie których przedstawiana będzie m.in. zdolność narodowych grup sterujących (ang. *national standing group*) oraz skuteczność koordynacji działań transgranicznych. W ten sposób UE miałyby się przybliżyć do pożądanego systemu zarządzania kryzysowego, którego ramy prawne przedstawiono na poniższym schemacie.

Schemat 3

### Ramy prawne zarządzania kryzysowego w UE

- *Capital Requirements Directive* (CRD)
- *Financial Conglomerates Directive* (FCD)
- *Memorandum of Understanding* z 2003 r.
- *Memorandum of Understanding* z 2005 r.
- *Regionalne Memorandum of Understanding* (np. Skandynawii obejmującego Danię, Finlandię, Norwegię, Szwecję i Islandię)
- *Krajowe Memorandum of Understanding*

Źródło: Tupaj-Cholewa, *op. cit.*

Z uwagi na swe funkcje prewencyjne, ale i możliwości aktywnego włączenia się w zarządzanie ewentualnym kryzysem, nadzór bankowy jest kluczowym składnikiem sieci bezpieczeństwa finansowego. Jak wynika z zestawienia 12, w Unii nie wykształcił się jednolity typ tego nadzoru, chociaż z drugiej strony widać coraz wyraźniej tendencję do jego konsolidacji transektorowej, by znaleźć adekwatną odpowiedź na pojawienie się konglomeratów finansowych i konsolidacji transgranicznej. Sądzi się, że w ten sposób można będzie skuteczniej przeciwstawiać się rozprzestrzenieniu się zaburzeń na współczesnych rynkach finansowych i dać silniejszy impuls do przyspieszenia i pogłębienia ich integracji. Orędownicy pełnej konsolidacji transektorowego i transgranicznego nadzoru we Wspólnocie, aż do utworzenia Europejskiej Instytucji Nadzoru nad Rynkami Finansowymi (*European Financial Services Authority – EFSA*), odwołują się do procesu Lamfalussy’ego, eksponując korzyści systemowe i powstającą w ten sposób przewagę Unii na globalnych rynkach finansowych. Przeciwnicy paneuropejskiego, jednolitego nadzoru bankowego (finansowego) z kolei argumentują, że póki co nadzory narodowe są skuteczniejsze, chociaż równocześnie licytują się, który model nadzoru jest najlepszy. Jednak i oni przyznają, że najważniejsza dla efektywności sieci bezpieczeństwa finansowego jest sprawa harmonizacji regulacji ponadnarodowych. Przez długi czas używali również argumentu, że w USA nadzór ma charakter regionalny (stanowy). Po kryzysie na tamtejszym rynku kredytów hipotecznych okazało się jednak, że to właśnie słabość tego stanowego nadzoru była jedną z ważniejszych jego przyczyn.

Struktura organizacyjna nadzoru nad rynkami finansowymi:  
bazowe modele dla Europy

Poziom narodowej integracji transsektorowej	1	2	3
	Poziom integracji transgranicznej	Sektorowy oddzielny nadzór dla banków, ubezpieczycieli i rynku kapitałowego	Transsektorowy- - funkcjonalny oddzielny nadzór ostrożnościowy i nad zasadami prowadzenia biznesu ( <i>Conduct of business supervision</i> )
A. Decentralizacja + współpraca	Współpraca w sektorowych komitetach	Kooperacja w funkcjonalnych komitetach	Kooperacja między narodowymi, zintegrowanymi poziomo nadzorcami nad rynkami finansowymi
B. Koordynacja	Współpraca między narodowymi nadzorcami sektorowymi: – harmonizacja sektorowych regulacji, – konwergencja praktyk nadzorczych w bankach, zakładach ubezpieczeniowych i na rynku papierów wartościowych	Koordynacja między narodowymi nadzorcami funkcjonalnymi: – europejska legislacja funkcjonalna, – konwergencja praktyk nadzorczych, ostrożnościowych i nadzoru nad zasadami prowadzenia biznesu	Koordynacja między narodowymi zintegrowanymi poziomami nadzorczyymi: – jednolita regulacja rynku finansowego w UE, – konwergencja praktyk nadzorczych między narodowymi zintegrowanymi poziomami nadzorcami
C. Centralizacja	Oddzielne europejskie systemy nadzoru nad bankowością, ubezpieczeniami i rynkiem papierów wartościowych	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Europejski system nadzoru ostrożnościowego</li> <li>• Europejska Komisja Papierów Wartościowych</li> </ul>	Europejski skonsolidowany nadzór ( <i>European FSA</i> )

Źródło: Pawłowicz L., Wierzba R., op. cit.

Szczyt Unii w marcu 2008 r. jednoznacznie pokazał, że wciąż daleko jest w niej do ustanowienia scentralizowanego nadzoru typu EFSA (*European Financial Services Authority*)<sup>94</sup>. Wszystko rozbija się o podział kosztów z tytułu ewentualnego kryzysu bankowego: czy miałyby go pokrywać nadal głównie kraje goszczące, a więc np. z Europy Środkowo-Wschodniej, której systemy bankowe zdominowane są przez inwestorów zagranicznych, czy też przez kraje pochodzenia tychże inwestorów. Przedstawiciele naszej części Europy wyraźnie opowiadali się przynajmniej za uzyskiwaniem większej ilości informacji z krajów macierzystych banków goszczących. Węgrzy, na przykład, chcieli utworzenia paneuropejskiego nadzoru. Propozycja ta nie została nawet poddana pod dyskusję. Proponowano również zapis o współodpowiedzialności finansowej (ang. *burden sharing*). Niestety, i ją odrzucili bogatsi członkowie Wspólnoty. Wszyscy zaakceptowali natomiast rozwiązanie kompromisowe polegające na uzyskaniu przez kraje goszczące dostępu do informacji o kondycji spółek-matek oraz na zapewnieniu, iż nadzorcy z krajów ich pochodzenia będą dbali o dobre wyniki i bezpieczną ich działalność u siebie.

Występowanie banków centralnych jako kredytodawców ostatniej instancji – drugi podstawowy filar sieci bezpieczeństwa finansowego – to bardzo złożona kwestia teoretyczna i praktyczna. Jak przedstawiają to m.in. L. Pawłowicz i R. Wierzba, trzeba tu rozstrzygnąć m.in. następujące problemy:

- czy mamy do czynienia z niedoborem płynności banku (banków), czy może już z niewypłacalnością;
- na ile realne jest pojawienie się efektu zarażenia i jego następstwa w postaci runu na banki;
- czy bank centralny powinien komunikować *ex ante* stosowane procedury zasilenia systemu bankowego w środki płynne, czy też powinien stosować zasadę „konstruktywnej niejednoznaczności” (nie gwarantować automatycznie bankom pomocy);
- czy pomoc ma być rozwiązaniem powszechnym, tzn. dotyczyć całego sektora bankowego, czy też będą tu „równi i równiejsi”. Chodzi tu o nigdzie wprost niezapisane dwie zasady: zbyt duży, żeby upaść (ang. *too big to fail* – *TBTF*) oraz zbyt ważny, żeby upaść (ang. *too important to fail* – *TITF*);
- czy zabezpieczenie kredytów banku centralnego solidnymi papierami wartościowymi oraz odpowiednio wysokim ich (kredytów) oprocentowaniem zminimalizuje pokusę nadużycia (*moral hazard*). Chodzi tu o to,

---

<sup>94</sup> Gadomski W., *Kto zapłaci za bankructwo banku?* „Gazeta Wyborcza”, 25.03.2008; Łasak P., op. cit.

by za błędną politykę banków zapłacili w pierwszym rzędzie ich właściciele i zarządzający. W przeciwnym razie banki mogą wykazywać stałą tendencję do nierozważnych, nadmiernie ryzykownych zachowań;

- który bank centralny powinien stać się ostatnim pożyczkodawcą np. w UE lub w strefie euro;
- jakie są granice poświęcenia podstawowego celu banku centralnego w postaci stabilności cen (utożsamianej z niską inflacją) na rzecz stabilności finansowej;
- czy wspólnie nawet najbardziej racjonalna polityka banków centralnych jest w stanie sama zagwarantować wysoką stabilność systemu finansowego<sup>95</sup>.

Analiza zachowań banków centralnych, ale przed amerykańskim kryzysem na rynku kredytów hipotecznych z lata 2007 r., wskazywała, że raczej nieźle radziły sobie one z rozróżnianiem banków komercyjnych z problemami płynnościowymi od tych już niewypłacalnych. Banki centralne niemal powszechnie już w ub. dekadzie zaczęły preferować „konstruktywną niejednoznaczność” nad podejściem komunikowania *ex ante* ich włączania się jako kredytodawcy ostatniej instancji. Już w latach 80. ub.w. dało się bowiem zauważyć szersze podejście banków centralnych do dbania o stabilność finansową, tzn. podkreślano znaczenie dyscypliny rynkowej, bezpiecznej infrastruktury płatniczo-rozliczeniowej, różnych analiz szkodowych, stresstestów i kryteriów makroostrożnościowych. Dużą wagę zaczęto też przywiązywać do komunikacji z rynkami finansowymi.

Najświeższy amerykański kryzys *subprimes* nie doczekał się jeszcze pełnej oceny od strony przyczyn i skutków, ale często zachowanie się czołowych banków centralnych stało się przedmiotem krytyki. Przykładowo, Bank Anglii – prekursor nowoczesnego podejścia do stabilizacji finansowej – obwiniony został o zbyt późne reagowanie na problemy banku *Northern Rock*, a potem był krytykowany za jego faktyczną nacjonalizację. Skomasowane interwencje głównych banków centralnych, mające przywrócić płynność w sektorze komercyjnym, krytykowane jako prowadzące do pokusy nadużycia. Także amerykański *Fed* był obwiniany o błędy. Raz, że doprowadził swoją zbyt łagodną politykę pieniężną do przegrzania koniunktury na rynku nieruchomości, a drugi raz za to, że redukując mocno swą stopę operacji otwartego rynku doprowadził do presji inflacyjnej, a może nawet i do stagflacji. Niezależnie od mniejszej lub większej zasadności powyższej krytyki jedno – na razie – wydaje się pewne: bankom centralnym udało się zapobiec wybuchowi kryzysu systemowego, i to w skali wręcz globalnej, którego skutki mogłyby być bardzo dotkliwe. Na pewno też najświeższy kryzys uzmysłowił wszystkim odpowiedzialnym za sieć bezpieczeństwa fi-

---

<sup>95</sup> Pawłowicz L., Wierzbę R., op. cit.

nansowego, że muszą być nadzorowane i monitorowane wszystkie składniki systemu finansowego, a więc i fundusze hedgingowe oraz *private equity*. W przeciwnym razie znów może pojawić się nadmierne, trudno identyfikowalne i poddające się zarządzaniu ryzyko. Okoliczność ta jeszcze bardziej wyostreza problem znalezienia adekwatnych odpowiedzi instytucjonalnych na procesy integracji i globalizacji współczesnych rynków finansowych. Potrzeba zapewnienia stabilności finansowej staje się przez to równoznaczna z tworzeniem międzynarodowych i globalnych dóbr publicznych.

W przypadku poważnych kryzysów bankowych i finansowych same ingerencje banków centralnych, nadzorców i regulatorów rynków finansowych mogą być niewystarczające. Zazwyczaj musi się też zaangażować rząd, gdyż kryzysy te niosą ze sobą często wysokie koszty fiskalne oraz mogą stłumić koniunkturę gospodarczą. Rzeczą ważną i trudną zarazem jest rozróżnienie przez rząd, czy mamy do czynienia już z kryzysem systemowym. W zasadzie tylko ten ostatni jest uzasadnieniem dla interwencji rządowej. Kolejnym problemem, który stoi przed rządem, jest określenie proporcji między działaniami prewencyjnymi a sanacyjnymi. Sprawą ważną jest i to, by rząd nie osłabiał przez swoje działanie zdolności stabilizacyjnych samych rynków finansowych<sup>96</sup>.

Powracając jeszcze raz do sieci bezpieczeństwa finansowego, trzeba precyzyjnie w niej określić ośrodek, który będzie wiodącym zarządzającym ewentualnym kryzysem. Musi być to podmiot wyposażony w najszerze instrumentarium oraz największą liczbę informacji. Chodzi bowiem o szybkość działań, egzekwowalność podjętych decyzji, zdolność wymuszania pożądanых zachowań, ale i elastyczność reakcji, jeśli będą zmieniały się przyczyny kryzysu, jego dynamika oraz prawdopodobne następstwa<sup>97</sup>.

Trzeci podstawowy filar sieci bezpieczeństwa finansowego w UE, i nie tylko, stanowią systemy gwarantowania depozytów. W Europie pojawiły się one niedawno, bo w latach 80. ub. wieku, w Polsce zaś po rozpoczęciu transformacji systemowej. Ich cel jest jasny: zapewnienie ochrony klientom instytucji kredytowych, a tu szczególnie z segmentu detalicznego, co powinno zapobiegać z kolei ich nieracjonalnym zachowaniom, które mogłyby zagrażać stabilności finansowej. Z drugiej natomiast strony trzeba mieć świadomość, że w systemy te wbudowany jest mechanizm pokusy nadużycia. Dotyczy on tak deponentów, jak i samych instytucji kredytowych. W celu zminimalizowania tego zagrożenia w rozwiązaniach szczegółowych umieszcza się instrumenty koasekuracji oraz górne ograniczenie kwot podlegających gwarancjom. Niestety, w przypadku

---

<sup>96</sup> Łasak P., *Waga regulacji*, „Gazeta Bankowa”, nr 33, 2008.

<sup>97</sup> Masny M., *Chcesz pokoju, szukaj się na kryzys*, „Bank”, nr 7-8, 2008.

poważnych zagrożeń ten ostatni warunek bywa uchylany, tj. władze publiczne deklarują, jak to było np. w 2007 r. w Wielkiej Brytanii, iż gwarantują w całości zdeponowane środki, byleby tylko zapobiec panice. W przypadku deponentów instrumenty te powinny być jednak dodatkowo wzmocnione intensywną edukacją ekonomiczno-finansową, tak aby byli oni bardziej świadomymi nabywcami usług finansowych, potrafiącymi m.in. oceniać kondycję finansową banków oraz przewidzieć skutki zbyt wysokich (ponad gwarancje ustawowe) lokat w jednej instytucji kredytowej. Z kolei zaostrenie wymogów odnośnie minimalnego wyposażenia w kapitał własny banków jest podstawowym instrumentem pohamowywania w nich pokusy nadużycia. W ten sposób jednak podraża się koszt ich funkcjonowania.

Systemy gwarantowania depozytów we Wspólnocie podlegają jednak minimalnej harmonizacji przy przestrzeganiu zasady subsydiarności. Oznacza to, że w Unii obowiązuje reguła nadzoru i gwarantowania kraju macierzystego, a rozwiązania krajowe muszą jedynie spełniać pewien zamknięty katalog wymogów (powszechności, obligatoryjności uczestnictwa, terytorialności, minimalnego poziomu gwarancji, wyłączenia depozytów instytucji niekredytowych, szybkości i efektywności wypłat, pełnego informowania klientów, gwarancji dla oddziałów banków zagranicznych i finansowania systemu przez instytucje kredytowe)<sup>98</sup>. W ślad za tym systemy krajów członkowskich wykazują znaczne różnicowanie, co otwiera pewne pole do pojawienia się arbitrażu regulacyjnego, o którym była mowa w rozdziale pierwszym.

Formalną podstawą konstruowania systemów gwarancji depozytów stanowi Dyrektywa UE 94/19/EC z 1994 r. W Polsce jej implementacja nastąpiła ustawą z 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym. W końcu 2004 r. Komisja Europejska powołała specjalną grupę roboczą, której celem było dokonanie kompleksowego przeglądu powyższej dyrektywy. Stosowne badania i konsultacje przeprowadzono w latach 2005-2006. Na początku 2007 r. KE zaprezentowała Komunikat do Parlamentu Europejskiego i Rady, do którego w marcu tego samego roku ustosunkował się Komitet Europejski Rady Ministrów. Z komunikatu jasno wynikało, że Komisja nie widzi w krótkim okresie potrzeby dokonania zmian w dyrektywie z 1994 r. Nie wyklucza tego natomiast w długim okresie, ale decyzję taką uzależnia od dalszych postępów w budowie sieci bezpieczeństwa finansowego w Unii<sup>99</sup>. Podobne stanowisko zajął polski rząd i Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Ta ostatnia instytucja bardzo mocno podkreśliła, iż obecnie istniejące rozwiązania można ulepszyć przez narzędzia

---

<sup>98</sup> Pawłowicz L., Wierzba R., op. cit.; Zaleska M., op. cit.

<sup>99</sup> Rudynek-Ciechomska U., Brodowski A., *Systemy gwarantowania depozytów bankowych*, „Bank i Rolnictwo”, nr 11, 2007.

ze sfery samoregulacji, a więc o mniejszym poziomie szczegółowości niż dyrektywa. Wśród tych narzędzi wymieniono zalecane rozwiązania modelowe oraz zasady dobrej praktyki. Być może stanowisko KE i Polski wynika z tego, że w wielu badaniach empirycznych uzyskiwano, iż pokusa nadużycia zawarta w systemie gwarantowania depozytów rzadko zwiększała prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu bankowego. Miałoby z tego wynikać, że znaczenie gwarantowania depozytów jako czynnika zwiększającego ryzykowne zachowania banków i deponentów być może jest przeceniane<sup>100</sup>.

Spełnieniem unijnego wymogu utworzenia w każdym kraju członkowskim sieci bezpieczeństwa finansowego było powołanie 21 grudnia 2007 r. Komitetu Stabilności Finansowej, na zasadzie porozumienia między ministrem finansów (przewodniczący), prezesem NBP i przewodniczącym Komisji Nadzoru Finansowego. Komitet jest odpowiednikiem grup sterujących istniejących w innych krajach Wspólnoty. Jest to forum wymiany poglądów, opinii i informacji oraz planowania działań niezbędnych dla zapewnienia stabilności naszego systemu finansowego. Jak w innych krajach Unii, także nasz Komitet powinien realizować co najmniej trzy cele.

1. Zapobiegać pojawieniu się zaburzeń w sferze finansowej.
2. Zarządzać ewentualnym kryzysem finansowym.
3. Minimalizować skutki kryzysu i jak najszybciej przywracać normalne funkcjonowanie systemu finansowego.

Komitet nie jest nową instytucją i powinien spotykać się co najmniej raz na trzy miesiące. Taka formuła jego funkcjonowania bywa krytykowana. W związku z tym padają propozycje, np. robi tak K. Szelaąg, by utworzyć Podkomitet Stabilności Finansowej, a więc ciało ekspercko-operacyjne, którego zadaniem byłoby bieżące monitorowanie kondycji sektora finansowego<sup>101</sup>. Formalnie nie ma przeszkód, by już obecnie na posiedzenia Komitetu zapraszani byli eksperci z różnych instytucji wprost tworzących polską sieć bezpieczeństwa finansowego lub pośrednio nią zainteresowani. K. Szelaąg podnosi jeszcze jedną ważną kwestię: sposób komunikowania się Komitetu z rynkami finansowymi i społeczeństwem. Osobiście opowiada się za niejawnością obrad Komitetu, gdyż dotyczą one bardzo delikatnej materii, jaką jest kruchość i stabilność finansowa. Z drugiej jednak strony pełna niejawnosc też wydaje się nie do przyjęcia. Trzeba będzie zatem szukać tu jakiegoś kompromisu.

---

<sup>100</sup> Beck T., Demirgüç-Kunt, Levine R., *Bank concentration, competition, and crises: First results*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 30, 2006.

<sup>101</sup> Szelaąg K., *Komitet Stabilności Finansowej, czyli dmuchanie na zimne*, „Rzeczpospolita”, 17.04.2008.

Kolejny problem do rozwiązania to podział pracy między członkami Komitetu. Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego – S. Kluza – proponuje, by NBP koncentrował się na dbaniu o płynność banków, natomiast KNF zajęłaby się monitorowaniem zagrożeń dla ich wypłacalności<sup>102</sup>. To jednak niezbyt przekonująca propozycja, jeśli uwzględni się złożoność pomiaru płynności i wypłacalności oraz decydowania o ich utracie, szczególnie tej ostatniej. Bardziej jeszcze fundamentalną sprawą jest tu określenie relacji między ryzykiem pojedynczej instytucji kredytowej a ryzykiem całego systemu finansowego. Jak słusznie podkreśla to J.K. Solarz, to ostatnie jest wprawdzie wypadkową poszczególnych rodzajów ryzyka bankowego, ale jednocześnie kategorią holistyczną i dynamiczną, czyli jakościowo ważniejszą kategorią niż jakiegokolwiek pojedyncze ryzyko<sup>103</sup>.

J. K. Solarz w swoich publikacjach bardzo akcentuje jeszcze znaczną niefrasobliwość i urzędowy optymizm podmiotów tworzących nasz Komitet Stabilności Finansowej<sup>104</sup>. Solarz w szczególności zwraca uwagę na następujące niepokojące zjawiska w polskim sektorze finansowym:

- spadek wskaźnika adekwatności kapitałowej banków,
- nasilenie się ekspansji kredytowej, szczególnie w segmencie detalicznym,
- płytkie rezerwy i przeciętna jakość zarządzania ryzykiem, szczególnie na poziomie całego sektora,
- zarażanie się kryzysem może być niekiedy procesem bardzo długim i polegać najpierw na deformacji mechanizmu rynkowego oraz regulacyjnego,
- pojawienie się strat w NBP,
- przez rok nie potrafiono powołać Komitetu Stabilności Finansowej w sposób zgodny z prawem.

Pewnym problemem jest również i to, że Komitet Stabilności Finansowej koncentruje się m.in. na zobowiązaniach ludności i podmiotów gospodarczych, głównie wobec banków. Tymczasem, jak to wynika z obliczeń Krajowego Rejestru Długów BIG S.A., kredyty bankowe to 50,4% całości zaległości płatniczych w Polsce<sup>105</sup>. Reszta przypada na długi z tytułu podatków, ceł i opłat lokalnych, czynszów, mandatów oraz wobec dostawców mediów sieciowych, teleoperatorów itp. Instytucje finansowe i np. operatorzy komórkowi coraz agresywniej za-

---

<sup>102</sup> Skarbek M.M., *Zdażyć przed kryzysem*, „Gazeta Bankowa”, nr 12, 2008.

<sup>103</sup> Solarz K.J., *Papierek lakmusowy*, „Bank”, nr 4, 2008.

<sup>104</sup> Solarz K.J., *Biały szkwał*, „Gazeta Bankowa”, nr 25, 2008; Solarz K.J., *Nic się nie stało*, „Bank”, nr 7-8, 2008.

<sup>105</sup> Fandrejewska A., *Średnie zaległości dłużników to 1,4 tys. zł.*, „Rzeczpospolita”, 23.08.2008; Sudak I., *Kupujemy, konsumujemy i nie płacimy 60 000 000 000 zł długów!*, „Gazeta Wyborcza”, 23.08.2008.



czynają jednak obsługiwać najuboższe grupy ludności, a więc i najbardziej ryzykowne. Potrzebne jest zatem łączne analizowanie zagrożeń wypłacalności, a nie ograniczanie się tylko do kredytów bankowych.

7 lutego 2008 r. odbyło się inauguracyjne posiedzenie Komitetu Stabilności Finansowej. W trakcie jego posiedzenia postanowiono utworzyć dwie grupy robocze:

- pierwszą – do przygotowania projektu Ustawy o Komitecie Stabilności Finansowej. Ustawowe uregulowanie pracy Komitetu byłoby bowiem znacznie silniejszym jego umocowaniem w krajowej sieci bezpieczeństwa. Byłoby też dobrą okazją do głębszego przeanalizowania różnych aspektów jego funkcjonowania. Aktualnie trwa już proces legislacyjny i wkrótce powyższa ustawa stanie się przedmiotem uzgodnień międzyresortowych;
- drugą – do opracowania zasad zarządzania kryzysowego<sup>106</sup>.

Równolegle pracuje się nad nowelizacją ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, chociaż – jak to często w Polsce bywa – trwają ostre spory o personalia, a więc o skład rady nadzorczej, i dokonuje się przeglądu prawa ubezpieczeniowego i bankowego. Są to wszystko bardzo ważne działania, gdyż nadal przez międzynarodowe rynki finansowe postrzegani jesteśmy jako tzw. *emerging market*, pomimo że niedawno Bank Światowy przestał traktować Polskę jako kraj transformujący się. Jak wiadomo, rynki wschodzące (wylaniające się) odznaczają się większą zmiennością, a tym samym inwestorzy oczekują na nich wyższych premii za ryzyko, co w dalszej kolejności podraża też koszt kapitału. Dopóki nie staniemy się pełnoprawnym członkiem strefy euro, nasz status rynku wschodzącego się nie zmieni.

Wszystkie scharakteryzowane działania, zmierzając do utworzenia w Polsce sieci bezpieczeństwa finansowego, przebiegają bardzo wolno. Odnosi się wrażenie, że mało dotkliwe, póki co, spowolnienie naszej gospodarki ma być dowodem na skuteczne odizolowanie się również krajowego sektora finansowego od zaburzeń globalnych. Tymczasem sporo wielkich instytucji finansowych wciąż ma poważne problemy i coraz częściej mówi się, że jesteśmy dopiero w połowie kryzysu z 2007 r. Na zasadzie przesunięć fazowych dotrze on i do Europy, a chociażby przez powiązania kapitałowe polskich banków jego następstwa objawią się i u nas. My tymczasem jesteśmy w fazie dyskusji, jak ma wyglądać rozkład władzy w Komitecie Stabilności Finansowej i Bankowym Funduszu Gwarancyjnym (BFG), jak ma NBP przywracać płynność w sektorze bankowym, skoro pomysły dotychczasowe już skrytykował Europejski Bank Centralny, kto będzie liderem ośrodka zarządzającego kryzysem, gdy np. upadnie rząd i nie będzie ministra finansów, sytuowanego obecnie w tej roli, czy BFG nadaje się do roli banku pomostowego, a więc banku sanującego inne banki przez ich nacjonalizację, a jeśli nie, to czy funkcje takie może reali-

---

<sup>106</sup> Skarbek M.M., *Remont prawa*, „Gazeta Bankowa”, nr 12, 2008.

zować np. Bank Gospodarstwa Krajowego<sup>107</sup>. Najpełniej te m.in. nierozstrzygnięte kwestie widoczne są w projekcie Krajowego Planu Awaryjnego (KPAw), który pełen jest niejednoznaczności i obecnie nie nadaje się do wykorzystania jako dokument organizujący cały proces zarządzania kryzysem bankowym, a tym bardziej finansowym.

Rozwiązania na temat stabilności systemów finansowych byłoby niekompletne, gdyby poza scharakteryzowaną już dyscypliną regulacyjną, a więc oddziaływaniem władz publicznych na pośredników finansowych za pomocą prawnych nakazów i zakazów o charakterze przede wszystkim administracyjnym, w oparciu o informacje jawne i poufne, nie wspomnieć o dyscyplinie rynkowej. Jest to także pewien zespół procesów monitorowania ryzyka i oddziaływania motywacyjnego na zarządy pośredników finansowych, nagradzający zachowania pożądane i karzący praktyki niepożądane<sup>108</sup>. Trzeba dodać jednak, że chodzi tu o procesy podejmowane dobrowolnie, najczęściej przez podmioty prywatne, w oparciu o prywatne zazwyczaj też umowy, czy lepiej, iż jest to pewnego typu przyrzeczenie, w oparciu o informacje powszechnie dostępne, przy wykorzystaniu głównie instrumentów finansowych, nieadministracyjnych. Szczegółowe porównanie obydwu rodzajów dyscyplin przedstawia schemat 4. Zaznaczono na nim dodatkowo jeszcze pośrednią dyscyplinę rynkową, rozumiejąc przez nią przypadek, w którym to instytucje publiczne lub reprezentujące interes publiczny sprawują nadzór nad pośrednikami finansowymi, korzystając także z sygnałów płynących z rynku.

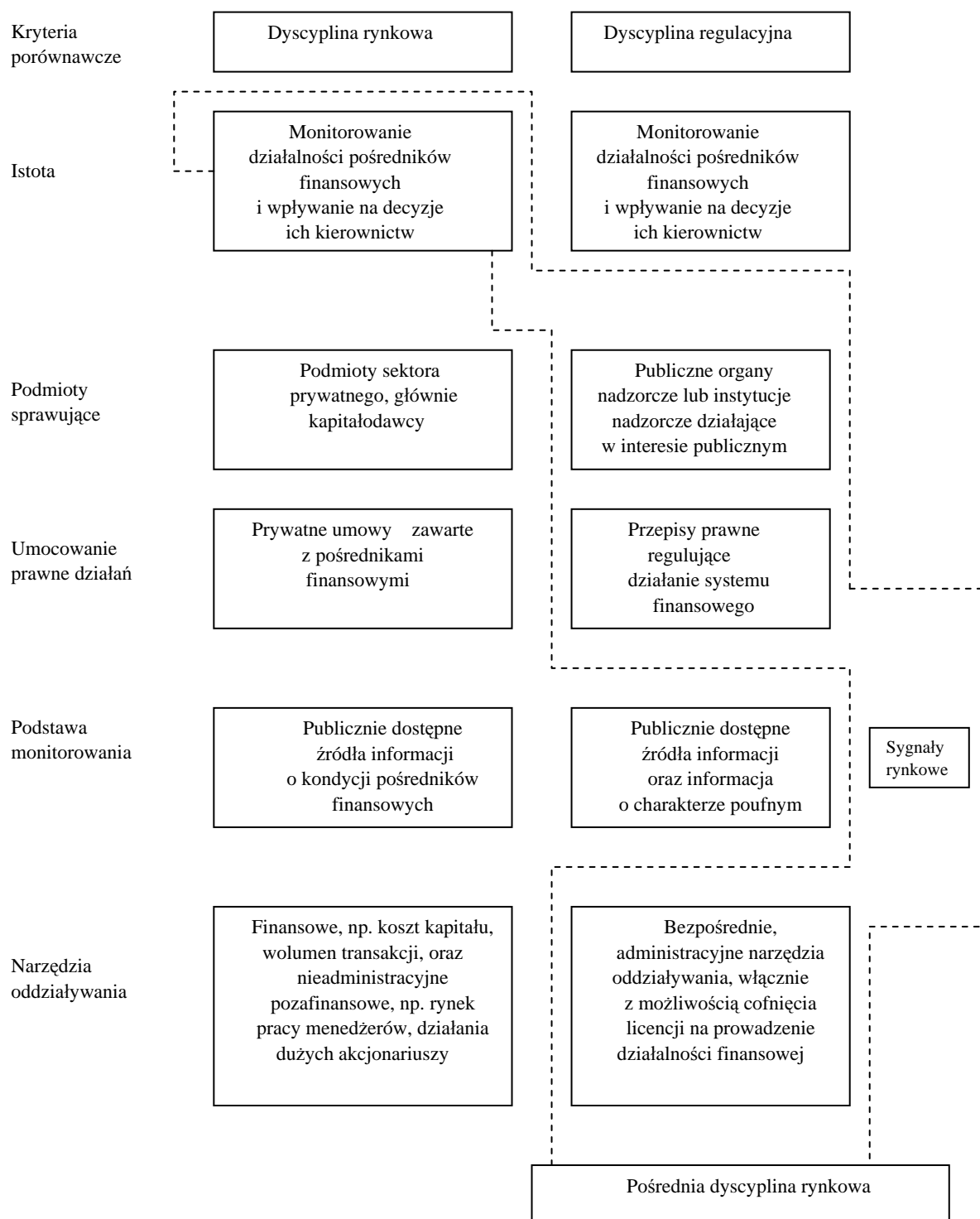
Ze swej istoty dyscyplina rynkowa powinna być traktowana jedynie jako instrument wspierania dyscypliny regulacyjnej w zakresie zapobiegania ewentualnej konieczności udzielania pomocy pośrednikom finansowym oraz minimalizowania jej wielkości. Dodatkowym zadaniem dyscypliny rynkowej bywa także łagodzenie dysfunkcji dyscypliny regulacyjnej oraz weryfikowanie jej efektywności. Wreszcie trzeba wspomnieć i o tym, że dyscyplina rynkowa może zmniejszać zagrożenia tzw. dialektyką regulacyjną, czyli powtarzaniem się cyklu: regulacja – odpowiedź i dostosowanie podmiotów regulowanych – reregulacja. Z drugiej strony trzeba mieć też świadomość, że podmioty regulowane – najczęściej z uwagi na wyższe wynagrodzenia menedżerów i ich właścicieli niż regulatorów – mają większą motywację, by próbować omijać regulacje, a co najmniej redukować ich ostrość i dokuczliwość. Jak z tego wynika, współistnienie tych dwóch rodzajów mechanizmów jest niczym innym niż konkretyzacją fundamentalnego problemu w ekonomii i polityce

---

<sup>107</sup> Koziół W., *Plan awaryjny*, „Gazeta Bankowa”, nr 31, 2008.

<sup>108</sup> Jackowicz K., *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych UE*, „Bank i Kredyt”, nr 10, 2007.

## Dyscyplina rynkowa i regulacyjna – porównanie



Źródło: Jackowicz K., *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych UE*, „Bank i Kredyt”, nr 10, 2007.

gospodarczej, a mianowicie szukania równowagi między regulacją rynkową a interwencjonizmem państwowym. Przyjmuje się przy tym, że w ujęciu czysto teoretycznym dyscyplina rynkowa może być bardziej elastyczna, bo jest mniej sformalizowana, czy wręcz niesformalizowana. W praktyce dzieje się różnie, gdy uwzględni się chociażby fakt, iż instrumentarium dyscypliny rynkowej zawiera głównie narzędzia narzucone przez publiczne władze nadzorcze lub administracyjne. Często zakłada się, że praktyki stosowane w ramach dyscypliny rynkowej mogą stosunkowo łatwo się upowszechniać w skali międzynarodowej. Ogólnie jest to bardziej prawdopodobne, gdy mamy do czynienia z instytucjami o charakterze regionalnym i globalnym. Lokalni pośrednicy finansowi będą natomiast preferowali rozwiązania krajowe, co jasno wynika m.in. z wcześniej analizowanych barier dla integracji finansowej.

Skoro dyscyplina rynkowa jest dobrowolnym zobowiązaniem się pośredników finansowych do zachowań sprzyjających stabilności finansowej, to wyłania się problem, jakie stosować bodźce, by coraz większa ich liczba ją akceptowała oraz wprowadzała do swoich systemów celów i wartości. To poważne wyzwanie. Wystarczy tu odwołać się do konfliktu między akceptowanym poziomem tej dyscypliny przez zarządy i właścicieli banków, ubezpieczycieli itp. pośredników finansowych, a znacznie wyższym poziomem norm i standardów regulacyjnych z punktu widzenia dobra publicznego, jakim jest stabilny system finansowy. Rozmowianie to można by kontynuować i postawić pytanie: skoro spełnienie społecznie pożądanego standardu wiąże się na ogół z dodatkowymi kosztami, to kto komercyjnym z natury rzeczy instytucjom finansowym powinien te koszty zrekompensować, o ile nie uda im się odzyskać na rynku? Pytanie o ewentualną rekompensatę jest zasadne, gdyż na rynkach finansowych powszechna jest asymetria informacji. W ślad za tym instytucja w wyższym poziomie dyscypliny rynkowej ma najczęściej trudności z odróżnieniem się od jej odpowiedników, gdzie mniejszą wagę przywiązuje się do takich spraw. Od razu też pojawia się problem tzw. gapowiczów, a więc pośredników, którzy chcą skorzystać z ogólnego wzrostu stabilności finansowej, nie ponosząc kosztów z tym związanych. Innym, ale pokrewnym, zagadnieniem jest, jak pogodzić potrzebę poprawy dyscypliny rynkowej z wymogami walki konkurencyjnej. Jest przecież sprawą oczywistą, że banki i inne instytucje pośredniczące w krótkim okresie mogą poprawić swą pozycję finansową przez redukcję różnych kosztów, w tym także związanych z przestrzeganiem formalnych i dobrowolnych norm regulacyjnych. W zachowaniach takich zazwyczaj dominują menedżerowie, szczególnie gdy są wynagradzani za wyniki krótkoterminowe. Podobne preferencje mogą wykazywać jednak też i właściciele. Do postaw takich zachęcać również może powszechne da-

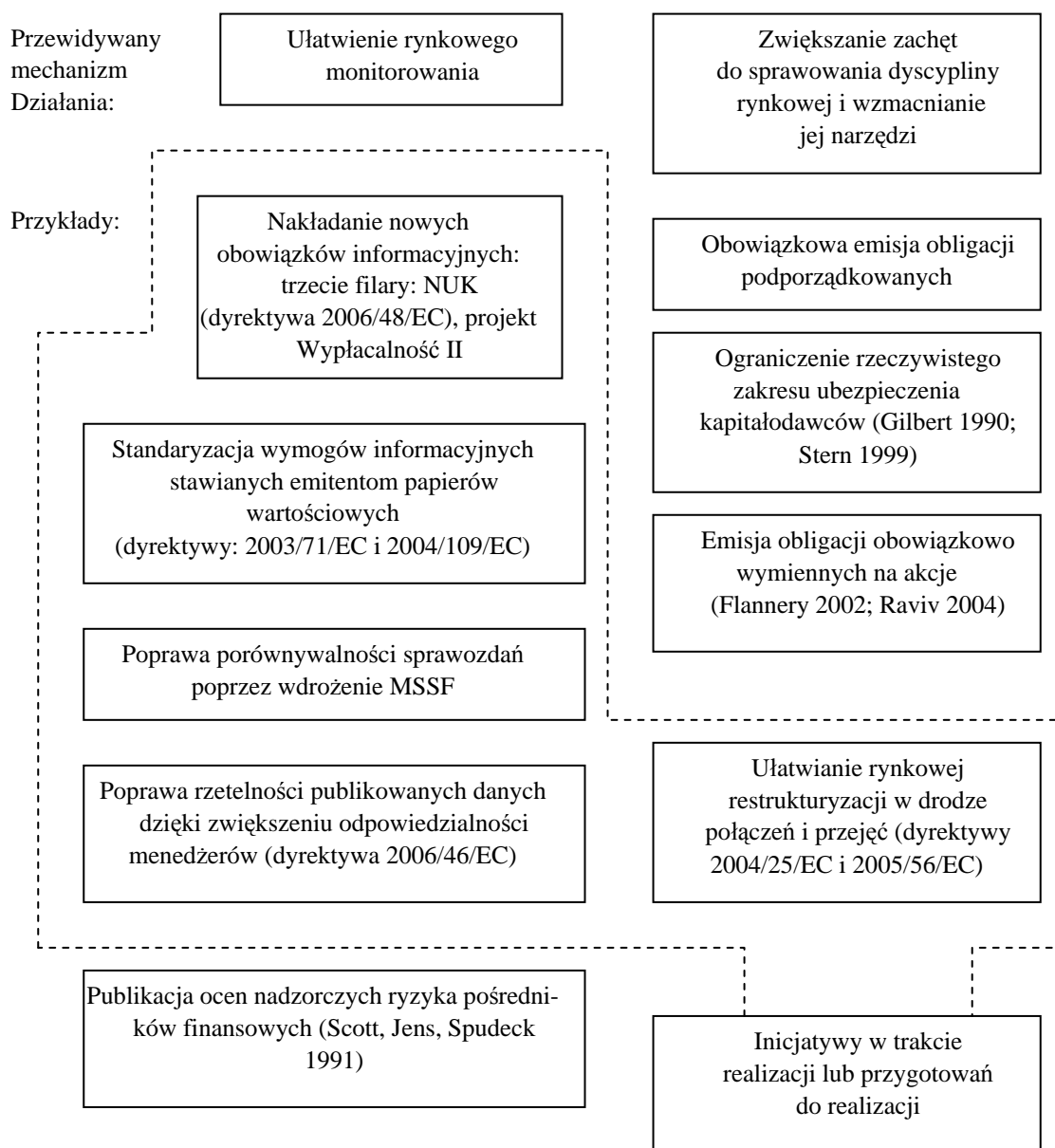
zenie do uelastyczniania wszelkich organizacji gospodarczych, a więc m.in. szybkiego ich reagowania na sygnały rynkowe.

W powyższym kontekście można stwierdzić, że istnieje szereg koniecznych, ale niewystarczających warunków, by dyscyplina rynkowa przyczyniała się do większej stabilności finansowej. Nie pretendując do utworzenia pełnej ich listy, jako najważniejsze można wymienić:

- rynki finansowe powinny być kompletne i z małym zakresem niedoskonałości;
- powinna być wysoka przejrzystość informacyjna zawierania transakcji finansowych, a więc umiarkowana asymetria informacji;
- pośrednicy powinni przestrzegać uzgodnionych, np. w postaci kodeksów etycznych/lub dobrych praktyk, zasad polityki informacyjnej, kampanii reklamowych i wizerunkowych. Jednoznaczne reguły powinny także obowiązywać w przypadku obligatoryjnej sprawozdawczości finansowej i egzekwowania obowiązku jej niezwłocznego publikowania. Audyt sprawozdań finansowych musi być również daleko bardziej zestandaryzowany, nie wspominając już o jego wysokiej jakości. Wszystko to powinno ułatwić porównywalność informacji finansowych oraz polepszyć ich wiarygodność i rzetelność;
- szerokie upowszechnienie się zasad społecznej odpowiedzialności biznesu. Ściśle łączy się z tym wyzwanie określane w Niemczech jako *kopkonkurrenz*, a więc możliwość jakiegoś współdziałania instytucji, normalnie ze sobą silnie rywalizujących w obszarze biznesowym;
- pośrednicy finansowi powinni również włączyć się w podnoszenie poziomu wiedzy ekonomiczno-finansowej wśród swoich klientów;
- stałe doskonalenie prawodawstwa wspólnotowego w zakresie umacniania roli dyscypliny rynkowej oraz szybkie jego wdrażanie do prawa krajowego;
- funkcjonowanie jawnych systemów gwarantowania depozytów bankowych, jednak z limitami dla maksymalnych kwot ich zwrotu w przypadku upadłości instytucji kredytowej. Chodzi tu o ograniczenie pokusy nadużycia po stronie deponentów, którzy muszą rozumieć i minimalizować ryzyko związane z lokowaniem swoich pieniędzy w bankach. Dlatego też deponenci, we własnym dobrze pojętym interesie, powinni potrafić oceniać kondycję finansową banków, wchodząc tym samym w rolę podmiotów realizujących dyscyplinę rynkową.

Bardziej kompleksowe spojrzenie na dodatkowe instrumenty i działania wzmacniające praktyczne znaczenie dyscypliny rynkowej zawiera schemat 5.

## Inicjatywy zmierzające do wzmocnienia dyscypliny rynkowej



Źródło: Jak na schemacie 4.

Gwarantowanie depozytów, jak to już wskazywano, może być elementem wzmacniającym zagrożenie pokusą nadużycia również w samych bankach, aczkolwiek jego znaczenie nie powinno być przeceniane. J.M. Fijor wymienia jednak jeszcze kilka innych do tego zachęcających czynników: sekurytyzacja należności i często stosowane w niej preferencje podatkowe; przychodzenie z pomocą przez banki centralne w razie kryzysu; system rezerw oraz traktowanie banków jako instytucji zaufania publicznego i interesu publicznego, które to uprzywilejowanie prawne banki często nadużywają, podejmując nadmierne ry-

zyko<sup>109</sup>. Tak, niestety, postępują również polskie banki, w istocie nie ponosząc za swoje nierozważne działania żadnej odpowiedzialności. W naszym systemie prawnym po prostu winien jest kredytodawca, który ponosi skutki nadmiernego kredytowania i finansowania przez banki, niespecjalnie powstrzymywane przed pokusą nadużycia. Trudno w takich warunkach sensownie mówić o pozytywnym oddziaływaniu dyscypliny rynkowej na stabilność finansową. Bankowcy przecież nie mają interesu, żeby np. ujawniać rzetelne informacje o zagrożonych kredytach, bo trzeba by rewidować wyniki finansowe, a przez to mogłyby spaść kursy akcji, odsuwałyby się w czasie awanse, a premie i bonusy uległyby ograniczeniu, czy wręcz można by utracić doskonale płatne posady. Co równie ważne, pokusa nadużycia najsilniej rozwinęła się w bankach uniwersalnych oraz konglomeratach finansowych, które są jednocześnie i produktem i stymulatorem integracji finansowej. Firmy audytorskie mogłyby temu przeciwdziałać, ale bardzo często tego nie robią, bo najpierw doradzały bankom, jak np. obejść normy regulacyjne i ostrożnościowe, a potem weryfikowały księgi oraz sprawozdania finansowe tych samych banków. Formalnie ustawodawstwo unijne i krajowe (kodeks cywilny oraz prawo bankowe) zawierają możliwości pohamowania nagannych i niebezpiecznych dla gospodarki zachowań banków typu: „nadmierne kredytowanie”, „nadużycie kredytu”, „nadmierne wspomaganie finansowe” i „ingerowanie w zarządzanie cudzym przedsiębiorstwem”, ale praktyka zawodzi, szczególnie u nas. Cała nadzieja w orzecznictwie unijnym, w którym coraz powszechniej ugruntowuje się linia, że banki ponoszą z klientami współodpowiedzialność za skutki nierozważnych, a niekiedy wręcz rozmyślnych upadłości podmiotów sfery realnej. Dopiero gdy faktycznie będzie istniała równoprawność pozycji stron kontraktów finansowych, otworzy się pole do właściwego funkcjonowania dyscypliny rynkowej. Okoliczność tą powinny cały czas brać pod uwagę jednak nasze podmioty tworzące sieć bezpieczeństwa finansowego, wiedząc m.in. o tym, że integracja finansowa i monetarna często prowadzą do pojawienia się ekspansji kredytowej, po której może nastąpić również silne załamanie rynku kredytowego, a więc tzw. *boom-bust cycles*.

Złożony w istocie jest związek między innowacjami finansowymi, metodami dyscyplinowania pośredników finansowych i w ostateczności stabilnością systemów finansowych. Na pierwszy rzut oka wydawałoby się, że wszystko to, co może przyczynić się do dywersyfikacji ryzyka i pełniejszego nim zarządzania, powinno sprzyjać większej stabilności finansowej, o czym pisano w momencie charakteryzowania *risk sharing*. Jeśli przyjmiemy natomiast, że najbar-

---

<sup>109</sup> Fijor M.J., *Pokusa nadużycia, Horyzonty bankowości*. Dodatek specjalny, „Bank”, nr 5, 2008.

dziej ogólną miarą ryzyka w gospodarce narodowej jest zmienność makroagregatów, to dotychczasowe badania empiryczne przyniosły dwa inne rezultaty, obok wymienionych już, a odnoszących się do *risk sharing*:

1. Zmienność makroekonomiczna zazwyczaj jest wyższa w krajach rozwijających się niż w wysoko rozwiniętych, ale stosunek kredytów do wartości produktu krajowego jest w tej pierwszej grupie praktycznie zawsze niższy.
2. W ślad za powyższym kryzysy finansowe w krajach rozwijających się pojawiają się częściej, ale są łagodniejsze niż w krajach wysoko rozwiniętych, które znajdują się na wyższym poziomie rozwoju finansowego i szerzej wykorzystują innowacje finansowe<sup>110</sup>.

Do kwestii zależności między innowacjami finansowymi a stabilnością finansową powróci się jeszcze w dalszej części tego podrozdziału.

Zastrzegając na wstępie, że rozpatruje się sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych przed najświeższym kryzysem wywołanym przez amerykańskie kredyty hipoteczne o obniżonym standardzie (ang. *subprimes*), można by się zgodzić z poglądem K. Jackowicza, iż rosło wtedy zainteresowanie problematyką pozytywnego wpływu dyscypliny rynkowej na stabilność finansową. Miało to wynikać ze wzajemnego wzmocniania się trzech poniższych czynników:

1. Przemian w systemach finansowych (konsolidacja, integracja, dezintermediacja, czyli odpośredniczenie, a więc wypieranie banków z ich podstawowej funkcji pośredniczenia między deponentami i kredytobiorcami).
2. Niedoskonałości dyscypliny regulacyjnej (skłonność regulatorów do pobłażania niektórym pośrednikom finansowym i nieelastyczność oficjalnej regulacji oraz zagrożenia dialektyką regulacyjną).
3. Przemawiającymi na rzecz dyscypliny rynkowej wynikami badań empirycznych (bardziej przejrzysta polityka informacyjna banków prowadzi do większego ich wyposażenia w kapitał własny, a to z kolei stabilizuje system bankowy oraz finansowy; w tym samym kierunku oddziałują zaostrzenie obowiązków informacyjnych wobec banków; rzetelna informacja o kondycji finansowej banków zapobiega panice na rynku; stabilności finansowej sprzy-

---

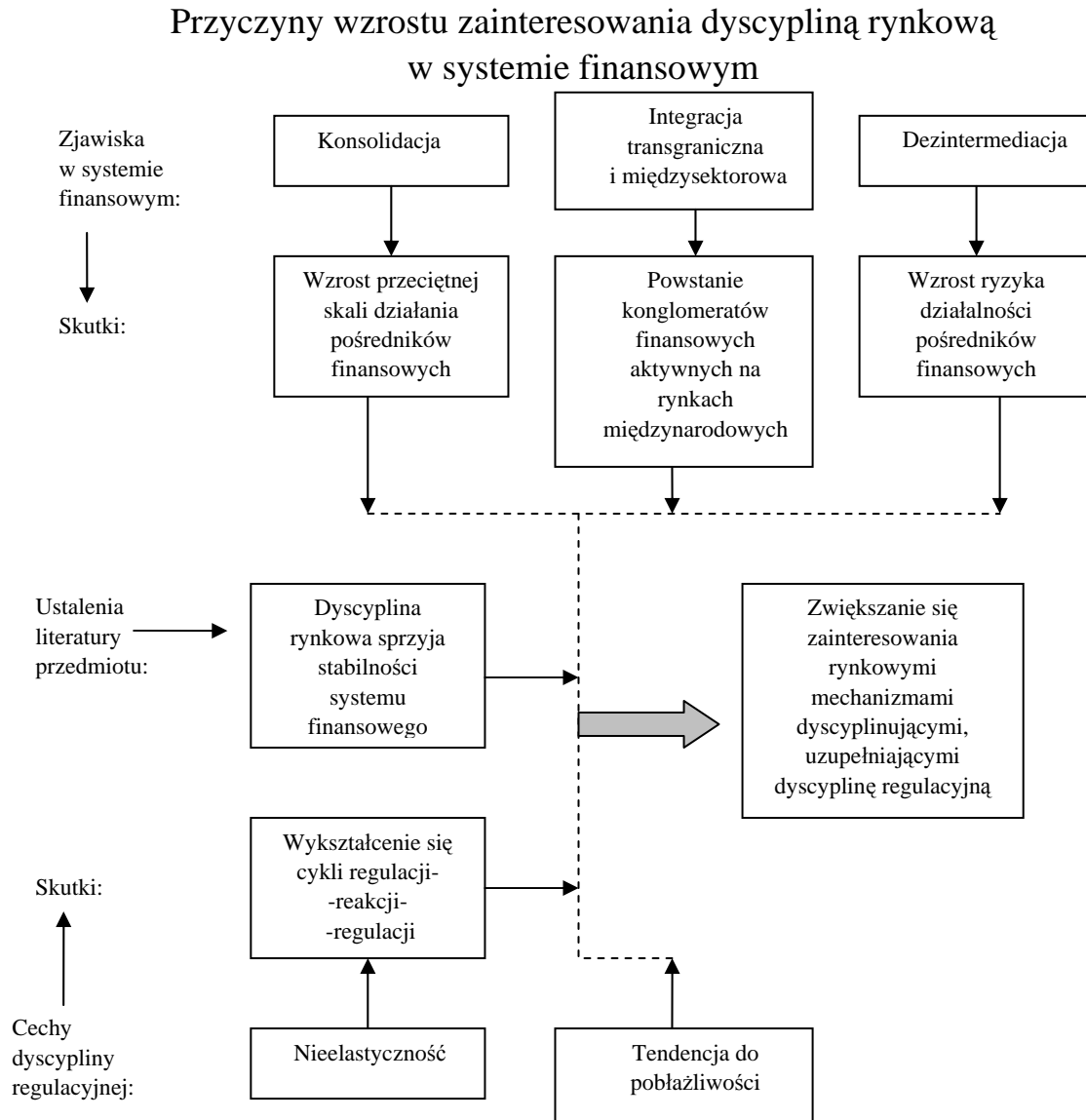
<sup>110</sup> Caprio G., Klingebiel D., *Bank insolvencies: cross-country experience?*, World Bank Policy Research Working Paper, vol. 20, no. 16, 1996; Demirgüç-Kunt A., Detragiache E., *Cross-country empirical studies of systemic bank distress: a survey*, IMF Working Paper, vol. 96, no. 5, 2005; Hoggarth G., Reis R., *Costs of banking system instability: some empirical evidence*, „Journal of Banking and Finance”, vol. 26, no. 5, 2002; Gai P., Kapadia S., Millard S., Perez A., *Financial Innovation, Macroeconomic Stability and Systemic Crises*, „The Economic Journal”, vol. 118, no. 527, 2008.



ja, o czym już pisano, istnienie jawnego systemu gwarantowania depozytów z górnym limitem ich zwrotu)<sup>111</sup>.

Bardziej dokładnie zależności powyższe zaprezentowano na schemacie 6.

Schemat 6



Źródło: Jak na schemacie 4.

Kryzys *subprimes* na porządku dnia stawia jednak pytania o: skuteczność dyscypliny rynkowej; zdolność do samoregulacji instytucji finansowych; przejrzystość ich działania; oraz o wpływ innowacji finansowych na stabilizowanie systemów finansowych. W tym kontekście rysuje się też problem bardziej fundamentalny, a mianowicie, jak powinien być kształtowany „zdrowy” rozwój finansowy.

<sup>111</sup> Jackowicz K., op. cit.

Współczesne banki spełniają wiele funkcji: selekcionują projekty do finansowania i konstruują związane z tym kontrakty, dostarczają kapitału, monitorują jego wykorzystanie, restrukturyzują zadłużenie itp. Ten klasyczny łańcuch uległ jednak przerwaniu, gdy pojawiły się **innowacje finansowe**, a sekurytyzacja aktywów finansowych w szczególności. Ta ostatnia motywowana była i jest chęcią pewnego obejścia ograniczeń regulacyjnych, co nawet może dawać pewne zyski z tytułu arbitrażu regulacyjnego, ale również podyktowana jest względami czysto ekonomicznymi. Polegają one na uwolnieniu z bilansów banków części aktywów, których ryzyko wydaje się z pozoru bardzo przejrzyste. Najnowszy kryzys na rynku kredytów *subprimes* pokazuje jednak, że proces rozszczepiania ryzyka napotyka granice w postaci precyzyjnego jego zlokalizowania i wycenienia, chociaż teoria klasyczna daje podstawy, jak można by to zrobić właściwie. Przejście z poziomu ogólnych rekomendacji teoretycznych do precyzyjnych procedur operacyjnych nie jest w istocie łatwe.

Rozszczepianiu (dzieleniu) ryzyka towarzyszy identyczne zjawisko po stronie roszczeń (należności) banków. W warunkach niedoskonałości rynków finansowych wycena „porcjowanych” i „przepakowywanych” roszczeń oraz związane z nim ryzyka odbywa się już za pomocą wysublimowanych modeli. W ten sposób wycena staje się też i subiektywna, a powinna być przecież obiektywna. Banki, angażując się w powyższe procesy, mogłyby powstające produkty zbywać innym podmiotom bez straty, gdyby dawały solidną gwarancję, że nie pominięto w nich klasycznych czynności wchodzących w skład funkcji selekcji i monitorowania. W zasadzie jest to też możliwe, nawet gdy bank udziela kredytów podmiotom, należności od których podlegają często wielokrotnemu podziałowi i zbywaniu. Kredyt w takich warunkach może stać się przecież surogatem ratingu. Innymi słowy, banki mogą się zyskownie angażować we wtórne rynki finansowe, jeśli nabywców przekonają, że są to operacje o dającym się zarządzać ryzyku. Najlepszą metodą uzyskania zaufania jest wtedy uczestniczenie w tworzeniu wtórnych produktów, a nie tylko proste ich sprzedawanie.

Innowacje finansowe w ogólności, a sekurytyzacja aktywów w szczególności, podważają niejako dotychczasowe modele funkcjonowania banków. Poza wspomnianymi już problemami z wyceną produktów i ryzyka oraz uzgadnianiem motywacji uczestników łańcucha tworzenia wartości wynika to także z problemów informacyjnych. W czasach współczesnych banki muszą wobec tego być weryfikatorami zdolności menedżerów obsługiwanych firm do przeciwstawienia się szokom i różnym fluktuacjom, jednocześnie redukując asymetrię informacyjną na rynkach finansowych. Od skuteczności spełniania tej

funkcji bardzo istotnie zależą koszty finansowania oraz wolumen inwestycji w gospodarce i poziom ich ryzykowności<sup>112</sup>.

Większość obserwatorów zaskoczona była szybkością rozprzestrzeniania się kryzysu na rynku hipotecznym na inne amerykańskie i zagraniczne rynki finansowe. Główną przyczyną była tu powszechna **sekurytyzacja** różnego typu należności kredytowych, ich wielokrotne „przepakowywanie”, w które zaangażowane były przede wszystkim słynne już spółki specjalnego przeznaczenia – SIV (*Structured Investment Vehicles*). Spółki te są przykładem daleko posuniętego „odpośredniczenia” i funkcjonują w oparciu o model OTD (*Originate-to-Distribute*), a więc refinansują się przez emisje zabezpieczonych papierów wartościowych (ABS – *Asset Based Securities*) lub obligacji CDO (*Collateral Debt Obligations*) na rynkach pieniężnych i kapitałowych. Cechą wspólną tych produktów inżynierii finansowej jest ich pozabilansowy charakter u inicjatorów (głównie banki) lub sponsorów, z którymi jednak pozostają w prawnych lub nieformalnych, mało przejrzystych relacjach w kolejnych fazach ich obiegu. Ta nieprzejrzystość rozciąga się na samą konstrukcję umów kredytowych i cały łańcuch obrotu kredytami oraz ich pochodnymi. Zagrożenie jest potęgowane, gdyż na ogół brakuje nadzoru nad powyższymi transakcjami, a SIV prawie nie mają kapitałów własnych, czyli stosują bardzo wysokie dźwignie finansowe. Banki w ten sposób zaoszczędzają drogie fundusze własne, zarabiają też na prowizjach, ale ryzyko w całym łańcuchu sekurytyzacyjnym się kumuluje, a bardzo wysokie dźwignie finansowe w SIV prowadzą również do kumulowania się systemowego zapotrzebowania na środki płynne. D.K.R. Klein – dyrektor w EBC – sytuację powyższą określa jako „gospodarkę kredytową cienia”, a więc najzwyczajniej w świecie jako szarą strefę. To bardzo mocne słowa, ale w dużym stopniu uzasadnione<sup>113</sup>.

Zróznicowane interesy uczestników transakcji sekurytyzacyjnych w prostej linii prowadziły do spotęgowania asymetrii informacji na rynku. Wprawdzie dostępne były, często bardzo obszerne, prospekty emisyjne, ale z reguły nabywcom końcowym brakowało stosownej wiedzy, by je zrozumieć. Wielu inwestorom nie starczało też kompetencji, żeby móc skorzystać z analiz specjalistycznych serwisów informacyjnych. Powszechnie brakowało natomiast analiz w prasie codziennej. Duże problemy wynikały również z niejednorodności nazw oferowanych produktów. Łącznie zatem przejrzystość tej części rynku drastycznie spadła.

Teoretycznie agencje ratingowe powinny zmniejszać asymetrię informacji. Jednak ich położenie było trudne. Z jednej strony inicjatorzy (głównie banki)

---

<sup>112</sup> Altenburg M., *Die Systemkrise der Disintermediation – zu den Herausforderungen eines Paradigmenwechsels*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen”, no. 4, 2008.

<sup>113</sup> Klein K.R.D., *Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten – Ursachen, Auswirkungen und Lehren*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen”, no. 4, 2008.

i sponsorzy sekurytyzacji mieli określone oczekiwania co do ratingów. Z drugiej zaś banki inwestycyjne oferowały nie zawsze w pełni dojrzałe i dopracowane derywaty kredytowe. Nie dziwi więc, że kiedy agencje te w lipcu 2007 r. zaczęły pospiesznie obniżać swe wcześniejsze oceny ich reputacja i wiarygodność stała się przedmiotem powszechnej krytyki. W ślad za tym niepewność na rynku jeszcze wzrosła i zaczęło brakować dla niektórych derywatów jakiegokolwiek sensownej podstawy ich wyceny.

Próbując wyjaśnić negatywny wpływ innowacji finansowych na stabilność banków, warto odwołać się jeszcze raz do rozważań Gai P. et al.<sup>114</sup>. Wynika z nich, że produkty inżynierii finansowej mogą wprawdzie czynić gospodarkę mniej podatną na kryzysy, gdy rynki finansowe zachowują płynność i nie trzeba będzie sprzedawać aktywów w warunkach przymusowych, a więc ze znacznymi stratami. Niekiedy jednak w rzeczywistości w ogóle na rynku może nie być chętnych do nabywania aktywów zupełnie nieprzejrzystych, o nieznanym ryzyku, a więc niedających się wycenić. Ta mniejsza podatność gospodarki na kryzys może równocześnie wyzwolić, przede wszystkim w krajach wysoko rozwiniętych, silne bodźce do boomu kredytowego. Jeśli pogorszy się jednak koniunktura makroekonomiczna, wzrasta kruchość finansowa i ewentualny kryzys finansowy może stać się bardziej dotkliwy niż w krajach słabiej rozwiniętych, gdzie dominuje tradycyjna bankowość.

Z kolei Allen Fox i Carletti E. prezentują model wyjaśniający kryzysotwórczy wpływ innowacji finansowych, ale w *bancassurance*, a więc u pośredników finansowych łączących funkcje klasycznego banku i firmy ubezpieczeniowej<sup>115</sup>. Mechanizm wybuchu i rozprzestrzeniania się kryzysu finansowego w tym przypadku spowodowany jest głównie transferem jakościowo różnych profili ryzyka w grupach bankowo-ubezpieczeniowych. Być może z tym samym możemy mieć też do czynienia w konglomeratach finansowych, a więc jeszcze bardziej złożonych podmiotach, których powstawaniu sprzyja integracja finansowa.

Dezintermediacji, czyli wycofywaniu się banków z funkcji pośredniczenia w przepływie kapitału od deponentów do kredytobiorców, towarzyszył jednak proces pojawiania się nowych pośredników finansowych, tzn. funduszy *private equity* i funduszy hedgingowych. Bardzo często są one zarejestrowane w tzw. rajach podatkowych i nie podlegają żadnemu zinstytucjonalizowanemu nadzorowi. Nie może dziwić zatem, że już w ub. dekadzie, przede wszystkim fundusze hedgingowe, spowodowały liczne zaburzenia na światowych rynkach finansowych, będąc m.in. w stanie doprowadzić do załamania się kursu funta szterlinga. W ślad za tym już w 1999 r. utworzono tzw. grupę Corrigan, która zaprezentowała katalog najlep-

---

<sup>114</sup> Gai P. et al., op. cit.

<sup>115</sup> Allen F., Carletti E., *Credit risk transfer and contagion*, „Journal of Monetary Economics”, vol. 53, no. 1, 2006.

szych praktyk dla banków posiadających w swych strukturach fundusze hedgingowe<sup>116</sup>. Ta sama grupa w roku 2005 przedstawiła drugi raport z dalszymi zaleceniami dla tych funduszy, a dotyczącymi standardów dokumentowania operacji oraz upubliczniania wyników. W październiku 2007 r. inna już grupa robocza, pod kierunkiem A. Large'go, zajęła się wypracowaniem standardów ich samoregulacji. Nie wydaje się jednak, by to mogło przyczynić się do zmniejszenia zagrożenia powodowanego przez fundusze hedgingowe. Sama dyscyplina rynkowa tu nie wystarczy, bo fundusze te operują wielkimi kwotami, a ze swej natury nastawione są na bardzo ryzykowne operacje, są przy tym nadzwyczaj mobilne, i wręcz pazerne na szybkie oraz duże zyski, bezwzględne, nie interesujące się etycznymi przesłankami ani koncepcjami społecznej odpowiedzialności biznesu.

Co do kwestii przejrzystości rynków finansowych, najświeższy kryzys pokazał dobitnie, że bez tej ich cechy nie da się zapewnić im płynności, a ta jest niezbędna dla prowadzenia nawet tradycyjnego pośrednictwa, nie mówiąc już o wysublimowanych, innowacyjnych produktach i systemach finansowych. Trudno jednak oczekiwać, by banki wzajemnie się kredytowały, gdy nie wiadomo, co kryje się poza oficjalnie publikowanymi bilansami. Banki muszą być zatem bardziej otwarte i wiarygodne w swej polityce informacyjnej, a to wymaga poniesienia określonych kosztów. Jedynie wtedy klienci i inwestorzy będą w stanie określić charakter, rodzaj i poziom ryzyka w oferowanych im produktach. Większa przejrzystość operacji banków to minimalny wymóg dla właściwej wyceny aktywów, ale zwrótnie obiektywna wycena zwiększa przejrzystość. Obecnie jest to już kwestia wręcz o znaczeniu strategicznym i systemowym zarazem.

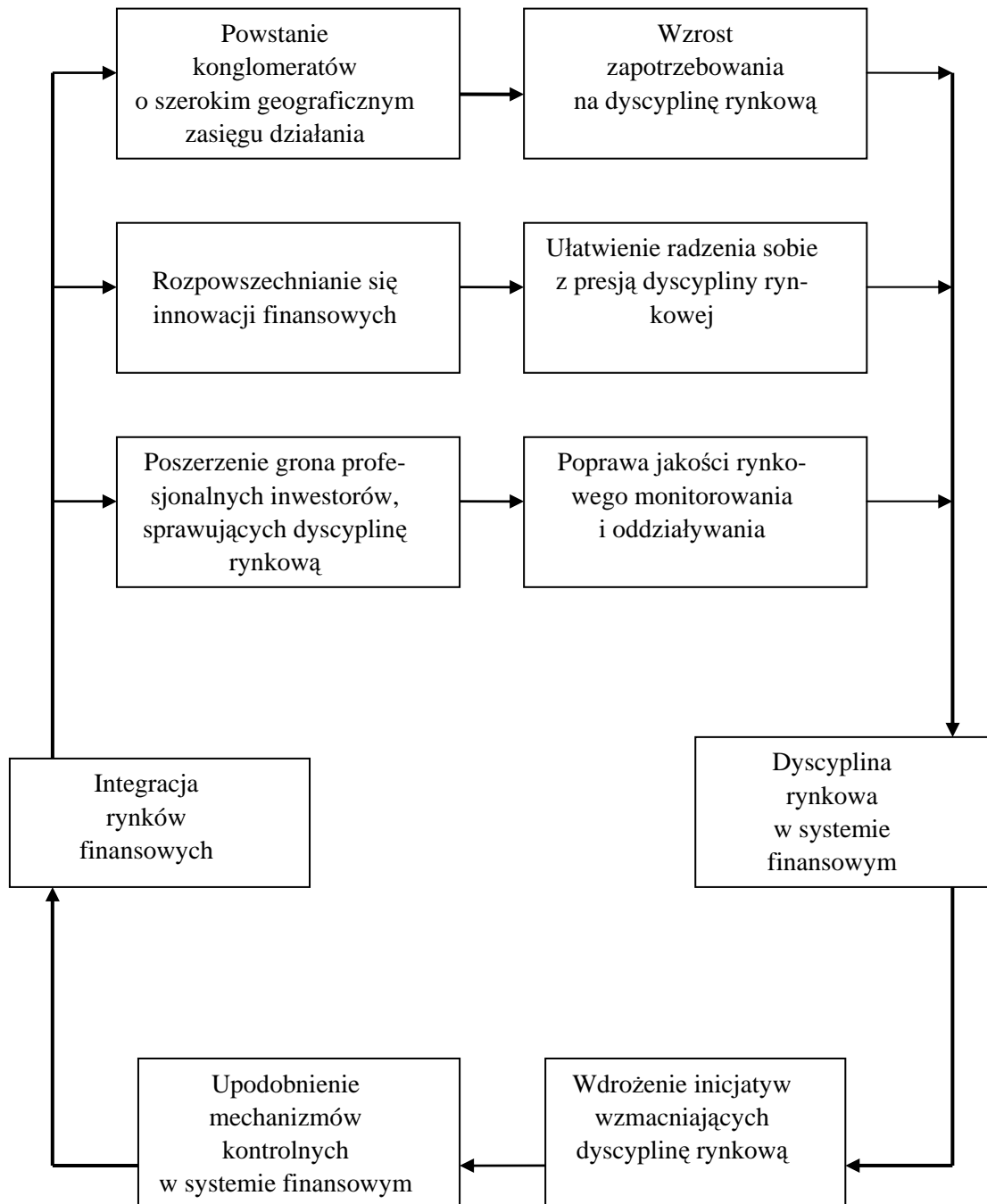
W świetle rozważań zaprezentowanych w tym podrozdziale można warunkowo zgodzić się z K. Jackowiczem w dwóch sprawach:

1. Sama dyscyplina regulacyjna nie wystarczy współcześnie do skutecznego stabilizowania systemów finansowych. Potrzebne jest jej wsparcie m.in. przez dyscyplinę rynkową. Natomiast przedmiotem dyskusji może być już kwestia, czy znaczenie tej ostatniej rośnie. Na pewno trzeba wystrzegać się bardzo ryzykownego wniosku, że współczesne rynki mają wewnętrzny mechanizm samoregulacji. Bliższy jest nam pogląd, że rynki te, ale wszystkie bez wyjątku, wymagają stałego nadzoru i monitorowania. Nie może on jednak krępować ich elastyczności, efektywności i innowacyjności. Coraz więcej jest też argumentów na rzecz regionalnej i światowej koordynacji przynajmniej formalnych nadzorów.

---

<sup>116</sup> Ackermann J., *Der Beitrag der Banken zur Sicherung der Stabilität des weltweiten Finanzsystems*, "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", no. 4, 2008.

## Zależności między integracją finansową a dyscypliną rynkową



Źródło: Jak na schemacie 4.

- Istnieje dwustronna zależność między integracją finansową a dyscypliną rynkową, tzn. większa integracja wymagałaby szerszego wykorzystania mechanizmów samodyscyplinujących rynki finansowe, ale z drugiej strony wa-

runkiem koniecznym, by ta samoregulacja funkcjonowała skuteczniej<sup>117</sup>. Sama integracja na pewno jednak nie wystarczy dla zapewnienia zadowalającej skuteczności.

Schemat 7 przedstawia dwukierunkową i wielce skomplikowaną zależność między integracją finansową a dyscypliną rynkową nawiązującą do rozumowania K. Jackowicza. Powstał on przed najnowszym kryzysem finansowym z lata 2007 r. i dlatego dwa z czterech kanałów (dróg) oddziaływań, tj. wzrastające znaczenie dyscypliny rynkowej mające swe źródło w powstawaniu konglomeratów finansowych i w rozpowszechnianiu się innowacji finansowych, wymagają obecnie z pewnością co najmniej subtelniejszego i pełniejszego udowodnienia. Jak to powyżej zasygnalizowano, konieczne byłoby tu rozpatrzenie przypadków: zawodności dyscypliny rynkowej w jej funkcji stabilizacyjnej, prowadzącej nawet do możliwości pojawienia się dezintegracji finansowej, jako najbardziej negatywnego następstwa bądź to żywiołowości samych rynków finansowych, wyłaniania się konglomeratów finansowych czy wdrażania innowacji finansowych, bądź też przeregulowania rynków, a więc niekiedy i wystąpienia ryzyka wybuchu kryzysu finansowego.

### 3. Integracja monetarna (walutowa)

Integracja ta w literaturze bywa nazywana również integracją walutową, chociaż termin „monetarna” jest ujęciem szerszym, gdyż odnosi się także do polityki pieniężnej, a nie tylko kwestii walutowych. Ogólnie przez integrację monetarną rozumie się pogłębianie procesu integracji ekonomicznej wyrażające się głównie w ścisłej współpracy władz monetarnych i fiskalnych, zazwyczaj pewnej grupy krajów, na bazie swobodnej wymiany walut, po stałych nieodwołalnych kursach, albo w oparciu o przyjęcie wspólnej waluty<sup>118</sup>. Ten ostatni przypadek równoznaczny jest z powstaniem unii walutowej.

Fazowy rozwój integracji ekonomicznej bardzo dobrze oddaje schemat 8 opracowany przez S. I. Bukowskiego w oparciu o prace: Lipseya (1960), Balassy (1961), El-Agraa (1999) i Kisiela-Łowczyca (2000). Jasno z niego wynika, że integracja walutowa, w różnej formie i nasileniu, może być składnikiem unii ekonomicznej i monetarnej (*EMU-economic and monetary union*). Ta ostatnia w literaturze występuje również jako unia gospodarcza i walutowa (monetarna).

---

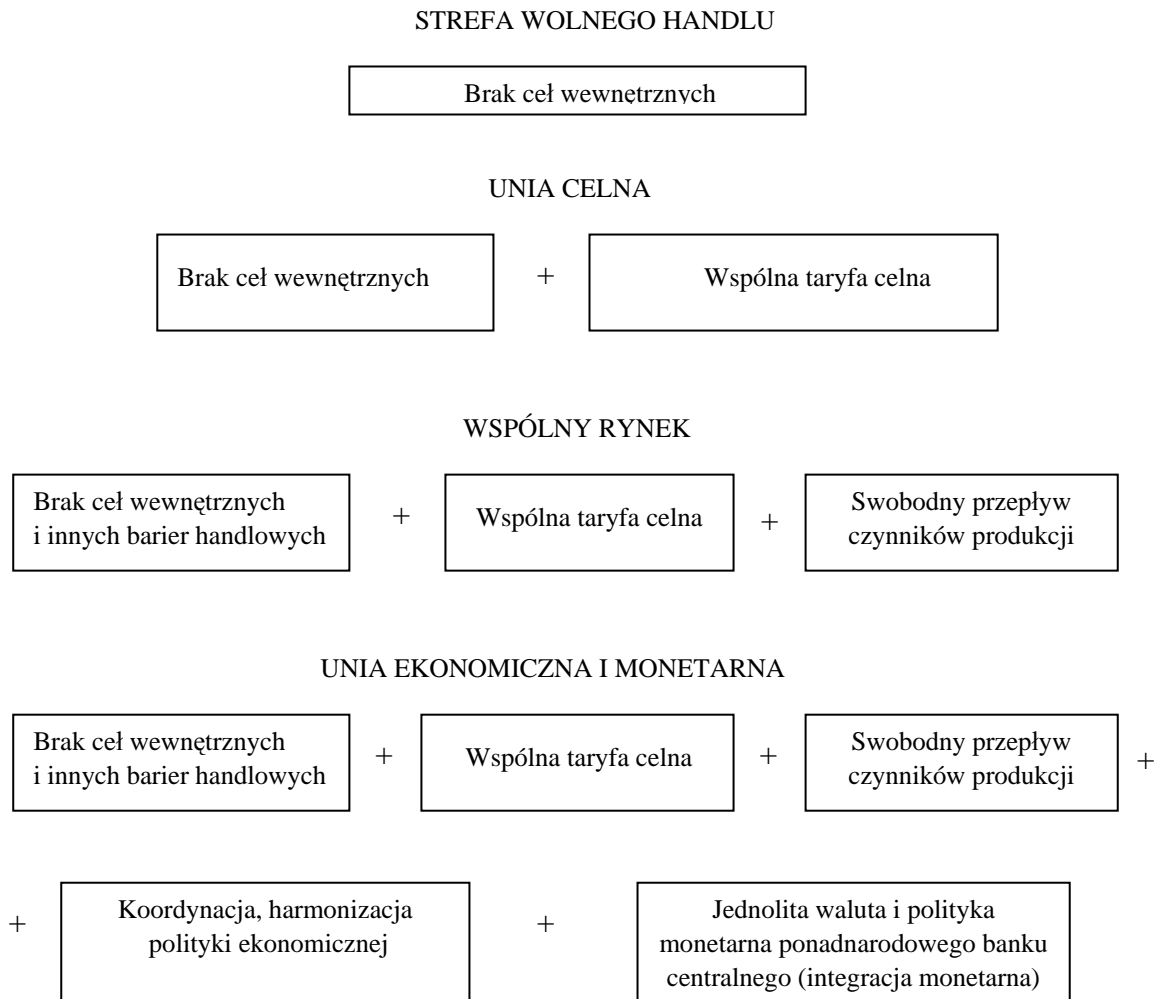
<sup>117</sup> Jackowicz K., op. cit.

<sup>118</sup> Bukowski I.S., *Unia monetarna. Teoria i polityka*, Difin, Warszawa 2007; „Leksykon finansowo-bankowy”, PWE, Warszawa 1991; Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007; Oreziak L., *Euro-pieniądz międzynarodowy*, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2008.

W fakcie powyższym nie odzwierciedla się jedynie problem adekwatności tłumaczenia terminów anglojęzycznych, ale poważniejsza kwestia: brak jednolitej podstawy teoretycznej unii ekonomicznej.

Schemat 8

### Integracja monetarna na tle integracji ekonomicznej



Źródło: Bukowski I.S., *Unia monetarna. Teoria i polityka*, Difin, Warszawa 2007.

Naturalnym dopełnieniem integracji ekonomicznej wydaje się być integracja polityczna, nazywana również unią polityczną. Nie wnikając w zbędne szczegóły, można przyjąć, że integracja polityczna to także proces, chociaż bywa traktowana również jako pewien stan, zbliżania i zacieśniania się polityki wewnętrznej oraz zagranicznej grupy krajów. Oznacza to, iż tak integrujące się kraje są w stanie zrezygnować z części własnej suwerenności na rzecz instytucji ponadnarodowych (integracja funkcjonalna) lub w ogóle powołać nowy twór –



federację, gdzie zakres suwerennych decyzji narodowych jest już bardzo ograniczony. Wybór modelu integracji politycznej w praktyce może być sprawą bardzo trudną, jeśli odwołamy się np. do historii integracji europejskiej. Z drugiej natomiast strony niechęć Europejczyków do głębszego zintegrowania się politycznego jest jedną z poważniejszych przeszkód dla zwiększenia efektywności procesu integracji monetarnej i ekonomicznej.

Samą integrację monetarną należy także widzieć jako pewien fazowy proces. S.I. Bukowski, w ślad za Tavlasem (1993), wyróżnia np. cztery stadia powyższej integracji:

- (1) unię kursową – integrujące się kraje usztywniają wzajemne kursy wymienne, ale nie zawsze koordynują politykę pieniężną, co zmusza je do jakiejś formy kontroli przepływu kapitału;
- (2) pseudounię kursową – kursy walut są nieodwołalnie usztywnione, kapitał cyrkuluje swobodnie, a członkowie unii koordynują swe polityki pieniężne;
- (3) integrację monetarną – poza pełną wymienialnością walut, po usztywnionych w sposób trwały kursach i swobodą przepływu kapitału, integrujące się kraje prowadzą wspólną politykę pieniężną i integrują swe rynki finansowe;
- (4) unię monetarną – w której wprowadza się już wspólną walutę, tworzy wspólny bank centralny i prowadzi jednolitą politykę pieniężną<sup>119</sup>.

Już z rysunku 4 można było wywnioskować, że integracja (unia) monetarna jest pojęciem węższym niż integracja (unia) ekonomiczna. Ta ostatnia bowiem łączy w sobie procesy realnego scalania się, a więc powstaje na gruncie przepływu towarów i czynników produkcji, oraz integrację monetarną, czyli znoszenie barier dla przepływu kapitału, pozwalając i wręcz wymagając mniejszej lub głębszej koordynacji polityki pieniężnej, kursowej oraz fiskalnej (budżetowej). Uzyskanie jednak poprawy dobrobytu integrujących się ekonomicznie krajów i narodów uzależnione jest w istocie od pełniejszego zharmonizowania całej polityki gospodarczej, w tym także rolnej<sup>120</sup>. Od razu trzeba też tu powtórzyć, że w ostateczności sukces integracji ekonomicznej w pewnym momencie znów w największym stopniu zdeterminowany będzie gotowością zaangażowanych w nią krajów i narodów do pogłębienia integracji politycznej. Bez tego efekty alokacyjne, akumulacyjne (stymulowanie wzrostu i rozwoju społeczno-ekonomicznego przez powiększanie szeroko rozumianych zasobów) i lokalizacyjne (przyspieszenie inwestycji oraz tworzenie tzw. efektów sieciowych postępu technicznego) oraz katalizujące i pośrednie (rozwój finansowy

---

<sup>119</sup> Bukowski I.S., *Strefa euro*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.

<sup>120</sup> Bożyk P., Misala J., *Integracja ekonomiczna*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003.

i instytucjonalny, dyscyplina makroekonomiczna, lepsze zarządzanie i nadzór korporacyjny itd.) integracji ekonomicznej będą niższe w porównaniu do sytuacji ugrupowania przekształconego w federację państw<sup>121</sup>. Okoliczność powyższą trzeba cały czas uwzględniać, gdy porównuje się np. dokonania UE i USA. Porównanie to sugeruje także, że w przypadku Unii można mówić co najwyżej o niepełnej integracji ekonomicznej i walutowej. Z kolei Stany są przykładem, gdzie integracja ekonomiczno-walutowa została zwieńczona powstaniem unii politycznej.

### 3.1. Teoria optymalnych obszarów walutowych

Koncepcja ta pojawiła się w latach 60. ub. wieku, kiedy to R.A. Mundell opublikował swą słynną pracę, którą później (lata 70.) rozwinął, a całość jego dokonań w tej dziedzinie była podstawą przyznania mu w 1999 r. nagrody Nobla z ekonomii<sup>122</sup>. Optymalny obszar walutowy (*OCA – optimum currency area*) wg Mundella to zdolność do stabilizacji zarówno cen, jak i zatrudnienia, i co równie ważne, bez konieczności odwoływania się do instrumentów polityki pieniężnej i/lub fiskalnej<sup>123</sup>. Oznacza to, że przywracanie równowagi w takim obszarze odbywa się w sposób automatyczny. Swoje rozważania modelowe dla dwóch różnych krajów Mundell rekapitułuje wnioskiem, iż automatyczne zapobieganie bezrobociu i inflacji wymaga mobilności czynników produkcji w integrującym się ugrupowaniu, niezależnie od tego, czy funkcjonuje w nim jedna waluta, czy kilka walut. Stąd też dalej przyjmował, że jakiś obszar walutowy jest optymalny wtedy, gdy kraje do niego należące mają ustalony płynny kurs walutowy wobec walut krajów trzecich i istnieje wewnątrzobszarowa mobilność czynników, ale brak takowej w stosunku do krajów trzecich. Nie wchodząc w szczegóły, bardzo łatwo w warunkach globalizacji podważyć założenie braku mobilności zewnętrznej czynników produkcji, kiedy to powszechne stały się delokalizacja i *offshoring* (raje podatkowe). Mobilność wg Mundella ma odbywać się w sposób bezkolizyjny, co powinno stać się substytutem dostosowań kursowych i w zakresie płac realnych. Zgodnie z wywodami Mundella optymal-

---

<sup>121</sup> Krugman R.P., Obstfeld M., *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007; Misala J., *Współczesne teorie wymiany międzynarodowej i zagranicznej polityki ekonomicznej*, SGH, Warszawa 2001.

<sup>122</sup> Mundell R.A., *A theory of optimum currency areas*, „American Economic Review”, vol. 51, 1961; Mundell R.A., *Uncommon arguments for common currencies*, [in:] Johnson H. G., Svoboda A.K. (Eds.), *The Economics of Common Currencies: Proceedings of the Madrid Conference on Optimum Currency Areas*, Allen & Unwin, London 1973.

<sup>123</sup> Bukowski I.S., op. cit; De Grauwe P., *Unia walutowa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003; Lachowicz P., *Koncepcja wspólnych obszarów walutowych*, „Bank i Kredyt”, nr 2, 2008.

nym obszarem walutowym na dobrą sprawę jest tylko cały świat, gdyż wtedy dopiero znikają koszty wymiany walut. Optymalny obszar nie może być też zbyt mały, bo inaczej związki zawodowe nie będą chciały zaakceptować dostosowań płacowo-cenowych jako instrumentu przywracającego równowagę zamiast zmian płac realnych w wyniku zmian kursu walutowego<sup>124</sup>.

Teoria Mundella stała się przedmiotem wielostronnej analizy. P. de Grauwe (2003) doszedł np. do wniosku, że zastąpienie założenia o sztywności płac założeniem o ich elastyczności prowadzi do innego mechanizmu przywracającego równowagę, tj. poprzez zmiany zagregowanej podaży w jednym z dwóch rozważanych przez Mundella krajów<sup>125</sup>. Z kolei W.H. Buiter (1995) dowiódł, iż nie występuje w obszarze walutowym substytucja między wewnętrzną mobilnością siły roboczej a elastycznością rynku pracy i elastycznością płac<sup>126</sup>. Mobilność samej siły roboczej ma być instrumentem przywracania równowagi długookresowej, zaś w okresie krótkim do uzyskania efektów stabilizacyjnych potrzebna jest jeszcze dodatkowo co najmniej elastyczność rynków pracy i płac. Najdalej jednak w krytyce Mundellońskiego założenia o automatycznej mobilności siły roboczej i kapitału, z obszarów o wyższych ich kosztach jednostkowych do obszarów, gdzie te koszty są niższe, poszli J. Presley i G.R.J. Dennis (1976)<sup>127</sup>. Niepełna mobilność powyższych czynników ma wynikać z następujących powodów:

- źródłem nierównowagi nie są tylko różnice kosztów jednostkowych pracy i kapitału,
- pracobiorcy nie zawsze wykazują chęć do przemieszczania się w poszukiwaniu pracy, gdyż liczą np., iż poprawi się sytuacja na rynku lokalnym. Nie bez znaczenia są tu też bariery językowe i kulturowe oraz różnice w kwalifikacjach,
- istnieć mogą rezerwy skali, co w jakimś kraju może zredukować koszty jednostkowe, a w innym trzeba będzie zredukować rozmiary działalności, co doprowadzi w nim do wzrostu kosztów jednostkowych,
- kraje tworzące wspólny obszar walutowy mogą wykazywać różnice technik wytwórczych w zakresie ich praco- i kapitałochłonności,
- przepływy kapitału uwzględniają międzynarodowe zróżnicowanie jego podaży i popytu, ale też i oczekiwaną rentowność oraz prawdopodobne ryzyko.

---

<sup>124</sup> Bukowski I.S., op. cit.

<sup>125</sup> De Grauwe P., op. cit.

<sup>126</sup> Lachowicz M., op. cit.

<sup>127</sup> Bukowski I.S., op. cit.; Lachowicz M., op. cit.

Jak z powyższej listy wynika, pełnej, bezkolizyjnej mobilności pracy i kapitału przeszkadza cały szereg barier i tarć, które już wcześniej scharakteryzowano, zajmując się niepełną integracją rynków finansowych w Unii Europejskiej (rozdział pierwszy i drugi).

Drugim niekwestionowanym badaczem, który wniósł istotny wkład w rozwój teorii optymalnych obszarów walutowych, był J.R. McKinnon<sup>128</sup>. W swej równie słynnej pracy z 1963 r. skoncentrował się jednak na efektywnej polityce fiskalnej i pieniężnej, definiując jednocześnie optymalny obszar walutowy jako taki, w którym kurs walutowy płynny zewnętrznie wraz z ww. rodzajami polityki pozwalać może osiągnąć trzy cele:

- pełne zatrudnienie (równowaga wewnętrzna),
- stabilny poziom cen wewnętrznych (równowaga wewnętrzna),
- zrównoważenie bilansu płatniczego (równowaga zewnętrzna)<sup>129</sup>.

Realizacja powyższych celów powinna sprzyjać poprawie alokacji zasobów produkcyjnych i w konsekwencji powiększać też dobrobyt.

Kluczowym warunkiem optymalności obszaru walutowego u McKinnona jest wysoki stopień otwartości zewnętrznej integrujących się krajów, tudzież regionów. Jako miernik stopnia otwartości McKinnon przyjmuje relację dóbr wymienialnych (eksportowanych i importowanych) do dóbr niewymienialnych na rynkach międzynarodowych. Ogólnie, im wyższy jest powyższy stosunek, tym korzyści z utworzenia obszaru walutowego są większe. Innymi słowy, im niższa jest ta relacja, tym wyższe korzyści tak charakteryzujący się kraj (region) odniesie z przystąpienia do obszaru walutowego. Trzeba jednak pamiętać, że w sytuacji szerokiego otwarcia się danej gospodarki na zewnętrzne przepływy towarowe płynny kurs nie wystarczy, by osiągnąć stabilność cen wewnętrznych. Musi być on usztywniony wobec innej waluty albo walutę krajową trzeba zastąpić wspólną walutą, a politykę fiskalną i pieniężną wystarczająco zaostrzyć, by nieco w ten sposób ograniczyć konsumpcję wewnętrzną. W warunkach rosnącej otwartości na zewnętrzne przepływy towarowe poprawić się ma bowiem skuteczność polityki fiskalnej i pieniężnej, co wymaga właśnie mniejszego poświęcenia konsumpcji wewnętrznej w celu przywrócenia równowagi zewnętrznej. Jeśli ulegnie jednak zachwianiu równowaga zewnętrzna (pogorszy się saldo bilansu płatniczego), dostosowanie powinno polegać wówczas na ograniczeniu importu i zwiększeniu eksportu oraz niewielkim i raczej przejściowym wzroście bezrobocia w sektorze dóbr niewymienialnych. Do tego ostatniego należy prze-

---

<sup>128</sup> Ibidem.

<sup>129</sup> McKinnon R.J., *Optimum Currency Areas*, „American Economic Review”, vol. 53, 1963; McKinnon R.J., *Optimum Currency Areas and key currencies: Mundel I versus Mundel II*, „Journal of Common Markets Studies”, vol. 42, 2004.

ważająca część produkcji rolniczej. Z drugiej natomiast strony w wyniku powyższego dostosowania czynniki produkcji powinny przepływać z sektora dóbr niewymienialnych do sektora dóbr wymienialnych. Pojawia się tu jeszcze jedna interesująca zależność: im mniejszy jest sektor dóbr niewymienialnych, tym mniejsza jest niezbędna redukcja wydatków, zatrudnienia i produkcji, by równowaga zewnętrzna została przywrócona. Inaczej mówiąc, wtedy to rośnie skuteczność tego typu dostosowań.

Jak widać, u McKinnona – w przeciwieństwie do Mundella – mobilność czynników produkcji pojawia się w konwencji realokacji międzygałęziowej, a nie geograficznej (przestrzennej). Należy dodać, że mobilność ta rośnie, gdy wzrasta wolumen handlu między krajami tworzącymi wspólny obszar walutowy. Cały czas trzeba mieć jednak świadomość, że mobilność międzygałęziowa w rzeczywistości ograniczana jest znów występowaniem różnego typu barier.

P.B. Kenen to trzeci badacz, którego wkład w wyjaśnienie istoty i warunków niezbędnych do tego, by określony obszar walutowy uznać za optymalny, jest niepodważalny<sup>130</sup>. Jądrzem rozważań Kenena jest dywersyfikacja gospodarki, wyrażająca się w strukturze jej eksportu. Im jest ona bardziej zróżnicowana, tym rzadziej trzeba się ex ante uciekać do zmian kursowych, by utrzymać równowagę zewnętrzną. Wtedy też dużo łatwiej jest zachować sztywne kursy walutowe i utworzyć większy optymalny obszar walutowy, a szoki dotyczące konkretnych sektorów są łatwiej absorbowalne, przez co rośnie też stabilność makroekonomiczna.

Według Kenena optymalność obszaru walutowego uwarunkowana jest nie tylko mobilnością czynników produkcji geograficzną (jak u Mundella) i międzygałęziową (co postulował McKinnon), ale także zawodową. Warto przy tym zauważyć, że wszyscy trzej wymienieni do tej pory badacze zajmują się wyłącznie mobilnością pracy i kapitału, w ogóle pomijając czynnik ziemi, chociaż można wywnioskować, że traktują ją jako składnik kapitału. W dostępnych źródłach trudno dociec, dlaczego takie podejście się stosuje. Wydaje się, że jest to pochodną rozumienia przez nich równowagi gospodarczej, gdzie ziemia się nie pojawia. Innym wytłumaczeniem może być to, że rolnictwo, a więc sektor oparty bardzo silnie o użytkowanie ziemi, w analizowanych przez nich krajach z reguły odgrywał marginalną rolę makroekonomiczną. W kontekście problematyki rolniczej bardzo interesujące są jednak poglądy McKinnona dotyczące znaczenia sektora dóbr niewymienialnych dla tworzenia optymalnych obszarów walutowych i efektywnego funkcjonowania unii monetarnych.

---

<sup>130</sup> Kenen B.P., *The theory of optimum currency areas: an eclectic view*, [in:] Mundell R.A., Svoboda A.K. (Eds.), *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago 1969.

Kenen prezentował bardzo interesujące poglądy na temat polityki gospodarczej w obrębie obszaru walutowego. Otóż, opowiadał się za jednolitą polityką pieniężną i fiskalną (*single monetary-fiscal policy*), scentralizowaną na poziomie ponadnarodowym. W ślad za tym logicznym już jest jego opowiedzenie się za wspólną walutą w obszarze walutowym, gdyż dużo łatwiej wtedy niż w systemie wielowalutowym z kursem usztywnionym wobec walut trzecich utrzymać równowagę zewnętrzną (powszechnie mierzona w komentowanych tu badaniach saldem rachunku bieżącego, będącego różnicą między produkcją krajową a wydatkami krajowymi). Wspólna waluta eliminowałaby też pokusę krajów tworzących wspólny obszar do stosowania jej dewaluacji jako instrumentu przywracania równowagi zewnętrznej i poprawiania konkurencyjności gospodarki. By jednak móc pomagać krajom członkowskim pokonywać rozmaite szoki, musiałby istnieć organ ponadnarodowy kierujący polityką fiskalną, który dysponowałby możliwością dokonywania międzyregionalnych transferów. Chodzi tu o rozwiązanie znane w literaturze jako federalizm fiskalny, a więc wspieranie przez kraje (regiony) o dobrej kondycji makroekonomicznej obszarów recesyjnych i przeżywających rozmaite wstrząsy. Najlepiej mechanizm powyższy funkcjonuje w USA, Kanadzie i Australii. Do powyższego mechanizmu nawiązuje też konstrukcja unijnych funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności, które przy bliższej analizie są faktycznie międzyregionalnymi transferami dochodów podatkowych<sup>131</sup>.

Z dotychczasowych rozważań jasno wynika, że brakuje ogólnie przyjętej definicji optymalnego obszaru walutowego. Nie ma też zamkniętej listy warunków koniecznych i wystarczających, by jakiś obszar walutowy można było uznać za w pełni optymalny. Tym niemniej próby jej sporządzania są podejmowane. Poniżej przedstawiono propozycję B. Budry i Ch. Wyplosza z 1995 r.<sup>132</sup>. Optymalny obszar walutowy powinien łącznie odznaczać się:

- **małą asymetrią szoków dotyczących jego członków.** Zasadniczo chodzi tu o szoki (wstrząsy) asymetryczne, a więc rozmaicie dotykające kraje (regiony) tworzące wspólny obszar walutowy. Ich źródłem są międzykrajowe różnice rozwojowe, sztywności rynków i bariery dla mobilności czynników produkcji. W konsekwencji utrudniany jest proces konwergencji (upodabniania się) członków unii walutowej oraz dobór polityki makroekonomicznej odpowiedniej dla każdego z nich z osobna<sup>133</sup>.

---

<sup>131</sup> Demyank Y., Volosovych V., *op. cit.*

<sup>132</sup> Przedstawia się ją w oparciu o pracę M. Lachowicza, *op. cit.*

<sup>133</sup> Borowski J., *Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt”, nr 11/12, 2001.

- **znaczną elastycznością rynków pracy (łącznie obejmującą elastyczność płac i mobilność siły roboczej).** Już „klasycy” teorii optymalnego obszaru walutowego warunek ten powszechnie wymieniali, ale polskie, a tym bardziej jeszcze unijne, doświadczenia pokazują, jak trudno jest go spełnić w praktyce.
- **wysokim stopniem integracji finansowej.** Wyżej również sygnalizowano ważność pełnej mobilności kapitału dla sukcesu unii walutowej. Z rozważań zaprezentowanych w rozdziale pierwszym niniejszej pracy jasno wynikało też, że warunkiem przyspieszenia mobilności kapitału jest pogłębienie stopnia integracji rynków finansowych krajów tworzących jakąś formę wspólnego działania. Teraz rozważania te możemy już skonkretyzować w odniesieniu do efektywności funkcjonowania wspólnego obszaru walutowego.

P. de Grauwe dowodzi, że integracja finansowa jest ważna dla powodzenia unii walutowej, gdyż poprzez mechanizmy przestrzennej i międzygałęziowej alokacji kapitału i podziału ryzyka (*risk sharing*) ułatwia się absorpcję różnych szoków ekonomicznych, a asymetrycznych w szczególności<sup>134</sup>. Integracja finansowa powinna też prowadzić do redukcji ryzyka finansowego i inwestycyjnego. W tym ostatnim przypadku jej wkład w ogólny rozwój finansowy i społeczno-ekonomiczny ma polegać na eliminacji ryzyka kursowego. W konsekwencji inwestorzy będą się w swoich decyzjach kierować relacjami czyste ryzyko – stopa zwrotu z aktywów. Jak widać, w tej sytuacji to integracja walutowa wspiera integrację finansową, szczególnie silnie, gdy eliminacji ryzyka kursowego towarzyszy znoszenie barier dla przepływu kapitału.

Z kolei S.I. Bukowski zauważa, iż integracja finansowa w długim okresie prowadzić powinna do zrównania się stóp procentowych i cen aktywów finansowych, co bez wątplenia usprawni funkcjonowanie unii walutowej, głównie przez uproszczenie zasad prowadzenia polityki pieniężnej i fiskalnej<sup>135</sup>. Dalej Bukowski dowodzi, powołując się m.in. na pracę C.J. Ingrama z 1962 r., iż integracja finansowa jest wręcz warunkiem optymalności obszaru walutowego. W tle bowiem pojawia się wówczas możliwość wyeliminowania dostosowań kursowych jako narzędzia absorbowania szoków ekonomicznych na rzecz stóp procentowych i przepływów kapitałowych.

- **wzajemna otwartość krajów.** Czynniki te są oczywiste w kontekście pojmowania unii walutowej jako najbardziej zaawansowanej formy integracji ekonomicznej. W tle tego warunku można też dopatrywać się pozytywnego wpływu liberalizacji handlowej na otwartość na zewnętrzne przepływy kapitału.

---

<sup>134</sup> De Grauwe P., op. cit.

<sup>135</sup> Bukowski I.S., op. cit.

- **rosnąca dywersyfikacja struktury produkcji i eksportu integrujących się krajów (regionów).** Zróżnicowanie gospodarek ma przeszkadzać specjalizacji, gdyż ta zwiększałaby ich podatność na szoki asymetryczne, a te z kolei utrudniałyby przywracanie równowagi w unii monetarnej za pomocą stóp procentowych, ruchu kapitału i ewentualnie międzykrajowych oraz międzyregionalnych transferów fiskalnych.
- **zbliżone tempo zmian cen (inflacji) i podobne preferencje członków unii walutowej odnośnie inflacji.** Stan taki niepomrotnie ułatwia prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej a także fiskalnej. Ta ostatnia jednak nie musi być scentralizowana, jak ma to miejsce np. w Eurolandzie, lecz powinna być wtedy co najmniej koordynowana. Zbliżony poziom inflacji i preferencji do niej się odnoszących koordynację taką ułatwia. Trzeba dodać, że chodzi tu o inflację pożądaną dla danej gospodarki, a więc uwarunkowaną i historyczną, i jej potrzebami, a nie o inflację narzuconą urzędowo (np. w projekcjach budżetowych).
- **mała zmienność realnego kursu walutowego.** Należy tu wyjaśnić, że w najprostszym ujęciu realny kurs walutowy określa się poniższym wyrażeniem:

$$Q = \frac{E \times P_Z}{P_E}$$

gdzie:

$Q$  – realny kurs walutowy

$E$  – nominalny (bieżący) kurs walutowy

$P_Z$  – poziom cen za granicą

$P_E$  – krajowy poziom cen<sup>136</sup>

W praktyce wspólnego obszaru walutowego może się zdarzyć tak, że w jednych krajach realny kurs wspólnej waluty ulega deprecjacji, a w innych aprecjacji. W ślad za tym zmieniają się warunki konkurencji poszczególnych członków unii monetarnej na rynku wewnętrznym, a także na rynkach zagranicznych, tzn. kraje, w których realny kurs spada sztucznie i niezasłużenie, poprawiają swoją pozycję konkurencyjną, o ile nie zwiększa się w nich wydajność (produktywność) i wolumen eksportu. W powyższy sposób zaczyna się komplikować mechanizm przywracania równowagi makroekonomicznej w całej unii monetarnej.

Przedstawione dotychczas rozważania na temat optymalnego obszaru walutowego i kryteriów optymalności mieszczą się w nurcie określanym przez S.I. Bukowskiego jako egzogeniczny, tzn. bazującym na przeszłości i zewnętrz-

---

<sup>136</sup> Krugman R.P., Obstfeld M., op. cit.



ności (zadaniu z góry) powyższych kryteriów<sup>137</sup>. Sam Bukowski prezentuje jeszcze odmienny punkt widzenia na analizowane tu kwestie, określane w literaturze jako hipoteza endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Sformułowali ją J.E. Frankel i A. Rose najpierw w pracy opublikowanej w 1997 r., a później jeszcze uogólnionej w artykule z 1998 r.<sup>138</sup>. Zgodnie z tradycyjnym pojmowaniem endogeniczności Frankel i Rose przyjmują, że historyczne kryteria orzekania o optymalności jakiegoś obszaru walutowego są mało przydatne. Kraje (regiony) go tworzące z reguły wykazują mniejsze lub większe zróżnicowanie, a w ślad za tym różnią się przebiegiem cyklu koniunkturalnego i reakcją na szoki ekonomiczne. Te ostatnie zazwyczaj mają charakter specyficzny dla każdego kraju, a więc i implikują asymetryczność odpowiedzi na nie. W takich to warunkach dopiero utworzenie unii walutowej stwarza podstawę do jej optymalizacji, a więc i konwergencji (zbieżności) gospodarek (regionów) oraz synchronizacji przebiegu cykli koniunkturalnych.

Frankel i Rose nie są jednak w pełni konsekwentni w kwestionowaniu egzogenicznych kryteriów optymalności obszaru walutowego, gdyż w ich koncepcji ważne miejsce zajmuje otwartość handlowa integrujących się gospodarek. To głównie za sprawą utworzenia unii walutowej handel między jej członkami rośnie. Jednak dla uzyskania optymalności unii najważniejsza jest wymiana wewnątrzgałęziowa, gdyż sprzyja ona synchronizacji cykli koniunkturalnych, a to z kolei zwiększa zdolność absorbowania i neutralizowania szoków ekonomicznych w ramach całego ugrupowania. Z uwagi na wspomnianą specyficzność szoków ekonomicznych handel międzygałęziowy raczej powinien utrudniać dochodzenie unii do optymalności. Jedną z najważniejszych rekomendacji płynących z hipotezy endogeniczności Frankela i Rose'go jest uzasadnienie dla celowości prowadzenia narodowej (autonomicznej) polityki pieniężnej przez członków unii walutowej, których cykle koniunkturalne są jeszcze słabo skorelowane z cyklami członków o wysokim ich wzajemnym skorelowaniu (por rysunek 4). Innymi słowy, unia walutowa może odnieść sukces nawet, gdy integrują się w niej kraje o bardzo zróżnicowanych charakterystykach makroekonomicznych. Byłaby to bardzo optymistyczna wiadomość np. dla naszego kraju, o ile hipoteza endogeniczności zostanie empirycznie udowodniona. Jak na razie potwierdzenia takiego brakuje. W konsekwencji akcesja nowych członków UE do strefy euro odbywa i prawdopodobnie odbywać się będzie, nadal w oparciu o odpowiednio przetworzone egzogeniczne kryteria optymalności (Traktat z Maastricht, Pakt Stabilności i Wzrostu). Przyjęcia natomiast propozycji Frankela

---

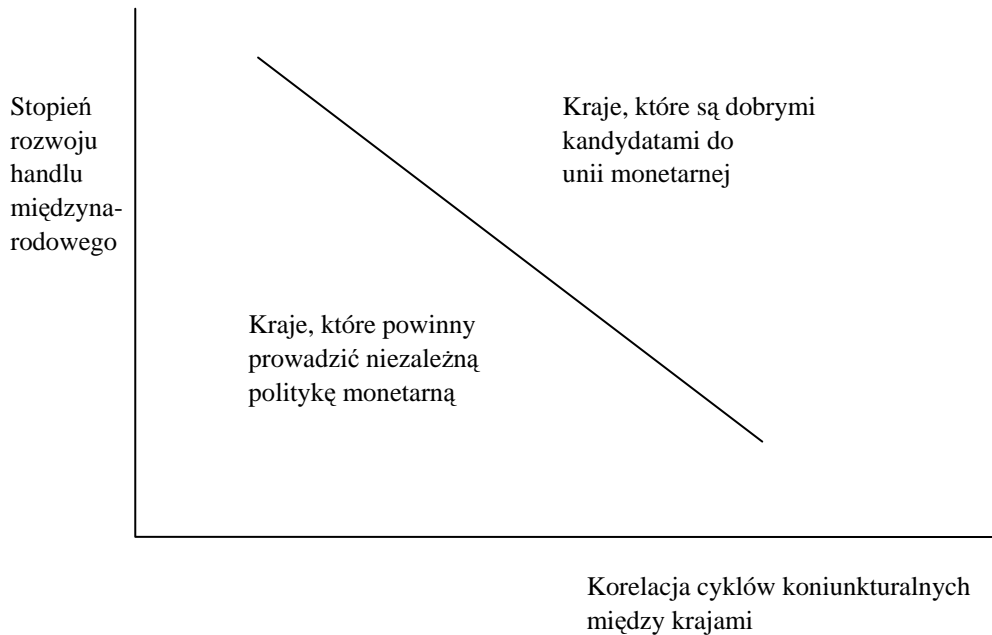
<sup>137</sup> Bukowski I.S., op. cit.

<sup>138</sup> Frankel E.J., Rose A., *The endogeneity of the optimum currency area criteria*, „Economic Journal”, vol. 108, 1998.

i Rose'go oznaczałoby, iż kryteria polityczne akcesji do unii monetarnej przeważałyby nad kryteriami konwergencji nominalnej i realnej.

Rysunek 4

Istota hipotezy endogeniczności kryteriów optymalności  
obszaru walutowego Frankela i Rose'go



Źródło: Bukowski I. S., *op. cit.*

Na koniec tej części rozważań należy przypomnieć, że globalizacja ekonomiczna, a w tym głównie finansowa będzie modyfikować dotychczasowe ustalenia. Jak to pokazują m.in. P.R. Krugman i M. Obstfeld oraz M.A. Kose et al., wysoka mobilność kapitału – jeden z głównych atrybutów i przejawów globalizacji finansowej – przy jednoczesnej niskiej mobilności czynnika pracy może wręcz destabilizować gospodarki słabszych krajów unii monetarnej, nie wspominając już o trwałym zagrożeniu w postaci rosnącej kruchości finansowej<sup>139</sup>. W tym samym kierunku oddziaływać może selektywna mobilność siły roboczej (najchętniej przemieszczają się ludzie najbardziej wykształceni, przedsiębiorczy i rzetelni), delokalizacja i *offshoring* (raje podatkowe).

<sup>139</sup> Krugman R.P., Obstfeld M., *op. cit.*; Kose A.M., Prasad E., Rogoff K., Wei J.S., *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Working Paper, August 2006.

### 3.2. Analiza kosztów i korzyści z uczestnictwa w obszarze walutowym i unii monetarnej

Problemy z definiowaniem optymalnego obszaru walutowego i wciąż niezamknięta lista kryteriów jego wyodrębniania oraz brak jednoznacznego potwierdzenia prawdziwości hipotezy endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego skłoniły wielu badaczy do patrzenia na problemy integracji monetarnej pod kątem korzyści i kosztów z nią związanych (*ang. cost-benefit analysis*). Ewolucję poglądów w ramach tego nurtu badań przedstawi się poniżej głównie na podstawie dwóch wcześniej przywołanych prac S.I. Bukowskiego<sup>140</sup>.

H.G. Grubel w publikacji z 1970 r. skoncentrował się na dwu kwestiach:

- (1) zmianach instytucjonalnych niezbędnych dla powstania unii monetarnej,
- (2) metodologii porównywania kosztów i korzyści przystępowania do wspólnego obszaru walutowego.

Jeśli chodzi o kwestię pierwszą, to trzeba zauważyć, że Grubel opowiada się jednoznacznie za scentralizowaniem polityki pieniężnej i fiskalnej na poziomie ponadnarodowym. Równocześnie jednak dopuszcza istnienie pewnego marginesu dla podejmowania autonomicznych decyzji narodowych (poziom i struktura wydatków budżetowych, rodzaje i stawki podatków będących dochodami budżetu centralnego, niektóre elementy polityki handlowej).

Każdorazowo decyzja o przystąpieniu do unii monetarnej powinna być podjęta, jeśli korzyści z tego są większe niż koszty. Narzędziem bardzo pomocnym w takiej decyzji może być funkcja dobrobytu o następującej postaci:

$$D = D(Y_r, S_y, N_i)$$

gdzie:

$D$  – dobrobyt

$Y_r$  – poziom realnego dochodu narodowego

$S_y$  – stabilność dochodu w czasie

$N_i$  – poziom narodowej niezależności ekonomicznej

W warunkach idealnych unia monetarna powinna przynosić następujące efekty:

- dochód realny jej uczestników powinien wzrosnąć z tytułu większego wolumenu obrotów towarowych, specjalizacji, redukcji niepewności i kosztów jednostkowych, zniknięcia kosztów wymiany (gdy przyjęto wspólną walutę),

---

<sup>140</sup> Bukowski I.S., op. cit.

- lepszą alokację kapitału na skutek eliminacji ryzyka kursowego,
- większą stabilność cen z tytułu wzrostu udziału dóbr niewymienialnych i mniejszych wahań kursu wspólnej waluty (lub usztywnionych wzajemnie walut w unii) wobec walut krajów trzecich.

G.E. Wood (1973) do powyższych korzyści dołączył jeszcze spadek stanu rezerw walutowych niezbędnych do sprawnego i bezpiecznego funkcjonowania obrotów zagranicznych, którego źródłem ma być wzrost samowystarczalności członków unii, a więc przewaga w niej obrotów i rozliczeń wewnętrznych.

Z kolei w pracy z 1977 r. Grubel doprecyzował swoje poglądy odnośnie skutków przyjęcia scentralizowanej polityki pieniężnej i fiskalnej na poziomie ponadnarodowym, podkreślając, że ich ogólnounijna optymalność – wyrażana w odpowiedniej kombinacji zmiennych fiskalnych i monetarnych (*policy mix*) – może oznaczać suboptymalność albo wręcz nieoptymalność w przypadku niektórych członków. Dla części z nich lepszym rozwiązaniem mogłoby być zatem pozostawanie poza unią.

G. Magnifiso (1971) zajął się problemem kształtowania się inflacji w krajach tworzących unię monetarną. Wg tego badacza ponadnarodowa jednolita polityka ekonomiczna (*policy mix*) może doprowadzić do pojawienia się różnych stóp inflacji w ramach unii, a więc narusza jeden z warunków jej optymalności. Problem w praktyce komplikuje się przez to, że każdy kraj może mieć odmienną skłonność do inflacji, wynikającą z czynników przeszłych i właściwych dla niego wyzwań rozwojowych. W konsekwencji członkowie unii powinni prowadzić w jakimś stopniu autonomiczne polityki gospodarcze, co jednak kłóci się także z kryteriami optymalności obszaru walutowego. Nieuchronne stają się zatem straty dobrobytu.

Niewątpliwie duży wkład w bilansowanie kosztów i korzyści z wprowadzenia wspólnej waluty wniósł P. de Grauwe<sup>141</sup>. Po pierwsze, zauważył, że inaczej do tego problemu podchodzą monetaryści, a inaczej zwolennicy teorii keynesowskiej. Monetaryści generalnie uważają, że zmiany kursu walutowego nie są zbyt efektywnym narzędziem niwelowania różnic między krajami. Wg nich korzyści z integracji monetarnej nad jej kosztami przeważają już nawet przy niewielkiej otwartości zewnętrznej. Innymi słowy, dla większości krajów jest opłacalne zastąpienie pieniądza krajowego pieniądzem o większym znaczeniu ekonomicznym i zasięgu geograficznym. Keynesiści natomiast traktują kurs walutowy jako bardzo ważny instrument przywracania równowagi zewnętrznej w świecie zdominowanym przez sztywne płace i ceny oraz niską mobilność siły roboczej. Zgodnie z tym korzyści netto zastąpienia pieniądza krajowego inną

---

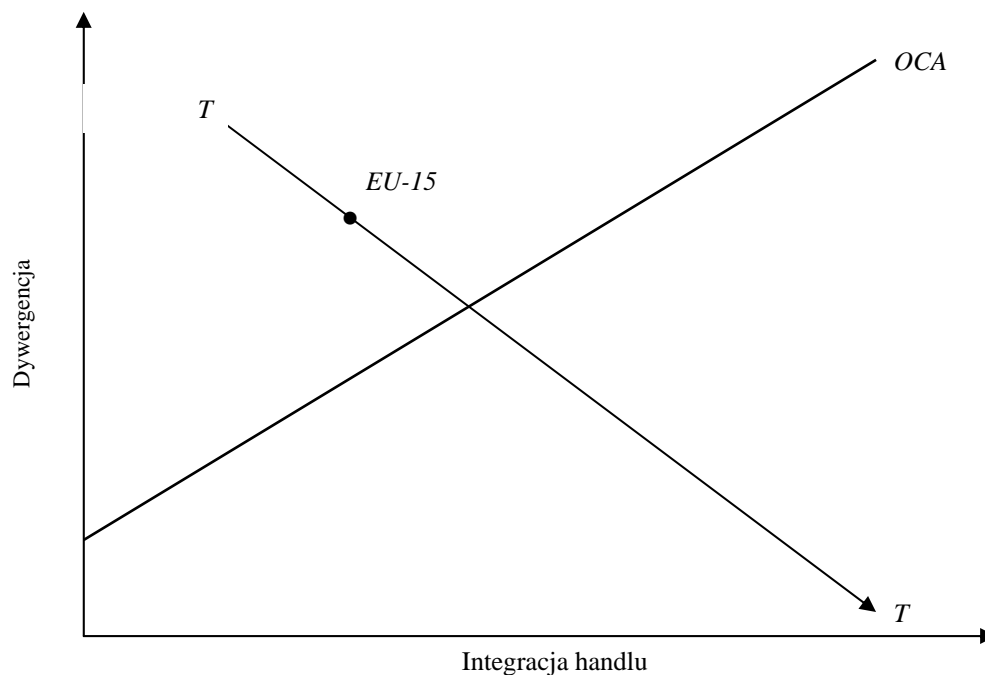
<sup>141</sup> De Grauwe P., op. cit.

walutą (niekiedy wręcz wspólną) pojawiają się dopiero wtedy, gdy otwartość zewnętrzna będzie wysoka. Inaczej mówiąc, niewiele jest krajów mogących tworzyć optymalne obszary walutowe, a nawet duże z nich osiągałyby wyższy dobrobyt, gdyby pozostały przy dotychczasowej walucie. Można to ująć też tak, że lepszym rozwiązaniem może być wielostopniowa integracja monetarna niż łączenie jednoczesne bardzo zróżnicowanych gospodarek. Mniej więcej w ten sposób powiększa się strefa euro.

Po drugie, de Grauwe rozszerza ramy analizy wpływu zróżnicowania stóp inflacji na optymalność unii monetarnej i relacje między scentralizowaną, ponadnarodową polityką ekonomiczną a krajowymi (regionalnymi) jej wariantami. Z reguły bywa tak, że kraje rozwinięte mają niższą inflację, natomiast inaczej kształtuje się ona w krajach słabiej rozwiniętych. W tych ostatnich może się przy tym zdarzyć, że tańszym rozwiązaniem jest uzyskiwanie dochodów budżetowych przez powiększenie inflacji niż wzrost podatków. Chcąc jednak przystąpić do unii monetarnej, kraj noszący się z takim zamiarem będzie musiał zredukować swoją inflację. W przypadku napięć budżetowych jako niezbędne dostosowanie fiskalne, by spełnić kryteria przyjęcia do unii, może pojawić się konieczność podniesienia podatków. Wskutek tego w kraju pretendującym do unii może zmniejszyć się wzrost gospodarczy i dobrobyt. Sytuacja w praktyce jeszcze może się zaostrzyć, bo kraje słabiej rozwinięte mają zazwyczaj mniejsze zdolności absorbowania i neutralizowania szoków ekonomicznych, a asymetrycznych w szczególności. Dzieje się tak m.in. z powodu często większej w nich sztywności cen i płac oraz mniejszej mobilności siły roboczej.

Po trzecie, de Grauwe ustosunkował się również do analizy korzyści i kosztów z przystąpienia do unii walutowej w zależności od długości rozpatrywanego okresu. Trzeba zacząć od tego, że nie ma tu zgodności stanowisk. Oś sporu dotyczy zależności między integracją ekonomiczną a pojawieniem się szoków asymetrycznych. Z jednej strony mamy stanowisko Komisji Europejskiej, która przyjmuje, że szoki popytowe w unii walutowej będą rzadsze, gdyż integrujące się kraje zwiększają wzajemne obroty handlowe, głównie o charakterze wewnątrzgałęziowym. Dążenie do uzyskania korzyści skali i niedoskonała konkurencja powodują, że handluje się takimi samymi rodzajami produktów. W ślad za tym KE zakłada, że reakcje konsumentów i zagregowanego popytu na szoki stają się podobne. W ten sposób szoki asymetryczne mają stawać się coraz bardziej symetryczne, czyli jednakowo dotykające wszystkich członków unii walutowej. De Grauwe w tym momencie rozszerza jeszcze ramy analizy, wprowadzając zmienność stopnia dywergencji krajów tworzących wspólny obszar walutowy. Pełny wywód prezentowany jest graficznie (rysunek 5).

## Pogląd Komisji Europejskiej na unię walutową



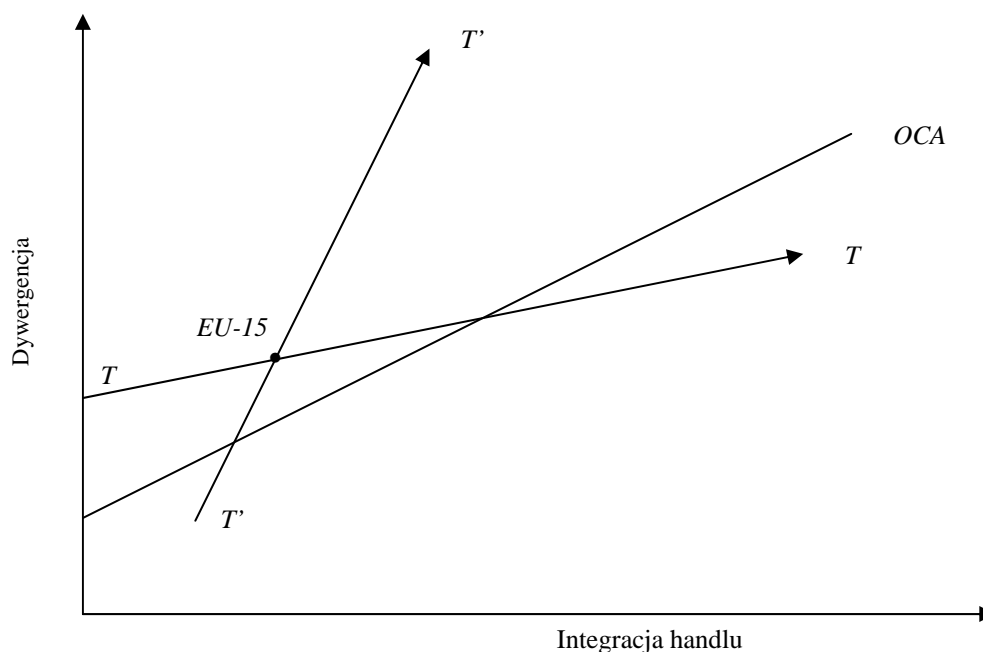
Oznaczenia w tekście.

Źródło: De Grauwe P., *op. cit.*

Linia TT oznacza, iż większej integracji handlu (np. mierzonej udziałem obrotów wzajemnych w PKB) odpowiada mniejsza dywergencja (rozbieżność) produkcji i zatrudnienia członków unii, a więc ich gospodarki się upodabniają, czyli są mniej też narażone na szoki asymetryczne. Z kolei linia OCA to taka kombinacja integracji i dywergencji, w której korzyści z unii walutowej równają się jej kosztom, a więc korzyść netto jest zerowa. Staje się ona dodatnia dopiero na prawo od punktu przecięcia obydwu linii. Jest to tzw. strefa COA. Należy ją interpretować następująco: nawet gdy w okresie krótkim utworzenie unii monetarnej może być nieopłacalne, to w okresie długim może przynieść korzyści per saldo wszystkim jej członkom.

Konkurencyjnym stanowiskiem wobec Komisji Europejskiej jest koncepcja P.R. Krugmana. Ekonomista ten uważa, że większej integracji ekonomicznej towarzyszy wyższa koncentracja produkcji i specjalizacja krajów. W związku z tym stają się one bardziej narażone na szoki asymetryczne. Dlatego też nie może dziwić zupełnie inne nachylenie linii TT na rysunku 6. Oznacza ona przypadek, w którym pogłębienie się integracji ekonomicznej wprowadzie zwiększa dywergencję krajów unii i ich podatność na szoki asymetryczne, ale w pewnym momencie wszystkie kraje członkowskie mogą jednak odnieść korzyści netto.

## Pogląd Krugmana na unię walutową



Źródło: De Grauwe P., *op. cit.*

Istnieje jednak możliwość pojawienia się zależności oznaczonej linią T'T'. To przypadek bardzo pesymistyczny i zarazem osobliwy, tzn. wzrost więzi integracyjnych oddala nas od punktu osiągnięcia strefy OCA. Paradoksalnie, żeby osiągnąć korzyści netto z integracji monetarnej, należałoby najpierw zde-integrować wspólny obszar walutowy. Jak widać, stanowisko Krugmana jest bardzo poważnym wyzwaniem. Teoretycznie jest ono niesłychanie trudne do przyjęcia. Z drugiej natomiast strony istnieją pewne dowody empiryczne, szczególnie ze sfery wpływu integracji ekonomicznej na koncentrację i specjalizację produkcji, które by poglądy Krugmana wspierały. Trzeba jednak cały czas pamiętać, iż zaprezentowano tu tylko argumenty ekonomiczne na rzecz lub przeciwko integracji monetarnej. W praktyce istnieją jeszcze jej przesłanki polityczne, które mogą przeważać nad ekonomicznymi.

W.M. Corden i J.M. Fleming (1972) zajęli się problemem wpływu jednolitej polityki kursowej na kraje różniące się nastawieniami w zakresie regulowania swej równowagi zewnętrznej<sup>142</sup>. Gdyby dwa kraje, goszczący i potencjalny partner do unii walutowej, chciały się zintegrować monetarnie, musiałyby jednocześnie dewaluować lub rewaluować swoje waluty wobec

<sup>142</sup> De Grauwe P., *op. cit.*

reszty świata przed samym zawiązaniem unii. Prowadziłyby to w obydwu z nich do spadku dobrobytu. Jednak w zamian stopa inflacji zrównałaby się w nich, a więc spełniłyby jedno z kryteriów optymalności wspólnego obszaru walutowego. Mimo to byłyby one i tak dalekie od stanu równowagi wewnętrznej. Żeby ją osiągnąć, wybierałyby najodpowiedniejsze dla siebie kombinacje stopy bezrobocia i stawki płac. Tym samym oddalałyby się od optymalności obszaru walutowego. Jak to pokazują m.in. De Grauwe i Bukowski, w nawiązaniu do analiz A.M. El-Agrag'ego (1983, 1994, 1999), stanowisko Cordena i Fleminga co najwyżej może być do utrzymania w krótkim okresie, gdyż dotyczy w zasadzie pseudounii monetarnej, a więc przypadku, gdy usztywniono wzajemne kursy walutowe, dopuszczono swobodę przepływu kapitału i zobowiązano się do koordynacji polityki pieniężnej krajów członkowskich.

Niekwestionowany jest istotny dorobek P.R. Krugmana w zakresie analizy kosztów i korzyści utworzenia unii monetarnej<sup>143</sup>. Punktem wyjścia jego rozważań jest kategoria korzyści z tytułu efektywności pieniężnej (*ang. monetary efficiency gain*), a więc spadku niepewności, eliminacji ryzyka kursowego i kosztów wymiany walut oraz rozliczania i zabezpieczania transakcji walutowych. Jak wynika z rysunku 7, korzyści (linia GG) te rosną, gdy kraj pretendujący do unii jest z nią bardziej zintegrowany gospodarczo. Rzeczą ważną jest jednak, by pretendent dał solidne gwarancje, że utrzyma przez określony czas usztywniony kurs albo jego zmienność w ustalonym obszarze. Kraj aspirujący ma szansę importować niższą inflację, bo pogłębienie integracji ekonomicznej zazwyczaj skutkuje m.in. konwergencją cen. W praktyce nie jest to jednak tak oczywiste.

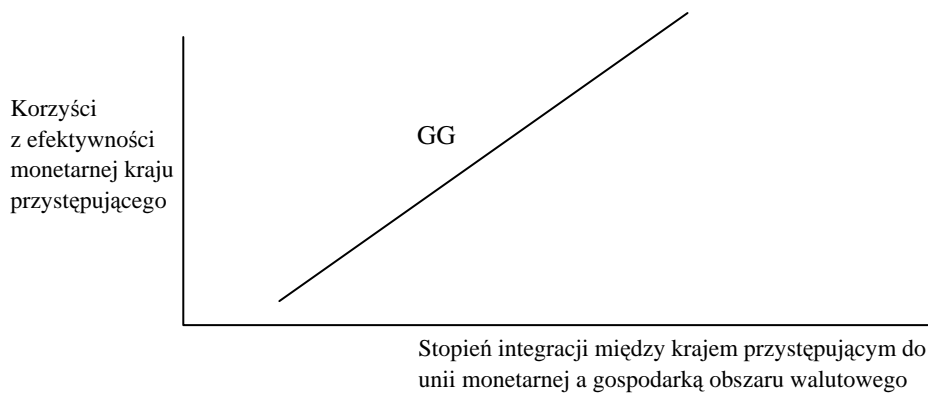
Przystąpienie do unii monetarnej oznacza także koszty dla kraju pretendenta. Ogólnie w literaturze określa się je jako koszty utraty stabilności gospodarczej (*ang. economic stability loss*) albo krótko stratą stabilizacyjną. Sprowadzają się one do utraty możliwości przywracania równowagi zewnętrznej za pomocą zmian kursu walutowego w warunkach pojawienia się szoków asymetrycznych. Jeśli np. w kraju aspirującym do unii, który związał już swoją walutę z walutą unii, pojawi się spadek zagregowanego popytu, to dostosowanie polegać będzie na pojawieniu się recesji, a więc spadną w nim ceny i płace. Przy okazji jednak pretendent uchroni się przed

---

<sup>143</sup> Krugman R.P., Obstfeld M., op. cit.



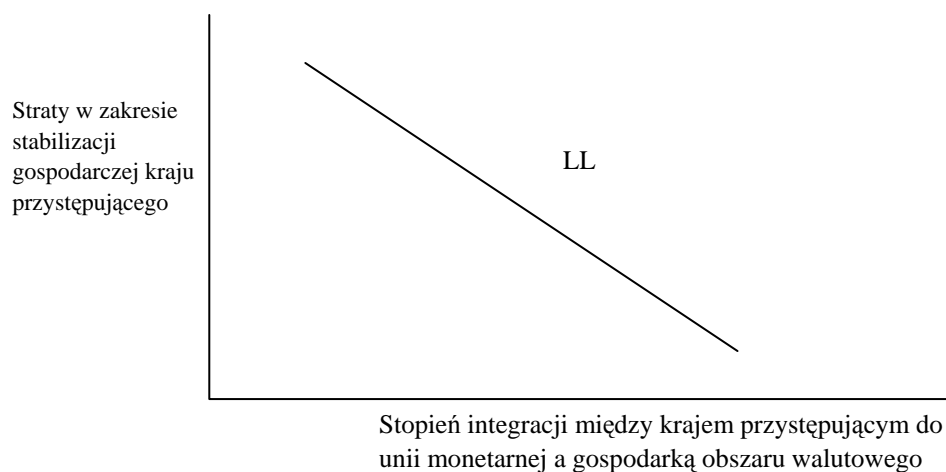
Krzywa zależności między korzyściami z efektywności monetarnej a stopniem integracji (GG)



Źródło: Krugman R. P., Obstfeld M., *op. cit.*

negatywnymi skutkami zaburzeń na krajowym rynku pieniężnym dla rodzimej produkcji. Jak wynika z rysunku 8, koszty te (linia LL) mają ujemne nachylenie, tzn. wysoki stopień integracji ekonomicznej między daną gospodarką a unią monetarną zmniejsza utratę stabilności gospodarczej z tytułu zaburzeń na rynkach produktów. Innymi słowy, jeśli nawet kraj pretendujący doświadczy recesji, to będzie ona płytsza i krócej trwająca.

Krzywa zależności między stratami stabilizacyjnymi a stopniem integracji (LL)

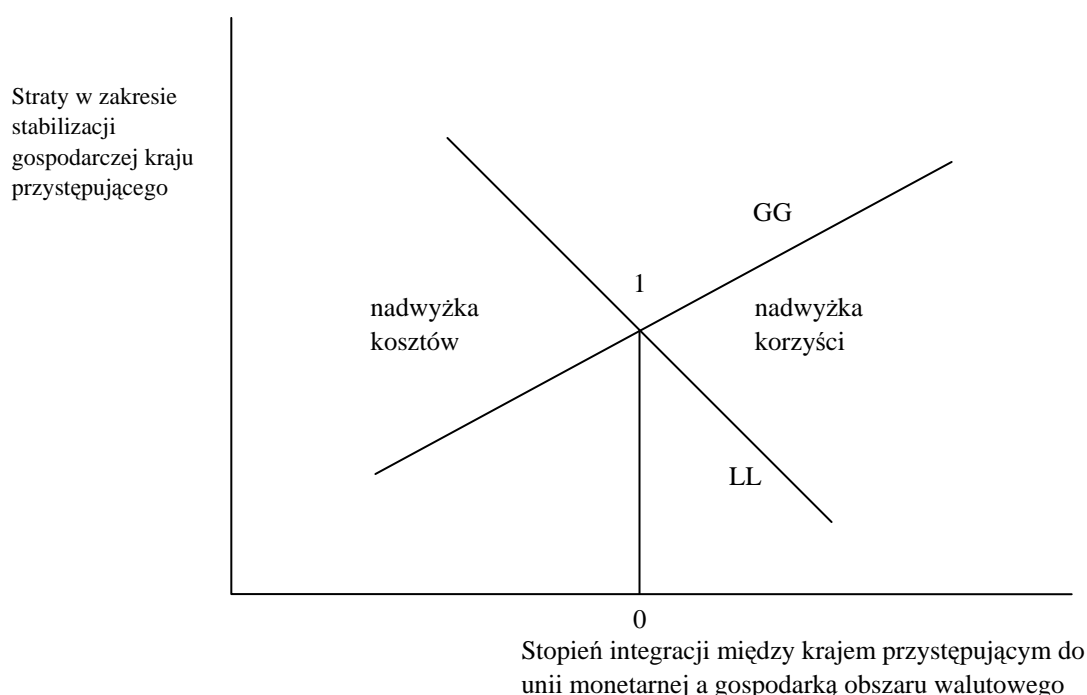


Źródło: Jak na rysunku 7.

Połączenie na jednym rysunku linii GG i LL może dać ogólną rekomendację odnośnie decyzji o ewentualnym przystąpieniu do unii monetarnej (rysunek 9). Jest to punkt 0, a więc specyficzna, progowa wartość integracji gospodarczej, po przekroczeniu której korzyści z usztywnienia krajowej waluty lub

Rysunek 9

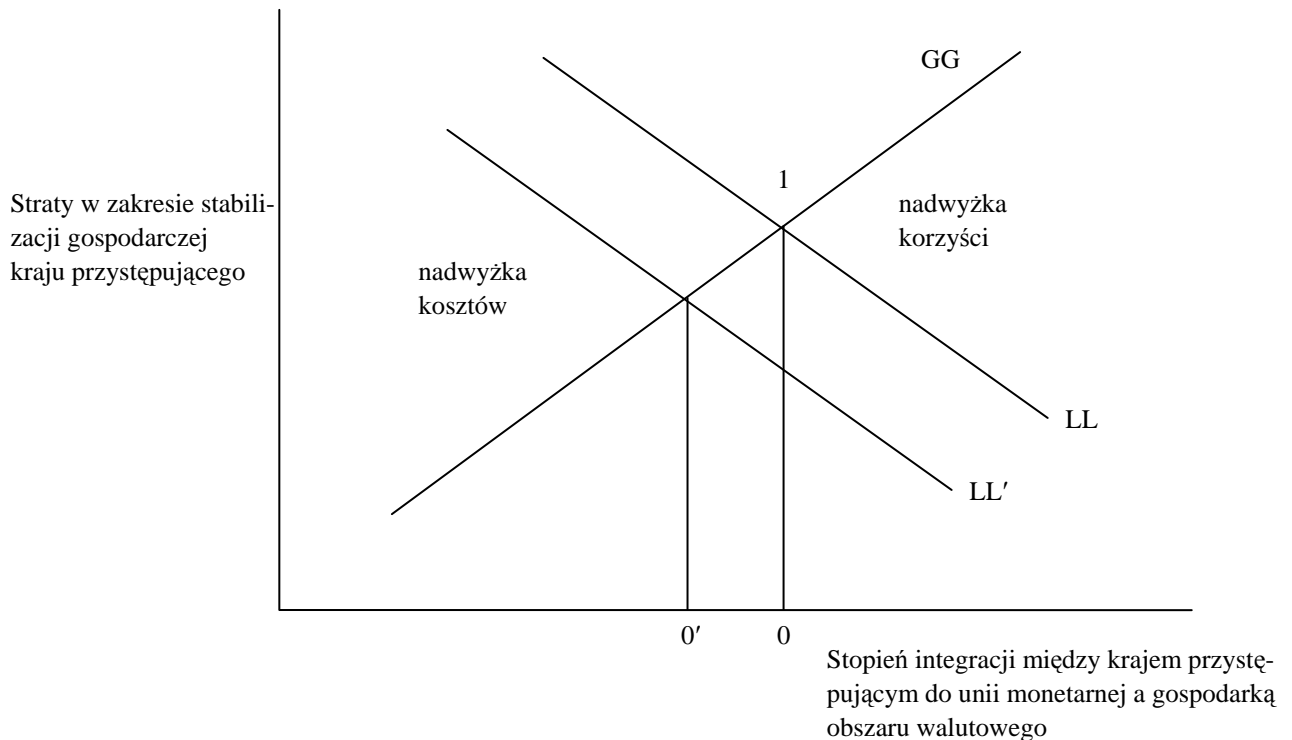
Korzyści i koszty integracji a decyzja o przystąpieniu do obszaru walutowego



Źródło: Jak na rysunku 7.

jej zastąpienia inną walutą przeważają nad stratami stabilności ekonomicznej. Jeśli jednak popyt na eksport z kraju pretendującego do unii podlega zmianom, przesuwają się także punkty 0 i 1. Przypadek, gdy popyt ten rośnie, przedstawiono na rysunku 10. Odnosi się on jednak do szerszej perspektywy, tj. reakcji gospodarki kraju aspirującego do unii na szoki ekonomiczne. Powodują one straty stabilizacyjne, tym mniejsze jednak, im integracja ekonomiczna jest głębsza, a kraj aspirujący odznacza się elastycznymi i mobilnymi rynkami pracy oraz kapitału.

Przesunięcie krzywej LL do LL' w wyniku deregulacji rynku pracy,  
wzrostu elastyczności płac i wzrostu mobilności pracy



Źródło: Jak na rysunku 7.

Podsumowanie głównych kosztów i korzyści utworzenia unii monetarnej, dokonane przez Bukowskiego, zawiera zestawienie 13.

## Zestawienie 13

Korzyści i koszty utworzenia unii monetarnej w krótkim  
oraz średnim i długim okresie

Okres	Korzyści i koszty przystąpienia do unii monetarnej	
	Korzyści	Koszty
Krótki okres	<p>Zanik kosztów wymiany walut, tańsza obsługa obrotu gospodarczego, ruchu turystycznego, migracji ludności.</p> <p>Zanik ryzyka kursowego w stosunkach gospodarczych między krajami unii monetarnej.</p> <p>Zmniejszenie wielkości niezbędnych do obsługi obrotów z zagranicą rezerw walutowych.</p>	<p>Wzrost bezrobocia w wyniku szoków asymetrycznych popytowych i podaźowych.</p> <p>Wzrost inflacji w wyniku szoków asymetrycznych podaźowych.</p> <p>Obniżenie tempa wzrostu PKB.</p> <p>Koszty dostosowania przedsiębiorstw po wprowadzeniu jednolitej waluty.</p> <p>Przejściowy wzrost poziomu cen po wprowadzeniu jednolitej waluty w wyniku tzw. zaokrągleń.</p>

Średni i długi okres	<p>Wzrost poziomu realnego PKB w wyniku zanikania w obrotach między krajami unii niepewności w odniesieniu do cen, poprzez poszerzenie rynku zbytu i efekty ekonomii skali.</p> <p>Stabilność cen (wzrost sektora dóbr niewymienialnych w gospodarce krajów unii powinien, że wahania kursu płynnego jednolitej waluty wobec walut krajów trzecich w znacznie mniejszym stopniu będą wpływać na kształtowanie się poziomu cen.</p> <p>Większa przejrzystość cen i transakcji.</p> <p>Niski poziom inflacji.</p> <p>Niski poziom stóp procentowych.</p>	<p>Koszty związane z dostosowaniem gospodarek do kryteriów optymalnego obszaru walutowego</p> <p>Długotrwałe obniżenie tempa wzrostu gospodarczego oraz obniżenie poziomu dobrobytu w wyniku zastosowania i utrzymywania restrykcyjnej polityki fiskalnej w odpowiedzi na wzrost inflacji.</p> <p>Utrzymywanie się wyższego poziomu inflacji w wyniku szoków podażowych.</p>
----------------------	--	--

Źródło: Bukowski I. S., *op. cit.*

### 3.3. Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa (EUGW)

Inaczej jest ona nazywana strefą euro, Eurosystemem lub Eurolandem. Ogólnie jest to stopniowo powiększająca się liczba członków Unii Europejskiej, którzy zdecydowali się na zastąpienie walut narodowych wspólną walutą – euro. Już sam fakt wyrzeczenia się narodowych znaków pieniężnych trzeba uznać za decyzję bardzo znaczącą, odważną i ryzykowną. Jednak założyciele EUGW musieli wyżej cenić korzyści ekonomiczne i polityczne niż różnego typu koszty oraz zagrożenia. Europejczycy w istocie dojrzewali do powyższej decyzji bardzo długo.

Pierwsze projekty zintegrowania monetarnego Europy Zachodniej pojawiły się wprawdzie tuż po II wojnie światowej, kiedy to R. Merton zaproponował utworzenie – na wzór amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej (Fed) – banku, który realizowałby swobodną wymianę walut oraz gwarantował stabilizację kursową. Plan ten nie został jednak wdrożony<sup>144</sup>. Generalnie jednak okres powojenny zwykło się przyjmować jako pierwszy etap dochodzenia do wspólnego pieniądza. Obejmował on lata 1945-1957. W świecie międzynarodowych finansów funkcjonował wówczas system z *Bretton Woods*, w którym niekwestionowaną rolę odgrywał dolar amerykański, obowiązywały bardzo rygorystyczne zasady stabilności kursowej, a wymienialność walut w istocie gwarantowały zasoby złota monetarnego (kruszec w sztabkach) krajów należących do Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Integracja gospodarcza w Europie Zachodniej realizowana była wówczas w formie Europejskiej Wspólnoty Węgła

<sup>144</sup> *Finanse międzynarodowe*, Redaktor naukowy B. Bernaś, *op. cit.*

i Stali. Natomiast rozliczenia walutowe w okresach zawieszenia wymienialności walut dokonywane były w ramach Europejskiej Unii Płatniczej (1950-1958), skupiającej jednak tylko 6 krajów i ograniczonej zaledwie do sektora górniczego oraz stalowego. Samą stroną techniczną rozliczeń walutowych zajmował się z kolei Bank Rozrachunków z Bazylei we współpracy z bankami centralnymi krajów członkowskich Unii Płatniczej. Jedną z dwóch form rozliczania sald było złoto monetarne<sup>145</sup>.

Okres drugi (1957-1972) obejmuje już lata funkcjonowania EWG. Wtedy to Europejską Unię Płatniczą zastąpił Europejski Układ Walutowy, który rozpoczął działalność 29.12.1958 r., a zakończył 31.12.1972 r. Układ ten koncentrował się głównie na kwestiach doskonalenia zasad wymienialności i stabilizowania walut oraz wspierania członków mających przejściowe problemy z równowagą bilansu płatniczego (dokonywano tego za pośrednictwem Funduszu Europejskiego). Ogólne ramy stabilności i wymienialności walutowej nadal jednak stanowił system z *Bretton Woods*. Z kolei same Traktaty Rzymskie jedynie w kilku artykułach (2, 104, 105, 106, 108) bardzo ogólnie odnosiły się do kwestii walutowych, pozostawiając je w gestii krajów członkowskich<sup>146</sup>. Władze Wspólnoty nie traciły jednak z pola widzenia problematyki integracji walutowej. Wyrazem tego było utworzenie następujących Komitetów: Walutowego (18.05.1958 r.); do spraw Krótkoterminowej Polityki Budżetowej; Gubernatorów Banków Centralnych (1962 r.). Ten ostatni Komitet mógł powoływać grupy robocze. Dwie z nich tylko, tj. Raymonda (rozwój polityki pieniężnej) i Dalgarda (koordynacja polityki pieniężnej oraz zlecenie nadzwyczajne), odegrały istotniejszą rolę.

W 1968 r. międzynarodowe rynki finansowe przeżywały poważne wstrząsy, co skłoniło EWG do przygotowania tzw. Pierwszego Raportu Barre'a. Podstawową jego konkluzją była sugestia o celowości pogłębienia integracji walutowej krajów członkowskich, by w ten sposób uchronić dorobek unii celnej i wspólnej polityki rolnej. W ślad za tym w grudniu 1969 r. w Hadze podjęto decyzję o utworzeniu unii gospodarczej i walutowej. Szczegóły techniczne miała przygotować natomiast grupa robocza pod kierunkiem P. Wenera. W ten sposób rozpoczął się etap trzeci, który obejmował lata 1969-1979.

Ostateczny Raport Wenera pojawił się 8.10.1970 r. Wynikało z niego, że przy dużej determinacji krajów członkowskich unia gospodarcza i walutowa mogłaby powstać do roku 1980. Całość działań podzielono na etapy. W istocie jednak udało się zrealizować jedynie etap pierwszy (lata 1971-1973), dzięki któ-

---

<sup>145</sup> Ibidem.

<sup>146</sup> Latoszek E., *Etapy integracji walutowej w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 3, 2008.

remu poprawiono koordynację polityki pieniężnej we Wspólnocie oraz zmniejszono wahania kursowe. Dalsze prace przerwano, gdyż system z *Bretton Woods* ulegał stopniowej, ale szybkiej destrukcji. Ostatecznie w 1973 r. kompletnie się załamał i dopiero w 1978 r. zastąpiony został porozumieniem w sprawie kursów płynnych, opracowanym pod egidą Międzynarodowego Funduszu Walutowego w stolicy Jamajki – Kingston. EWG jednakże już w 1972 r. powołała własny system stabilizacji walut członkowskich określane popularnie jako „wąż walutowy” albo „wąż w tunelu”. Dopuszczał on  $\pm 2,5\%$  odchyłeń kursów rynkowych w stosunku do kursów centralnych. Nie był to jednak instrument zbyt skuteczny, podobnie jak jego następca – powołany w kwietniu 1973 r. – Europejski Fundusz Współpracy Walutowej. Trzeba bowiem pamiętać, że wstrząsy walutowe w latach 70. ub.w. współwystępowały z dwoma tzw. kryzysami naftowymi. Wahania kursowe i ponad 6-krotny wzrost cen ropy naftowej zaczęły zagrażać znów najbardziej ówczesnym zdobyczom wspólnej polityki rolnej. Szukano wobec tego bardziej skutecznych rozwiązań m.in. w sferze stabilności walutowej. Stał się nim utworzony 5 grudnia 1978 r. Europejski System Walutowy (ESW). W tym momencie zapoczątkowano kolejny – czwarty umowy okres integracji walutowej. Trwał on do 1999 r.

ESW rozpoczął funkcjonowanie 13.03.1979 r. Jego podstawowe zadanie sprowadzało się do stabilizowania równowagi wewnętrznej (utrzymanie na możliwie niskim i zbliżonym poziomie inflacji we Wspólnocie) oraz ograniczenia wahań kursowych, co łącznie miało sprzyjać zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu. Miano to osiągnąć przez przestrzeganie trzech zasad: stałości kursów walutowych, podziale kosztów interwencji walutowych i rozwój współpracy wzajemnej. Całość kwestii walutowych obejmowała wdrożenie trzech instrumentów:

- jednostki rozrachunkowej ECU (*European Currency Unit*),
- mechanizmu kursów walutowych ERM (*Exchange Rate Mechanism*),
- mechanizmu interwencyjnego (kredytowego).

ECU pomyślane zostało jako namiastka przyszłego wspólnego pieniądza. Technicznie jednostka ta miała postać koszyka, w którym każda waluta narodowa miała udział proporcjonalny do udziału PKB kraju członkowskiego w PKB Wspólnoty. Jako surogat wspólnej waluty ecu funkcjonowało w sferze oficjalnej (tworzenie rezerw dewizowych, waluta interwencyjna i baza ustalania kursów) i prywatnej, a więc było wykorzystywane do rozliczeń w sferze realnej. Podmioty z tej ostatniej stosowały ją chętnie, bo redukowałą ryzyko kursowe.

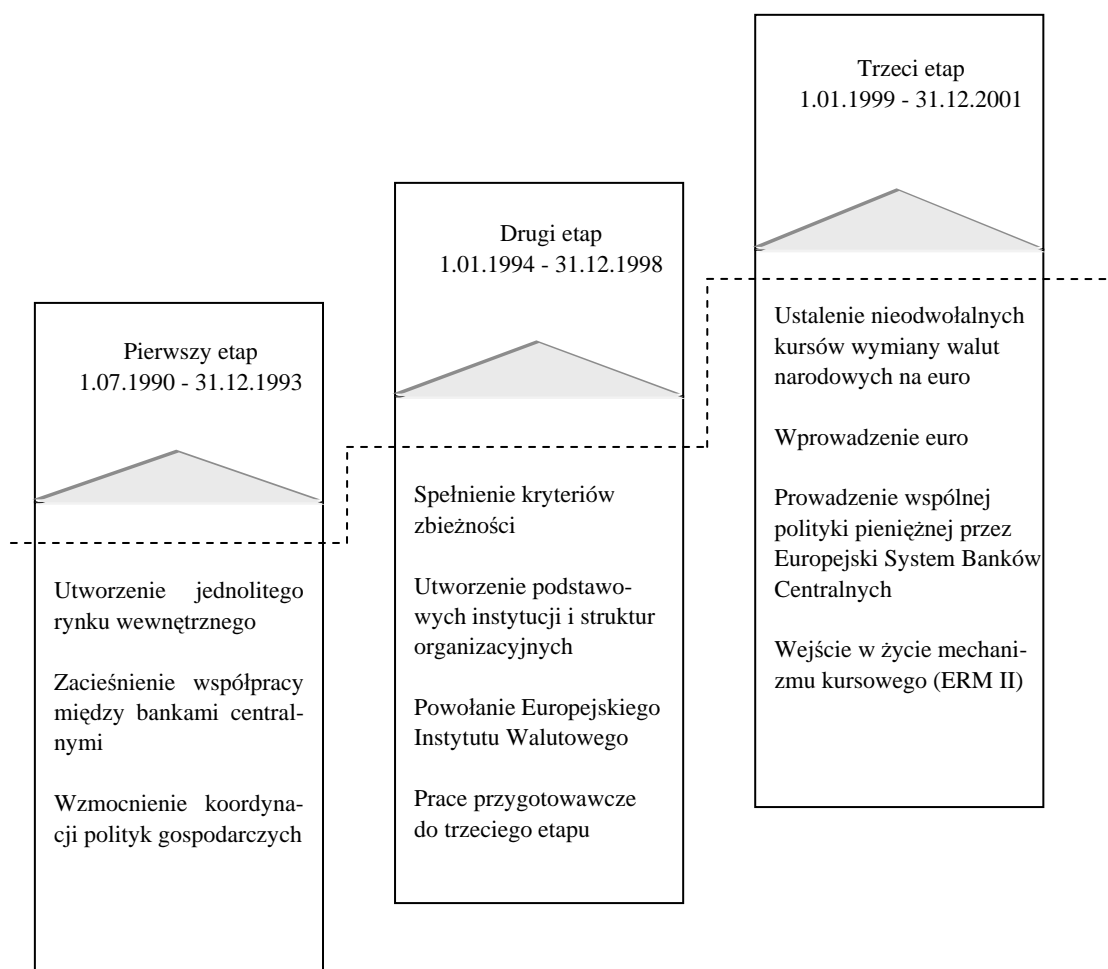
ERM początkowo dopuszczał wahania kursowe rzędu tylko  $\pm 2,5\%$ , a jedynie dla krajów przeżywających trudności gospodarcze przewidywano możliwość stosowania szerszego przedziału zmienności ( $\pm 6\%$ ). W latach 1992-1993

mechanizm powyższy jednak się załamał, co wynikało z liberalizacji przepływów kapitałowych oraz bardzo restrykcyjnej polityki Bundesbanku, który chciał w ten sposób utrzymać niską inflację po zjednoczeniu Niemiec. Ostatecznie 2.08.1993 r. maksymalną amplitudę wahań kursów rynkowych rozszerzono do  $\pm 15\%$  wobec bilateralnych kursów centralnych.

Mechanizm interwencyjny uruchamiano, gdy bilateralne kursy wzajemne walut zbliżały się do górnych lub dolnych „widełek” dopuszczalnych wahań ustalonych w ERM. Dokonywały tego banki centralne poprzez sprzedaż lub zakup walut partnerów. Transakcje te denominowane były w ecu, a rozliczane i ewidencjonowane na kontach Europejskiego Funduszu Współpracy Walutowej (EFWW), który był protoplastą przyszłego Europejskiego Banku Centralnego (EBC).

Ogólna ocena dorobku ESW jest pozytywna. System doprowadził do znacznej zbieżności polityki walutowej we Wspólnocie i zredukował istotnie zmienność walutową i ryzyko kursowe. Miano jednak coraz większą świadomość, że czas już najwyższy dokonać istotnego przełomu w integracji walutowej. Podjęto zatem odpowiednie działania regulacyjne, tj. uzupełniono w 1987 r. Traktaty Rzymskie Jednolitym Aktem Europejskim, który zakładał utworzenie do końca 1992 r. wspólnego rynku towarów, usług, osób i kapitału, a więc materialnej podstawy do powołania Unii Gospodarczej i Walutowej. Jej założenia sformułowano w tzw. Raporcie Delorsa opublikowanym 12 kwietnia 1989 r. Na marginesie warto tu dodać, że wśród członków komisji J. Delorsa znajdował się m.in. A. Lamfalussy, pełniący wówczas funkcję dyrektora naczelnego Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS). W powyższym Raporcie przyjęto, że UGW będzie obszarem, na którym prowadzona będzie wspólna polityka pieniężna i koordynowana cała polityka gospodarcza, by wszyscy jej członkowie odnieśli korzyści z tytułu ograniczenia inflacji, wyższego wzrostu gospodarczego i elastycznego reagowania na zmiany na światowych rynkach finansowych. Dalszą konkretyzację założeń i zasad funkcjonowania UGW zawierał już wcześniej przywołany (w rozdziale pierwszym i drugim) Traktat z Maastricht. Przewidywał on, iż pełne dojście do integracji walutowej zajmie UE 8-10 lat i będzie rozłożone na trzy etapy, jak pokazuje to schemat 9. Całość działań związanych z dochodzeniem Europy Zachodniej do wspólnej waluty – euro przedstawiono natomiast w zestawieniu 14.

## Etapy wdrażania EUGW



Źródło: Wójcik C., *Integracja ze strefą euro. Teoretyczne i praktyczne aspekty konwergencji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

## Zestawienie 14

## Droga do Unii Gospodarczej i Walutowej

	Data	Etapy
1.	9 maja 1950 r.	Deklaracja Roberta Schumana, francuskiego ministra spraw zagranicznych, zawierająca plan uzależnienia niemieckiego sektora węgla i stali od ponadnarodowej administracji w celu zagwarantowania pokoju w Europie. Inicjatorem przedsięwzięcia był przewodniczący francuskiej Krajowej Organizacji Planowania – Jean Monnet.
2.	wrzesień 1950 r.	Utworzono Europejską Unię Płatniczą, która funkcjonowała do 1958 r. Należało do niej 15 państw europejskich – członków Organizacji Europejskiej Współpracy Gospodarczej. Celem było dokonywanie rozliczeń między krajami członkowskimi za pośrednictwem Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, za pomocą jednostki rozrachunkowej. Jej parytet był równy parytetowi dolara USA. Waluty krajów europejskich nie były wtedy jeszcze wymienne (poza częściową wymiennalnością walut Wielkiej Brytanii i RFN).



	Data	Etapy
3.	grudzień 1958 r.	Europejską Unię Płatniczą zastępuje Europejski Układ Walutowy, istniejący do 1972 r. Wraz z wejściem w życie tego Układu wprowadzono wymiennalność walut zachodnioeuropejskich. Celem Układu były liberalizacja rozliczeń w handlu międzynarodowym i utrzymywanie stabilności walutowej.
4.	1962 r.	Memorandum Marjolina, przewidujące konieczność powołania Komitetu Gubernatorów Banków Centralnych EWG. Komitet ma koordynować politykę walutową krajów członkowskich. W Memorandum stwierdzono, że po okresie przejściowym konieczne będzie wyznaczenie stałych kursów wymiany walut państw członkowskich EWG (wówczas sześciu) w celu ograniczenia zakresu ich wahań.
5.	1964 r.	Powołanie Komitetu Gubernatorów, odpowiadającego za spójność narodowej polityki pieniężnej, prowadzonej przez państwa EWG.
6.	1969 r.	Wiceprzewodniczący Komisji Europejskiej R. Barre opracowuje plan harmonizacji polityki gospodarczej i walutowej (tzw. Pierwszy Plan Barre'a). Dotyczył on przygotowania etapowego planu tworzenia unii gospodarczej i walutowej.
7.	grudzień 1969 r.	Szczyt w Hadze – przywódcy państw członkowskich EWG spotykają się w celu omówienia tego planu Barre'a. Na szczycie podjęto decyzję o wprowadzeniu w życie większości rozwiązań zalecanych przez Barre'a. Przywódcy Wspólnoty wyznaczają zespół, na czele którego stanął premier Luksemburga Pierre Werner, mający za zadanie prowadzenie dalszych studiów dotyczących tworzenia unii gospodarczej i walutowej.
8.	1970 r.	Powołanie grupy ekspertów, którzy w ramach komitetu kierowanego przez Pierre Wenera przygotowują tzw. Raport Wenera w sprawie sukcesywnego wprowadzania w życie unii gospodarczej i walutowej. Raport zostaje przyjęty przez Radę w 1971 r. Jego realizacja została jednak wstrzymana (m.in. z powodu kryzysu walutowego wewnątrz systemu <i>Bretton Woods</i> w końcu lat 60. oraz kryzysu naftowego z połowy lat 70.).
9.	marzec 1972 r.	Utworzenie „węza w tunelu” (mechanizmu wahań kursów walut). Sześć państw członkowskich postanawia ograniczyć przedział wahań kursów swoich walut narodowych do 2,25% („wąż”), a w stosunku do dolara amerykańskiego do 4,5% („tunel”). Wąż był więc linią wahań walut krajów WE, a tunel przedziałem wahań tych walut w stosunku do dolara i innych walut. Tylko Niemcy, kraje Beneluksu i Dania zdołały utrzymać kurs swoich walut w „wężu”.
10.	marzec 1973 r.	Upadek systemu z <i>Bretton Woods</i> sprawił, że powstaje system węza walutowego bez tunelu, w którym wzajemne kursy walut europejskich należących do systemu muszą poruszać się w granicach $\pm 2,25\%$ , jednak mogą swobodnie wahać się względem walut pozostających poza systemem. Tym samym europejski „wąż” stanowił najważniejszą strefę zachowującą kursy sztywne w świecie, w którym od 1973 r. dominowały kursy płynne. Ekonomiczne znaczenie „węza” było jednak niewielkie z powodu jego niestabilności związanej z częstymi zmianami w składzie krajów należących do systemu. Ostatecznie z powodu nieprzystąpienia do systemu Wielkiej Brytanii oraz wystąpienia zeń Francji „wąż” pozostał mechanizmem wiążącym kursy walut małych krajów europejskich z marką niemiecką.

	<b>Data</b>	<b>Etapy</b>
11.	1973 r.	Założenie Europejskiego Funduszu Współpracy Walutowej w ramach pierwszej próby Wspólnoty osiągnięcia unii walutowej. Działał on do połowy lat 70.. Ponowił aktywność w 1979. wraz z wprowadzeniem ECU – europejskiej jednostki walutowej. Uczestniczące w nim państwa zobowiązane były wpłacić do Funduszu 20% swoich rezerw w złocie i 20% swoich rezerw dolarowych, otrzymując w zamian ECU.
12.	marzec 1979 r.	Wszedł w życie Europejski System Walutowy, którego zadaniem było zapewnienie stabilności walut państw członkowskich Wspólnoty. W ramach ESW powstało ECU.
13.	1985 r.	Podpisanie Jednolitego Aktu Europejskiego, przewidującego m.in. wprowadzenie Jednolitego Rynku do końca 1992 r. Wraz z uprawomocnieniem się Aktu w 1987 r. ESW został włączony do struktur Wspólnot – wcześniej jego podstawy prawne miały swoje źródło zarówno w regulacjach wspólnotowych, jak i w regulacjach poszczególnych krajów.
14.	czerwiec 1988 r.	Rada Europejska w Hanowerze powołuje Komitet, który pod kierunkiem Przewodniczącego Komisji Europejskiej Jacques'a Delorsa ma opracować szczegóły dochodzenia do unii gospodarczej i walutowej. Raport ukazał się w następnym roku.
15.	12 kwietnia 1989 r.	Przyjęcie przez Radę Europejską w Madrycie Raportu Delorsa, prezentującego inicjatywę utworzenia unii gospodarczej i walutowej w trzech etapach. Rozpoczęcie pierwszego z nich zaplanowano na połowę 1990 r.; drugiego – na 1 stycznia 1994 r. Trzeci etap miał być wprowadzony po 1 stycznia 1996 r.; ale nie później niż 1 stycznia 1999 r.
16.	26-27 czerwca 1989 r.	Rada Europejska na szczycie w Madrycie akceptuje Raport Delorsa jako strategię dla UGW i decyduje o rozpoczęciu I etapu tworzenia UGW 1 lipca 1990 r.
17.	1 lipca 1990 r.	Rozpoczyna się pierwszy etap tworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej.
18.	1991 r.	W Rzymie rozpoczyna się konferencja międzyrządowa dotycząca utworzenia unii gospodarczej i walutowej oraz unii politycznej.
19.	7 lutego 1992 r.	Podczas szczytu w Maastricht przywódcy państw Wspólnot Europejskich podejmują decyzję o utworzeniu Unii Europejskiej.
20.	1 stycznia 1994 r.	Rozpoczyna się drugi etap UGW. Zlikwidowano Europejski Fundusz Współpracy Walutowej. W jego miejsce powołano Europejski Instytut Walutowy, który był poprzednikiem Europejskiego Banku Centralnego.
21.	15-16 grudnia 1995 r.	W Madrycie przywódcy UE zdecydowali o wprowadzeniu 1 stycznia 1999 r. wspólnej waluty zjednoczonej Europy.
22.	grudzień 1996 r.	Rada Europejska w Dublinie przyjmuje Pakt Stabilności i Wzrostu, którego zadaniem jest m.in. zdyscyplinowanie rządów w zakresie polityki budżetowej. Rada Europejska przyjmuje projekty banknotów euro.
23.	1997 r.	Rada Europejska podpisuje Traktat Amsterdamski (wszedł w życie w maju 1999 r.)
24.	1997 r.	Rada Europejska akceptuje projekty monet euro.

	Data	Etapy
25.	marzec 1998 r.	Komisja Europejska rekomenduje 11 krajów, które spełniły kryteria zbieżności, a w kwietniu Parlament Europejski przyjmuje propozycję Komisji.
26.	1-3 maja 1998 r.	Szczyt przywódców państw UE w Brukseli – zakwalifikowanie krajów uczestniczących w UGW, określenie nieodwołalnych wzajemnych kursów wymiany między walutami państw tworzących UGW, powołanie statutowych władz Europejskiego Banku Centralnego.
27.	31 grudnia 1998 r.	Ustalenie sztywnych kursów walutowych między euro a walutami państw uczestniczących w UGW.
28.	lipiec 1998 r.	Następuje formalna inauguracja działalności Europejskiego Banku Centralnego.
29.	1 styczeń 1999 r.	Rozpoczyna się realizacja trzeciego etapu UGW.
30.	styczeń 2002 r.	Wprowadzenie banknotów i monet euro do obiegu gotówkowego, rozpoczęcie wycofywania walut narodowych z obiegu.
31.	lipiec 2002 r.	Zakończenie procesów dostosowawczych, euro jedynym środkiem płatniczym na obszarze EMU.

Źródło: Latoszek E., op. cit.

Jak to już wyżej zaznaczono, w 1994 r. (konkretnie 1 stycznia) powołano Europejski Instytut Monetarny – EIM (*European Monetary Institute*), który później przekształcono w Europejski Bank Centralny. Do zadań EIM należało:

- umacnianie współpracy między narodowymi bankami centralnymi,
- koordynacja unijnej polityki pieniężnej w celu stabilizacji cen (inflacji),
- realizowanie wspólnotowej polityki walutowej,
- kontrola funkcjonowania Europejskiego Systemu Walutowego,
- wspieranie, głównie poprzez konsultację, działań narodowych w zakresie stabilizowania rynków i instytucji finansowych,
- przejęcie zadań Europejskiego Funduszu Współpracy Walutowej,
- działania techniczne związane z wprowadzeniem euro do obiegu<sup>147</sup>.

Jak wiadomo, Traktat z Maastricht nie odnosi się tylko do strefy euro, ale do wszystkich członków UE. Oznacza to, że polityka walutowa (kursowa) jest sferą wspólnego interesu całej Unii, a wyrazem tego jest wprowadzenie mechanizmu kursowego ERM II, który zastąpił mechanizm ERM wprowadzony jako jeden z trzech składników Europejskiego Systemu Walutowego. ERM II, jako system powiązania euro z walutami krajów UE, ale niebędących jeszcze członkami EUGW, funkcjonuje wg poniższych zasad:

- a) uczestnictwo w mechanizmie ma być dobrowolne i otwarte dla wszystkich,
- b) centralny kurs referencyjny danej waluty ma być określony w stosunku do euro,

<sup>147</sup> Latoszek E., op. cit.

- c) standardowa marża wahań w stosunku do kursu centralnego ma wynosić  $\pm 15\%$ , chociaż z inicjatywy danego państwa spoza sfery euro i na podstawie stosowanej decyzji EBC może być zawężona,
- d) zarówno kursy centralne, jak i standardowe marże wahań mają być ustalone na podstawie jednomyślnej decyzji właściwych ministrów krajów, które zostaną zakwalifikowane do trzeciego etapu UGW, EBC oraz właściwych ministrów i prezesów banków centralnych państw spoza tej strefy,
- e) każdy z uczestników ERM II ma prawo do zainicjowania poufnej procedury zmiany kursów centralnych,
- f) interwencje międzymarżowe mają być automatyczne i nieograniczone oraz mają być wsparte możliwością korzystania z instrumentów bardzo krótkoterminowego finansowania.
- g) poszczególne banki centralne mogą zawieszać interwencje, gdyby były sprzeczne z ich podstawowym celem, ale decydując się na to muszą brać pod uwagę także wiarygodność funkcjonowania ERM II<sup>148</sup>.

Uczestnictwo krajów członkowskich UE w UGW jest ich prawem i obowiązkiem, uwarunkowanym jednak spełnieniem kilku kryteriów ekonomicznych nazywanych kryteriami zbieżności lub konwergencji (*convergence criteria*), potocznie określanych jako „kryteria z Maastricht”<sup>149</sup>. Składa się na nie pięć poniższych warunków konwergencji nominalnej:

- zadłużenie publiczne państwa, czyli całego sektora finansów publicznych, nie może przekraczać 60% PKB wyrażonego w cenach rynkowych;
- deficyt budżetowy nie może być wyższy niż 3% PKB wyrażonego także w cenach rynkowych;
- średnia stopa inflacji w roku poprzedzającym ocenę nie może przekroczyć więcej niż 1,5% punktu procentowego inflacji trzech państw członkowskich, mających najbardziej stabilne ceny;
- średnia nominalna długoterminowa stopa procentowa nie może być wyższa niż o 2 punkty procentowe średniej stóp procentowych obowiązujących w trzech państwach członkowskich o najniższym poziomie inflacji;
- państwo członkowskie przestrzega granic wahań kursów walutowych obowiązujących w ramach ERM II co najmniej przez dwa lata i nie przeprowadza dewaluacji swojej waluty względem waluty innych państw członkowskich, a od początku 2002 r. wobec euro.

---

<sup>148</sup> Nowak-Far A., *Unia Gospodarcza i Walutowa w Europie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2001.

<sup>149</sup> Barcz J., Wyrzykowska-Kawecka E., Michałowska-Gorywoda K., *Integracja europejska*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2007.

Dwa pierwsze z ww. kryteriów zbieżności nominalnej określane są jako fiskalne, a trzy kolejne traktowane są jako warunki monetarne. Na dobrą sprawę obydwaj rodzaje kryteriów wybrano trochę arbitralnie, odwołując się do przeszłych doświadczeń i intuicji. Trzeba też wyraźnie dodać, że były one ustalone przy dużym nacisku Niemiec, które obawiały się, że euro przy luźniejszych warunkach stabilności fiskalnej i monetarnej może stać się słabą walutą. W przypadku kryteriów stabilności fiskalnej (poziom długu i deficytu) zakładano, że wysokie zadłużenie publiczne prowadzić może do efektu wypychania wydatków prywatnych przez wydatki rządowe, a to hamować będzie wzrost gospodarczy. Wysokiemu poziomowi długu i deficytu towarzyszą z reguły bowiem wysokie koszty jego obsługi, a także nadmierne opodatkowanie, co osłabia bodźce do poprawy efektywności i konkurencyjności oraz zachęca do działalności w szarej strefie, a to utrudnia wszelkie procesy stabilizacyjne. Nie bez znaczenia było również zagrożenie, że kiepski stan finansów publicznych prowadzić może do wzrostu rynkowych stóp procentowych, a to postawi w trudnym położeniu kraje o niskim ich poziomie. Znow przed wszystkim chodziło tu o Niemcy.

Z grubsza argumentację powyższą można zastosować także w odniesieniu do kryterium inflacyjnego. Warto jedynie dodać, że dzięki niemu chciano zminimalizować napięcia społeczne związane z polityką antyinflacyjną realizowaną już w ramach UGW. Stabilność cen pozostaje przy tym w oczywistym związku z kształtowaniem się na niskim i zbliżonym poziomie długoterminowych stóp procentowych w Unii. W ten sposób kraj członkowski może potwierdzić, iż znajduje się w trwałej równowadze finansowej. Podobne stopy w UGW ograniczają też zagrożenie arbitrażem na rynkach finansowych. Tym samym Unia uzyskuje dodatkowe bodźce do pogłębienia i przyspieszenia ich integracji, gdyż wymóg podobieństwa stóp procentowych może być rozciągnięty na całe gospodarki krajów tworzących Unię. Z wcześniejszych rozważań wiemy, że zbieżność taka oznacza m.in. możliwość przekształcenia się szoków asymetrycznych w symetryczne, a to przybliży UGW do optymalnego obszaru walutowego.

Ostatnie kryterium z Maastricht – stabilizacji kursu walutowego w ramach ERM II – jest testem na to, że dany kraj prowadził skuteczną politykę fiskalną i pieniężną, dzięki czemu znalazł się w równowadze wewnętrznej i zewnętrznej, chociaż nie mógł stosować żadnych ograniczeń dewizowych. Dalej z tego ma wynikać, że kraj taki może zostać przyłączony do obszaru jednawalutowego, bez zagrożeń dla jego stabilności.

W traktacie z Maastricht w istocie zawarto jeszcze jedno kryterium uczestnictwa w UGW. Chodzi mianowicie o warunek zgodności legislacyjnej (prawnej), a więc pozycji narodowego banku centralnego w systemie prawno-

-instytucjonalnym potencjalnego członka Unii. Zgodność ta wyraża się w konieczności spełnienia jednocześnie trzech warunków:

1. niezależności instytucjonalnej (od rządów narodowych, organów wspólnotowych i innych), finansowej (wystarczająca ilość funduszy), funkcjonalnej (jednoznaczność celu, tj. dbanie o stabilność cen) oraz personalnej (stabilna pozycja organów decyzyjnych) banku centralnego (art. 108 TWE);
2. zapewnienia przez kraj członkowski zgodności legislacji krajowej z TWE oraz statutem Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) i Europejskiego Banku Centralnego (art. 109 TWE);
3. spójności celów banku centralnego z celami sformułowanymi w art. 105 (1) TWE i art. 2 statutu ESBC i EBC<sup>150</sup>.

Wśród wielu problemów, które musi rozwiązywać funkcjonująca już od 1999 r. strefa euro, jednym z poważniejszych jest koordynacja polityki gospodarczej w warunkach scentralizowanej i jednolitej polityki pieniężnej prowadzonej przez ESBC i EBC. Koordynacja ta jest niezbędną, by UGW zachowała swą stabilność i integralność, a korzyści w sposób trwały i jednoznaczny przeważały nad kosztami. Zgodnie z art. 99 TWE podstawą koordynacji polityki gospodarczej (makroekonomicznej) wszystkich krajów należących do UE są tzw. Ogólne Wytyczne Polityki Gospodarczej – OWPG (*Broad Guidelines of the Economic Policy*)<sup>151</sup>. Ich ramy są bardzo szerokie i dotyczą zarówno polityki makroekonomicznej, jak i strukturalnej, pozwalając nakreślić cele wspólnotowe oraz narodowe oraz wdrożyć mechanizmy i instrumenty ich monitorowania. Ogólne wytyczne nie są jednakże zasadami wiążącymi członków UE, ale ze względów politycznych i prestiżowych rządy narodowe starają się je uwzględnić, szczególnie przy konstruowaniu budżetów krajowych. Ranga Wytycznych wzrosła od roku 1999, kiedy to zamieszcza się w nich zalecenia dla państw członkowskich, gdy ich polityka gospodarcza odbiega od OWPG lub tworzy ryzyko dla skutecznego funkcjonowania Eurolandu.

Ważnym składnikiem Ogólnych Wytycznych jest zobowiązanie członków UE do unikania nadmiernego deficytu budżetowego (*the excessive deficit procedure*). Kwestie te szczegółowo reguluje art. 104 ust. 3-13 TWE, natomiast monitorowaniem rzeczywistego deficytu i długu publicznego na tle fiskalnych kryteriów zbieżności zawartych w Traktacie z Maastricht zajmuje się Komisja Europejska. Kraj, który przekroczył ustalone wielkości referencyjne, podlega właśnie tzw. procedurze nadmiernego deficytu. Czasami procedurę tę stosuje się nawet wtedy, gdy zagrożenie ich przekroczeniem dopiero się rysuje. Komisja

---

<sup>150</sup> Latoszek E., op. cit.

<sup>151</sup> Barcz J. et al., op. cit.; Oręziak L., *Polityka budżetowa w strefie euro*, „Bank i Kredyt”, nr 5, 2008.

Europejska w zasadzie koncentruje się jednak głównie na deficycie budżetowym. Na podstawie jej oceny Rada UE formułuje pod adresem kraju członkowskiego zalecenia oraz termin osiągnięcia wielkości referencyjnych. Teoretycznie Rada dysponuje sankcjami finansowymi za niestosowanie się do jej zaleceń, ale dotyczą one w istocie członków UGW. W praktyce dotychczas sankcje te nie były jednakże zastosowane.

Jak widać, możliwości dyscyplinowania polityki budżetowej członków UE i UGW za pomocą procedury nadmiernego deficytu były mocno ograniczone. W związku z tym członkowie obydwu Unii 17 czerwca 1997 r. na szczycie w Amsterdamie przyjęli Pakt Stabilności i Wzrostu (*The Stability and Growth Act*), który zaczął obowiązywać od 1999 r., a w 2005 r. został zmodyfikowany. Pakt ten tworzą trzy składniki:

- uchwała RE z 16.06.1997 r., w której kraje członkowskie UE zobowiązały się do utrzymywania swoich budżetów w stanie zbliżonym do równowagi lub w nadwyżce. Dokument powyższy określa się też jako Deklaracja;
- rozporządzenie RE 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru nad sytuacją budżetową oraz nadzoru i koordynacji polityki gospodarczej. W ślad za tym corocznie członkowie UGW przedkładają Komisji Europejskiej programy stabilizacyjne (*stability programmes*), a kraje objęte derogacją (nie wprowadziły jeszcze euro) opracowują programy konwergencji gospodarczej (*economic convergence programmes*). Obydwa rodzaje programów koncentrują się na stabilności fiskalnej w ciągu najbliższych pięciu lat oraz na instrumentach jej utrzymania oraz czynnikach ryzyka. Warto tu jeszcze dodać, że obydwa rodzaje programów powinny prezentować stan finansów publicznych w długiej perspektywie, a więc w najbliższych 40-50 latach. Chodzi bowiem o to, by możliwie wcześniej ująć skutki budżetowe zmian demograficznych w UE (starzenia się społeczeństw) oraz projektów paneuropejskich typu pakiet klimatyczno-energetyczny;
- rozporządzenie RE 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia zasad stosowania procedury nadmiernego deficytu<sup>152</sup>. Dotyczy ono tylko strefy euro. Sankcje są stopniowane. Najpierw jest to złożenie nieoprocentowanego depozytu równego 0,2% PKB (część stała) oraz zmiennej jego części, która maksymalnie może wynieść mniej niż 0,5% PKB. Jeśli w ciągu dwóch lat kraj objęty procedurą nadmiernego deficytu nie zdoła osiągnąć wielkości referencyjnych, depozyt przepada na rzecz UE<sup>153</sup>.

---

<sup>152</sup> Ibidem.

<sup>153</sup> Oręziak L., *Euro nowy pieniądz*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

Po raz pierwszy działania prewencyjne w ramach Paktu (dwa pierwsze z trzech ww. jego składników) podjęto w 2002 r. wobec Portugalii i Niemiec (w formie zaleceń, a nie wczesnych ostrzeżeń), a rok później w stosunku do Francji. Były to także zalecenia, do których Francja się jednak nie zastosowała. Nie dziwi zatem, że dotychczas na żadnego członka UGW nie nałożono faktycznie sankcji finansowych. Może to być dowód na małą skuteczność Paktu i nierównoprawne traktowanie krajów dużych i małych. Z drugiej strony trzeba mieć świadomość, że KE i RE kierują się w swoim postępowaniu, ocenach i decyzjach przede wszystkim chęcią nakłaniania do przestrzegania przyjętych ustaleń, a więc przyjmowania i dotrzymywania zobowiązań honorowych.

Francja była i jest krajem, który najostrzej krytykował Pakt Stabilności i Wzrostu, praktycznie od momentu jego przyjęcia. Ostatnio Francuzi ostrze krytyki kierują jednak jeszcze bardziej w stronę EBC, zarzucając mu doprowadzenie do zbyt silnego euro. Poprzestając jednak na samym Pakcie, jego przeciwnicy wytykali mu nadmierną restrykcyjność i nieelastyczność, co w sumie nie sprzyjało stabilności fiskalnej i wzrostowi gospodarczemu oraz uprzywilejowywało kraje o niskiej inflacji, a niekiedy zachęcało nawet do tzw. kreatywnej księgowości, byleby tylko utrzymać właściwy poziom deficytu i długu publicznego. Zwolennicy Paktu byli natomiast sfrustrowani brakiem konsekwencji Komisji Europejskiej w skutecznym represjonowaniu krajów notorycznie przekraczających ustalone kryteria fiskalne. Pod naciskiem Francji i Niemiec Komisja Europejska w 2004 r. podjęła jednak prace nad zreformowaniem Paktu. Ostatecznie 20.03.2005 r. w Raplocie rady Ecofin (ministrowie finansów Euro-landu) pt. „Poprawa wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu” zaprezentowano trzy kierunki reformy Paktu:

1. Zalecono przedstawienie programów stabilizacji i konwergencji również parlamentom narodowym, by uczulić je na kwestie równowagi fiskalnej. Ponadto zwrócono uwagę na konieczność staranniejszego prognozowania rozwoju sytuacji makroekonomicznej i budżetowej.
2. W części prewencyjnej Paktu dodano średniookresowe cele fiskalne, tzn. deficyt budżetowy powinien osiągnąć w perspektywie 3-5 lat poziom między minus 1 PKB (kraje o niskim długu i silnym wzroście) a równowagą lub nadwyżką budżetową w przypadku krajów silnie zadłużonych i odznaczających się niskim wzrostem gospodarczym. Zobowiązano ponadto kraje członkowskie do konsolidacji ich finansów publicznych w okresach dobrej koniunktury.
3. Najistotniejszych zmian dokonano jednak w procedurze nadmiernego deficytu, uzależniając jej stosowanie od perspektyw gospodarczych i budżetowych wydatków inwestycyjnych, w tym na cele badawczo-rozwojowe, wydatków



na reformowanie systemów emerytalnych i zabezpieczeń społecznych oraz od innych istotnych czynników. Jak widać, ciężar przesunął się tu z sankcji na perswazję, wsparcie i zrozumienie<sup>154</sup>.

„Ulepszony” lub „zmodyfikowany” Pakt wszedł w życie w czerwcu 2005 r., kiedy to przyjęto nowe rozporządzenia RE (1055/2005 i 1056/2005). Upłynęło jeszcze chyba zbyt mało czasu, by zmiany te obiektywnie i kompleksowo ocenić. Z pewnością jednak przyjęte zasady uelastycznienia Paktu miały jakieś uzasadnienie, ale z drugiej strony mogły zachęcać do nieprzestrzegania dyscypliny fiskalnej. Jak podaje jednak L. Oręziak, zagrożenia powyższe zbyt wyolbrzymiano<sup>155</sup>. Kraje strefy euro nie zmniejszyły bowiem wysiłków na rzecz poprawy salda swoich budżetów, ale mogły to robić w sposób bardziej racjonalny i do zaakceptowania przez społeczeństwo. Oręziak w związku z tym przewiduje, że w sytuacji braku poważniejszych wstrząsów obecny Euroland po roku 2011 może być strefą wolną od deficytu budżetowego. Wg tej samej autorki KE w 2007 r. także raczej pozytywnie wyraziła się o zmodyfikowanym Pakcie, akcentując jednak mocno potrzebę dalszego doskonalenia jego części prewencyjnej, by kraje członkowskie zdecydowanie bardziej poprawiały swoją sytuację budżetową w czasach dobrej koniunktury. Jasno z tego wynika, że Polska i pozostałe kraje objęte derogacją muszą w sposób trwały osiągnąć stan finansów publicznych bliski zrównowazenia, a najlepiej wykazujący nadwyżkę budżetową. Cały czas trzeba również pamiętać o tym, że Pakt był i wciąż pozostaje rozwiązaniem typu „drugie po najlepszym”, tzn. jest on konsekwencją pozostawienia polityki fiskalnej w gestii państw narodowych tworzących UE.

Jak już wskazywano, podstawową instytucją Europejskiej UGW jest Europejski System Banków Centralnych, składający się z Europejskiego Banku Centralnego oraz narodowych banków centralnych krajów należących do UGW. Organami ESBC i EBC są:

- Rada Prezesów (Rada Zarządzająca),
- Zarząd,
- Rada Ogólna. W niej znajdują się także prezesi banków centralnych krajów UE, które nie należą jeszcze do strefy euro,
- Komitety ESBC i Komitet Budżetowy<sup>156</sup>.

---

<sup>154</sup> Latoszek E., op. cit.; Oręziak L., *Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu*, „Bank i Kredyt”, nr 7, 2005; Rokicki B., *Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu*, *Gospodarka Narodowa*, nr 10, 2005.

<sup>155</sup> Oręziak L., *Polityka budżetowa*,..., op. cit.

<sup>156</sup> *Finanse międzynarodowe*, Redaktor naukowy B. Bernaś, op. cit.; Bukowski I.S., op. cit.

ESBC i EBC mają do zrealizowania dwa cele:

- (1) utrzymać stabilność cen, a więc ustabilizować inflację na poziomie poniżej 2% rocznie,
- (2) wspierać ogólną politykę gospodarczą UE, działając w sposób zgodny z zasadami otwartej gospodarki rynkowej i z zasadą subsydiarności.

Jednolitą politykę pieniężną prowadzi się za pomocą tradycyjnych instrumentów stojących do dyspozycji nowoczesnych banków centralnych (operacje otwartego rynku, stopy procentowe, rezerwy obowiązkowe), ale w sposób zdecentralizowany, tzn. realizuje ją EBC i – zgodnie z jego wytycznymi – banki centralne w krajach należących do UGW<sup>157</sup>.

Strefa euro funkcjonuje już niemal dziesięć lat. Można zatem pokusić się o podsumowanie jej dokonań. Jak zawsze, znaleźć można jej krytyków, albo łagodniej osoby wykazujące sceptycyzm, a nawet pewne zatroskanie o jej los, oraz wyraźnych zwolenników. Opinie tych pierwszych dobrze oddaje P.R. Krugman, pisząc, że:

1. EUGW nie jest optymalnym obszarem walutowym. Stąd bierze się najczęściej powtarzany w literaturze naukowej i publicystyce problem adekwatności jednej stopy procentowej dla zróżnicowanej sytuacji gospodarczej krajów tworzących Eurosystem, a więc także jej odpowiedniości do możliwości radzenia sobie tych krajów z szokami asymetrycznymi.
2. Przyjęcie euro na porządku dnia stawia kwestię legitymizacji politycznej instytucji EUGW, a Europejskiego Banku Centralnego w pierwszym rzędzie. Jak pokazują najnowsze perturbacje z przyjmowaniem traktatu lizbońskiego, znaczna część Europejczyków nie jest obecnie gotowa do zaakceptowania unii politycznej. Tym samym EBC może być coraz częściej postrzegany jako instytucja technokratyczna, rozmijająca się z interesami mniejszych, słabiej rozwiniętych krajów członkowskich.
3. Europa odznacza się niską elastycznością rynków pracy, która w znacznej części – szczególnie w dużych krajach (Francja, Niemcy) – wynika z silnej pozycji związków zawodowych. Być może kiedyś pojawi się jakaś paneuropejska propozycja harmonizacji płac w Eurolandzie, aby ograniczyć delokalizację i *offshoring* (*raje podatkowe*), a więc zjawiska realokacji kapitału jako przejawu procesów globalizacyjnych. Tym samym małej mobilności pracy towarzyszyłaby też ograniczona mobilność kapitału, co łącznie jeszcze bardziej oddalałoby strefę euro od optymalnego obszaru walutowego. Niższa produktywność w Europie, mniejsza elastyczność europejskich rynków pracy, sztywność polityki socjalnej, duża szybkość spadku wskaźników zaufania

---

<sup>157</sup> Lutkowski K., op. cit.

konsumentów i biznesu w czasach pogorszenia się koniunktury to najczęstsze przyczyny, które mają powodować, iż Europa Zachodnia później i przy wyższych kosztach ekonomicznych oraz społecznych wyjdzie ze spowolnienia, a w niektórych krajach i z recesji, niż USA, którego przyczyną stał się kryzys na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych z lata 2007 r. Nie dziwi zatem, że w najnowszej (z września 2008 r.) prognozie OECD podwyższono wzrost w USA dla roku 2008, a dla strefy euro – obniżono. Z drugiej jednak strony przewidywania dla USA są obciążone większą niepewnością, gdyż tamtejsze rynki finansowe podlegają nadal wstrząsom, a stymulacja fiskalna gospodarki staje się coraz słabsza.

4. W Eurolandzie na dobrą sprawę nie funkcjonuje federalizm fiskalny, a jednocześnie obowiązują zasady zmodernizowanego Paktu Stabilności i Wzrostu, obligującego do przestrzegania stabilności budżetowej. Jej osiągnięcie często wymaga znacznych wyrzeczeń, a z drugiej strony niektórzy członkowie stosują kreatywną księgowość albo najzwyczajniej nie respektują postanowień Paktu. W takich to warunkach deformowane są motywacje do rzetelnego dotrzymywania kryteriów zbieżności fiskalnej, a kraje przeżywające niezawinione trudności mają ograniczenia w narodowej polityce budżetowej i nie mogą także uzyskać wsparcia z funduszy scentralizowanych, bo ich po prostu nie ma.
5. „Europa 27”, a więc i odpowiednie poszerzenie ESBC stwarza poważne wyzwania, jeśli chodzi o sprawne jego funkcjonowanie. To samo odnosi się do EBC. Proponowany system rotacyjny w Radzie Prezesów prawdopodobnie nie zostanie zaakceptowany przez duże kraje, a Niemcy w szczególności. Ostatnie rozszerzenia, nie mówiąc już o kolejnych, jeszcze bardziej zaostrzą problem szoków asymetrycznych i metod ich neutralizacji<sup>158</sup>.

Żeby była jasność, kwestie wyżej wymienione podniósł ekonomista światowego formatu, nie kryjący sympatii do europejskiego modelu społeczno-ekonomicznego. Jednoznaczny wyraz dał temu w wywiadzie dla niemieckiego tygodnika „*Frankfurter Rundschau*” z 25.05.2008 r., stwierdzając, że może Amerykanie powinni brać przykład z Europy<sup>159</sup>.

W kontekście oceny dokonań UGW bardzo znamieny jest bez wątpienia głos J.C. Tricheta – prezesa EBC<sup>160</sup>. I nie chodzi tu wcale o urzędowy optymizm. Prezes Trichet podaje, że w ciągu dziesięciu lat EBC udało się utrzymać średnioroczną inflację na poziomie 2,1%, a więc nieco tylko powyżej przyjętego celu (w pobliżu, ale poniżej 2%). Jak ustalił to B. Wyżnikiewicz, w strefie euro

---

<sup>158</sup> Krugman R.P., Obstfeld M., op. cit.

<sup>159</sup> *Motor traci ciąg*, „Forum”, nr 29, 2008.

<sup>160</sup> Trichet C.J., *Dziesięć lat z euro*, „Gazeta Wyborcza”, 2.07.2008 r.

praktycznie cały czas inflacja jest niższa w porównaniu do krajów, które pozostały przy walutach narodowych<sup>161</sup>. Wynika to z faktu przejścia przez mechanizm ERM II oraz z pożytków czerpanych z tytułu posługiwania się wspólną walutą, np. w postaci braku kosztów wymiany walut. Okazuje się, że Euroland prawdopodobnie chyba najlepiej radzi sobie z najnowszą globalną presją inflacyjną. Fakty powyższe, zdaniem Wyżnikiewicza, wytrącają argument z rąk eurosceptyków, jakoby przyjęcie euro oznaczało automatycznie wyraźny wzrost inflacji. W tym samym czasie w strefie euro utworzono 15,7 mln nowych miejsc pracy, a bezrobocie spadło z 10 do ok. 7%. Na marginesie można tu dodać, że Amerykanie od 2-3 lat intensywnie dyskutują nt. wprowadzenia do polityki pieniężnej swojego banku centralnego (Fed) bezpośredniego celu inflacyjnego, a więc rozwiązania stosowanego m.in. przez EBC. Wyzwania przed EBC – wg Tricheta – są jednak bardzo poważne. Podobnie jak inne banki centralne musi on znaleźć adekwatne rozwiązania dla trzech problemów:

- globalizacji we wszystkich jej wymiarach, a transformacji światowych finansów w szczególności,
- przyspieszenia postępu technicznego i technologicznego,
- starzenia się społeczeństw, które prowadzi do spadku oszczędności i inwestycji.

Dodatkowo EBC musi wesprzeć procesy europejskiej integracji ekonomicznej i finansowej, by UE stała się w końcu jednolitym obszarem gospodarczym. Drugim specyficznym europejskim wyzwaniem jest wprowadzenie euro we wszystkich krajach członkowskich Wspólnoty. Sama zaś UGW w swej części gospodarczej powinna się jeszcze bardziej skoncentrować na pełnym wdrożeniu Paktu Stabilności i Wzrostu, będącego substytutem federalizmu fiskalnego, oraz reform strukturalnych, które poprawią wewnątrzunijną, międzyregionalną i międzysektorową mobilność pracy oraz kapitału. Trzeba też wypracować właściwe mechanizmy monitorowania konkurencyjności, a w tym szczególnie wpływu na nią jednostkowych kosztów pracy.

W mniej więcej podobnym tonie co Trichet wypowiada się J. Almunia – komisarz UE ds. ekonomicznych i walutowych. W wywiadzie udzielonym „Süddeutsche Zeitung” przekonuje, że euro hamuje skutki wzrostu cen ropy i żywności na rynkach światowych i chroni w jakiejś mierze Europejczyków przed zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych<sup>162</sup>. Wśród problemów do rozwiązania Almunia wymienia: wciąż słaby wzrost w Eurolandzie; niską wydajność pracy oraz zaniedbanie koniecznych reform strukturalnych

---

<sup>161</sup> Wyżnikiewicz B., *Nie dajmy się nabrać na propagandę o drożyznie*, „Rzeczpospolita”, 6.08.2008.

<sup>162</sup> *Żarłoczna Waluta*. „Forum”, nr 20, 2008.

w niektórych krajach po przyjęciu wspólnej waluty. Coraz mocniej zaczyna także dokuczać brak jednolitego stanowiska strefy euro podczas obrad światowych gremium typu G8. Władze ESBC i EBC muszą również znaleźć skuteczną receptę na rozdzźwięk między „odczuwaną inflacją” przez obywateli Eurolandu, szczególnie krajów nowo przystępujących i biedniejszych, a inflacją oficjalną (CPI).

Z opiniami powyższymi mocno kontrastuje m.in. artykuł K. Ugodnikowa zamieszczony w rosyjskim piśmie „Itogi” 16.03.2008 r.<sup>163</sup>. Oczywiście w tym przypadku trzeba brać poprawkę na to, że Rosja staje się coraz większym konkurentem UE i w wymiarze geostrategicznym jest zainteresowana jej osłabieniem, najlepiej przez dezintegrację oraz podważanie powojennego ładu instytucjonalnego w Europie i świecie przez proponowanie np. „nowego NATO”. Zauważmy jednak, że tekst Ugodnikowa pojawił się przed wojną rosyjsko-gruzińską z sierpnia 2008 r., mimo to warto zapoznać się z jego poglądami. Autor ten na wstępie zaznacza, że na dobrą sprawę nie mamy pełnej i obiektywnej wiedzy nt. położenia gospodarek Eurolandu, gdyż Eurostat nie może być uważany za wiarygodne źródło informacji. Dalej dowodzi, że silne euro wprowadzie łagodzący skutki wzrostu światowych cen nośników energii, ale z drugiej strony utrudnia funkcjonowanie unijnych eksporterów. Dopóki rynki nowych krajów UE nie będą w pełni nasycone, dopóty eksporterzy „EU 15” będą jakoś sobie radzili. W tym momencie problem się jednak znacznie komplikuje, gdyż stosunek starych członków Wspólnoty do nowych przypomina relacje obowiązujące w b. RWPG. W związku z tym Ugodnikow operuje pojęciem „euroimpe-rium”. Cierpi ono na brak własnych surowców energetycznych, nie ma jednolitej polityki gospodarczej i nie może czerpać jeszcze specjalnej renty – jak np. USA – gdyż euro nie jest wciąż pieniądzem światowym.

L. Oręziak przekonująco udowadnia, że gospodarce światowej wcale nie jest potrzebne szybkie zastąpienie dolara przez euro w roli waluty międzynarodowej<sup>164</sup>. Zmiany w tej dziedzinie raczej powinny następować ewolucyjnie, a „zdrowy” proces wzmocnienia się jakiejś waluty międzynarodowej kosztem innej (innych) powinien odzwierciedlać przede wszystkim jej zrównoważoną poprawę produktywności i efektywności w kraju (krajach) ją emitującą. Utrzymanie się dalej silnej aprecjacji euro względem dolara oznaczać będzie spadek konkurencyjności Eurolandu. Dlatego bez wątplenia lepszym rozwiązaniem jest działanie na rzecz stopniowego rozszerzania zastosowania euro w sferze prywatnej, a więc jej wykorzystywania do notowań cen i fakturowania, jako środka płatniczego (w handlu międzynarodowym i wymianie walut) oraz jako waluty

---

<sup>163</sup> „Forum”, nr 20, 2008.

<sup>164</sup> Oręziak L., *Euro – pieniądz międzynarodowy*, op. cit.

inwestycyjnej (instrument akumulacji), jak i w sferze oficjalnej, tzn. jako bazy określania kursów walutowych, instrumentu interwencji walutowych oraz tworzenia rezerw dewizowych.

Przyszłością strefy euro bardzo wyczerpująco zajął się także S.I. Bukowski<sup>165</sup>. Autor ten przekonuje, że fakt, iż Euroland nie jest optymalnym obszarem walutowym, nie musi być przeszkodą, by pomyślnie się on rozwijał, o ile uda się wdrożyć głębokie reformy instytucjonalne i strukturalne. Wspólnota ma jednak z nimi problem, jak pokazuje to m.in. niewielka skuteczność Strategii Lizbońskiej z 2000 r. oraz jej zmodyfikowanej („odnowionej”) wersji z 2005 r. UE jest bowiem nadal zbiorowością bardzo zróżnicowanych krajów, w której silne jest nastawienie prosocjalne, a związki zawodowe i biurokracja wszelkiego typu wyraźnie bronią modelu etatystycznego i protekcjonistycznego. Ten ostatni wymiar szczególnie widoczny jest w przypadku rolnictwa i sektora usługowego. W tych to warunkach trudno oczekiwać, by szybko w UE mogły być wdrożone propozycje „Konsensu brukselsko-frankfurckiego”, przygotowanego przez grupę ekonomistów pod kierunkiem A. Sapiro, wśród których znajdował się również D. Rosati. Mimo to warto przypomnieć podstawowe rekomendacje zawarte w raporcie Sapiro z lipca 2003 r.:

- po pierwsze, elastyczne rynki są niezbędne, by jakakolwiek unia monetarna poradziła sobie z szokami asymetrycznymi; prowadzą do tego przede wszystkim reformy strukturalne,
- po drugie, Pakt Stabilności i Wzrostu powinien wystarczyć do stabilizacji makroekonomicznej za pomocą instrumentów fiskalnych,
- po trzecie, nie jest konieczne stosowanie scentralizowanej polityki budżetowej na poziomie Wspólnotowym, gdyż ww. Pakt oraz polityka pieniężna EBC łącznie wystarczą do stabilizowania cyklu koniunkturalnego. W ślad za tym UGW nie potrzebuje dla swego efektywnego funkcjonowania ani unii politycznej, ani federalizmu fiskalnego.

Trzeba przyznać, że te trzy filary raportu Sapiro mocno kontrastują z innymi poglądami, bardzo jednoznacznie akcentującymi właśnie znaczenie federalizmu fiskalnego i konieczność powstania unii politycznej dla domknięcia procesu europejskiej integracji gospodarczej i walutowej. Przykładowo, A. Sławiński, analizując pogłębianie się zróżnicowania konkurencyjności gospodarek tworzących UGW, stwierdza, że ich podstawowym źródłem jest niedostateczna elastyczność rynków pracy oraz niechęć do wprowadzania reform strukturalnych<sup>166</sup>. Jeśli chodzi zaś o elastyczność rynków pracy, to coraz bardziej popu-

---

<sup>165</sup> Bukowski I.S., op. cit.

<sup>166</sup> Sławiński A., *Euro potrzebuje Europy*, „Gazeta Wyborcza”, 1.04.2008.

larna staje się skandynawska koncepcja *flexicurity*, a więc umiejętność łączenia wysokiej mobilności siły roboczej z ochroną osób okresowo pozostających bez pracy<sup>167</sup>. Co do reform strukturalnych, zazwyczaj się przyjmuje, że powinny one pozostać domeną władz narodowych. Problem w Eurolandzie się jednak komplikuje, gdyż różnice strukturalne są duże i przez to pogłębiają się dysproporcje w zakresie konkurencyjności, a to zagraża wręcz stabilności makroekonomicznej strefy euro i obniża w niej tempo wzrostu. Wiedząc, że rządy narodowe z reguły podejmują odważniejsze reformy dopiero, gdy nagromadzi się wiele problemów, prawdopodobnie lepszym rozwiązaniem byłoby skoordynowanie w ramach Wspólnoty działań strukturalnych, a więc i pożądana byłaby większa integracja polityczna.

W tym momencie warto trochę szerzej potraktować reformy (politykę) strukturalne. Często traktuje się je jako swoiste panaceum na wszelkie kłopoty gospodarcze. Tymczasem, jak to pokazuje L. Podkaminer na przykładzie Niemiec, zbyt forsowny program reform tego typu może wręcz przyczynić się do spowolnienia wzrostu, mimo że Niemcy w jego wyniku stali się liderem światowego eksportu<sup>168</sup>. Większość tego eksportu przypada jednak na kraje strefy euro. Coraz wyraźniejsze spowolnienie w niej wzrostu gospodarczego powoduje, iż eksport niemiecki szybko słabnie, chociaż eksporterzy w tym kraju nadal znajdują się w dobrej kondycji finansowej. Niemcom najwyraźniej zaczyna brakować innych „motorów” wzrostu (konsumpcji wewnętrznej i popytu inwestycyjnego), a w Eurolandzie – na skutek dużego wolumenu handlu wewnątrzunijnego – następuje szybka kumulacja negatywnych zjawisk, które mogą zaowocować głębszym i dłużej trwającym spowolnieniem, a być może nawet recesją, w porównaniu np. do Stanów Zjednoczonych.

K. Szelağ pokazuje z kolei, że dotychczas stosowane w UE i UGW mechanizmy koordynacji polityki gospodarczej, budżetowej i dotyczącej zatrudnienia, z Paktem Stabilności i Wzrostu na czele, są bardzo czasochłonne, mało efektywne i kosztowne<sup>169</sup>. Dlatego też należałoby się poważnie zastanowić nad ich centralizacją, gdyż ta jest zdecydowanie bardziej skuteczna i efektywna. EBC wręcz potrzebuje partnera, by można było właściwie stabilizować koniunkturę makroekonomiczną w sferze euro, także instrumentami fiskalnymi, oraz przychodzić z ewentualną pomocą krajom przeżywającym trudności gospodarcze.

---

<sup>167</sup> Benedyk E., *Kurs pod wiatr*, „Polityka”, nr 20, 2008.

<sup>168</sup> Podkaminer L., *Konwergencja realna a inflacja: próba kwantyfikacji i implikacje dla integracji ze strefą euro*, „Bank i Kredyt”, nr 4, 2008.

<sup>169</sup> Szelağ K., *Polityka gospodarcza w strefie euro: koordynacja czy centralizacja?* „Bank i Kredyt”, nr 5, 2004.

Na problemy prowadzenia polityki gospodarczej w Eurolandzie mocno uwagę zwraca też P. de Grauwe<sup>170</sup>. Ten belgijski ekonomista uważa, że brak elementów centralizacji niektórych wydatków budżetowych i harmonizacji podatkowej prowadzi do dywergencji w strefie euro, a to utrudnia EBC prowadzenie bardziej skutecznej polityki pieniężnej. De Grauwe jednocześnie wyraża pogląd, że centralizacja ta musi jednak respektować zasady demokratyczne, tj. decyzje muszą być jednoznacznie powiązane z ponoszeniem odpowiedzialności politycznej. Dobrym przykładem może być tu system amerykański, w którym udało się znaleźć równowagę między władzami federalnymi a stanowymi. W tym kontekście obecne rozwiązania w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu nie są zadowalające. Postulowane zmiany wymagają znów jednakże większej integracji politycznej. Bez tego unia walutowa w długim okresie może być wystawiona na duże wstrząsy, łącznie nawet z jej dezintegracją. W ten sposób zmarnowano by dotychczasowe osiągnięcia UE w zakresie wzrostu produktywności i efektywności oraz uelastycznienia rynków, które są realną podstawą, by Wspólnota w długim okresie mogła rozwijać się szybciej niż Stany Zjednoczone.

Na koniec tego podrozdziału trzeba bardzo mocno podkreślić, że wszyscy, opowiadający się za przyspieszeniem reform strukturalnych we Wspólnotach europejskich, mają na myśli również zdecydowane zliberalizowanie wspólnej polityki rolnej, a więc radykalne zredukowanie subsydiów rolnych oraz deregulację rynków rolnych i żywnościowych, a także internalizację coraz większej liczby kosztów i efektów zewnętrznych powstających w rolnictwie.

### **3.4. Polska droga do euro**

Przystępowanie krajów niżej rozwiniętych do wyżej rozwiniętego wspólnego obszaru walutowego to jeden z trudniejszych problemów teoretycznych i poważne wyzwanie społeczno-polityczne oraz gospodarcze. Teoretycznym, gdyż – jak pamiętamy z wcześniejszych rozważań dotyczących koncepcji Krugmana – osiągnięcie korzyści netto z integracji walutowej możliwe jest dopiero po przekroczeniu pewnego progu wzajemnego zintegrowania między krajem pretendującym a unią walutową. Brakuje jednak precyzyjnej procedury wyznaczania owego progu. Sytuacja komplikuje się jeszcze przez to, że, być może, prawdziwa jest hipoteza endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego. Gdyby tak w istocie było, nie trzeba by dokładnie określać progu wzajemnego zintegrowania. Niestety, praktyka integracji walutowej w Europie po-

---

<sup>170</sup> *Europa w lepszej kondycji*, Wywiad I. Morawskiego z P. de Grauwe, „Rzeczpospolita”, 16.05.2008.



kazuje, że decyzje w przyjmowaniu kolejnych krajów do Eurolandu podejmowane są głównie na podstawie spełniania kryteriów szeroko rozumianej konwergencji. W szerszym natomiast planie trudno bronić się przed refleksją, że integracja monetarna wciąż ma słabą podbudowę teoretyczną. Toteż odbywa się ona w praktyce w znacznym stopniu w oparciu o pewną arbitralność, intuicję oraz metodą prób i błędów. Może inaczej być nie może, gdy zważymy jak trudny i delikatny jest to proces (wyzbywanie się waluty krajowej bywa traktowane jako co najmniej ograniczenie suwerenności narodowej).

Wymiar teoretyczny ma także kwestia braku solidnych podstaw naukowych do prowadzenia polityki pieniężnej w Eurolandzie, który nie jest przecież optymalnym obszarem walutowym, a zbiorowością nadal jednak silnie zróżnicowanych krajów, o rozmaitych preferencjach m.in. odnośnie inflacji i bezrobocia. Nie jest również tajemnicą, że pewne kraje w strefie euro mają pozycję dominującą, pełniąc rolę swoistego centrum, a słabiej rozwinięte tworzą z kolei jej peryferia. Polska, podobnie jak większość krajów, które przystąpiły do UE w 2004 r. i później, jest właśnie krajem peryferyjnym, małym, doganiającym i o niskich zasobach kapitału. Wystarczy tylko podać, że nasz PKB to ok. 5% PKB Eurolandu<sup>171</sup>. Czy to się nam podoba, czy nie polityka pieniężna EBC w pierwszym rządzie bierze pod uwagę sytuację i perspektywy gospodarcze największych krajów Eurostrefy. Kraje peryferyjne tym samym w większym stopniu narażone są na skutki szoków asymetrycznych. Tu znów teoria ekonomii nie dostarcza nawet ogólnej wiedzy, czy polityka pieniężna może w ogóle im jakoś zaradzić. Przy braku federalizmu fiskalnego w UE kraj peryferyjny musi sam neutralizować następstwa takich szoków, polegając zasadniczo na instrumentach fiskalnych. Bardzo łatwo jednak wtedy doprowadzić do spowolnienia gospodarczego, a nawet recesji, co dodatkowo pogłębi heterogeniczność wspólnego obszaru walutowego. W tym kontekście nie może dziwić duża wstrzeźliwość Komisji Europejskiej i EBC w szybkim powiększaniu strefy euro oraz brak jakichkolwiek koneksji dla kandydatów w zakresie łagodniejszego interpretowania kryteriów z Maastricht<sup>172</sup>.

---

<sup>171</sup> Petru R., *Dylematy polityki pieniężnej*, „Rzeczpospolita”, 8.08.2008.

<sup>172</sup> W Polsce bardzo mocno za tym opowiadali się m.in. D. Rosati i M. Belka, a ostatnio także L. Podkaminer. Władze UE i EBC w ogóle do tych propozycji się nie ustosunkowały, a nawet pojawiły się sygnały, że nowe kraje członkowskie będą raczej surowiej traktowane niż pierwotni założyciele strefy euro. Doświadczyła tego np. Litwa, która nieznacznie (o 0,02 pkt proc.) tylko przekroczyła kryterium inflacyjne i w konsekwencji jej wniosek o przyjęcie do UGW został odrzucony. W związku z tym niektórzy ekonomiści i politycy proponują wyższy limit referencyjnej inflacji dla nowych członków UE, a z drugiej strony zaostrzenie dla nich kryteriów fiskalnych. Na razie inicjatywy te nie znajdują uznania w oczach polityków unijnych („Rzeczpospolita”, 12.01.2008.).

Postulaty złagodzenia warunków konwergencji nominalnej wyprowadzająno głównie z oddziaływania w krajach peryferyjnych tzw. efektu Balassy-Samuelsona (BSE). W skrócie polega on na tym, że w krajach doganiających (zmniejszających dystans dzielący je od członków Eurolandu) wydajność pracy rośnie szybciej niż w krajach wyżej rozwiniętych. Szczególnie szybko wydajność ta rośnie w sektorze dóbr wymiennalnych z zagranicą. W ślad za tym rosną też płace w krajach doganiających, również w sektorze dóbr niewymiennalnych, a więc dotyczy to głównie usług. Rzeczą ważną przy tym jest to, że tempo wzrostu płac ma tendencję do zrównywania się w skali całej gospodarki narodowej, chociaż wydajność pracy w sektorze dóbr niewymiennalnych rośnie wolniej niż w sektorze dóbr wymiennalnych. Ostatnio np., Inspekcja Handlowa skontrolowała 362 placówki usługowe, stwierdzając, że więcej niż połowa z nich narusza prawa konsumentów, a blisko 1/3 nie ma cennika usług. Praktyk tych na przestrzeni ostatnich lat przybywa<sup>173</sup>. W konsekwencji w krajach doganiających może pojawić się „nadwyżkowa” inflacja w stosunku do krajów wyżej rozwiniętych. Ta „nadwyżkowa” inflacja wywiera dalej silną presję na aprecjację realnego kursu walutowego. Jeśli kraj doganiający, a tak jest w Polsce, stosuje system płynnego kursu walutowego, „nadwyżkowa” inflacja może prowadzić również do aprecjacji nominalnego (bieżącego) kursu walutowego w kraju doganiającym, gdy inflacja w nim i za granicą jest zbliżona, albo gdy inflacja jest w nim wyższa a kurs nominalny jest względnie stabilny<sup>174</sup>. W takich to warunkach kraj doganiający ma poważne problemy z jednoczesnym spełnieniem kryterium inflacyjnego i kursowego z Maastricht. Jak to pokazuje A. Sławiński na przykładzie Czech, zdecydowanie się na stopniową aprecjację waluty krajowej jest niezłą metodą pogodzenia sprzeczności warunków konwergencji w kraju doganiającym, o ile nie następuje w nim pogorszenie się międzynarodowej pozycji konkurencyjnej<sup>175</sup>. Fakt, iż 6.08.2008 r. Narodowy Bank Czech obniżył oficjalne stopy procentowe o 25 punktów bazowych, może jednak sugerować, że postępująca wciąż aprecjacja korony zaczyna i Czechom coraz bardziej przeszkadzać. Jednoznacznym dowodem na to jest deficyt obrotów bieżących tego kraju za I półrocze 2008 r., który przekroczył ponad trzykrotnie szacunki czeskich analityków. Warto przy tym dodać, że Bank Czech zdecydował się na redukcję stóp oficjalnych, pomimo przekraczania przez bieżącą inflację założonego celu aż dwukrotnie. Podobnie uczynił nowozelandzki bank centralny. Są to przykłady niestandardowych, „niepodręcznikowych” scenariuszy prowadzenia rzeczywistej polityki pieniężnej. Trzeba cały czas bowiem pamiętać, że redukowanie

---

<sup>173</sup> Fandrejewska A., *Usługi pod lupą UOKiK*, „Rzeczpospolita”, 7.08.2008.

<sup>174</sup> Barcz J. et al., op. cit.

<sup>175</sup> Sławiński A., *Do euro przez Budziejowice*, „Rzeczpospolita”, 5.06.2008.

„nadwyżkowej” inflacji może wymagać restrykcyjnej polityki fiskalnej, gdyż w UGW nie ma już narodowej polityki pieniężnej, a to z kolei może ograniczyć tempo wzrostu, czyli spowalniać sam proces doganiania.

W 2007 r. B. Egert przedstawił wyniki szeroko zakrojonych badań, z których jasno wynika, że empirycznie nie daje się potwierdzić występowanie efektu Balassy-Samuelsona i należałoby w związku z tym napisać już nekrolog dla tej koncepcji<sup>176</sup>. Jeśli inni badacze otrzymują podobne konkluzje, pojawiają się dodatkowe problemy z opisem procesu integracji monetarnej i zarządzania nim.

Wejście do strefy euro to także poważna decyzja społeczno-polityczna. W okresie ją poprzedzającym trzeba ponieść bardzo duży wysiłek i koszty, politycy i obywatele muszą być silnie motywowani i zdeterminowani, by dokonać całego szeregu, często bolesnych dostosowań, a sukces jest niepewny i znów wymagający znacznych wyrzeczeń. Trzeba jednak w tym miejscu bardzo mocno podkreślić, że Polska w momencie akcesji do UE nie wybrała wariantu *opt-out*, tak jak Dania i Wielka Brytania, a więc powinna w jakimś momencie wejść do Eurolandu. Można powiedzieć więcej, Polska z dniem 1 maja 2004 r. de facto stała się już członkiem UGW, uzyskując status kraju objętego derogacją (odstępstwem). Jest to równoznaczne z tym, że:

- polityka ekonomiczna Polski jest przedmiotem wspólnego zainteresowania i koordynacji Rady Europejskiej,
- zobowiązani jesteśmy do zachowania dyscypliny finansowej i fiskalnej, by spełnić kryteria fiskalne Traktatu z Maastricht i Paktu Stabilności i Wzrostu,
- NBP wszedł do Europejskiego Systemu Banków Centralnych, a jego prezes stał się członkiem Rady Dyrektorów EBC<sup>177</sup>.

Z powyższych warunków jasno wynika, że mamy prawo i obowiązek przyjąć kiedyś wspólną walutę. Żadne referendum, o którym niektórzy w Polsce wspominają, nie jest do tego potrzebne. Z drugiej strony trzeba się zgodzić z tymi, którzy utrzymują, że nasza pozycja jest subtelna, ale i zarazem wygodna, gdyż możemy wybrać moment zastąpienia złotego euro najdogodniejszy dla nas<sup>178</sup>. Problemem nie jest zatem, czy przyjmować wspólną walutę, ale kiedy i na jakich warunkach. Ważne staje się zatem zaprojektowanie optymalnej ścieżki dochodzenia do euro, by dzięki temu przyspieszyć i zrównoważyć nasz wzrost gospodarczy, a w konsekwencji poprawić i do-

---

<sup>176</sup> Wyniki te przywołuje się na podstawie: Podkaminer L., op. cit.

<sup>177</sup> Bukowski I.S., op. cit.

<sup>178</sup> Wójcik C., op. cit.

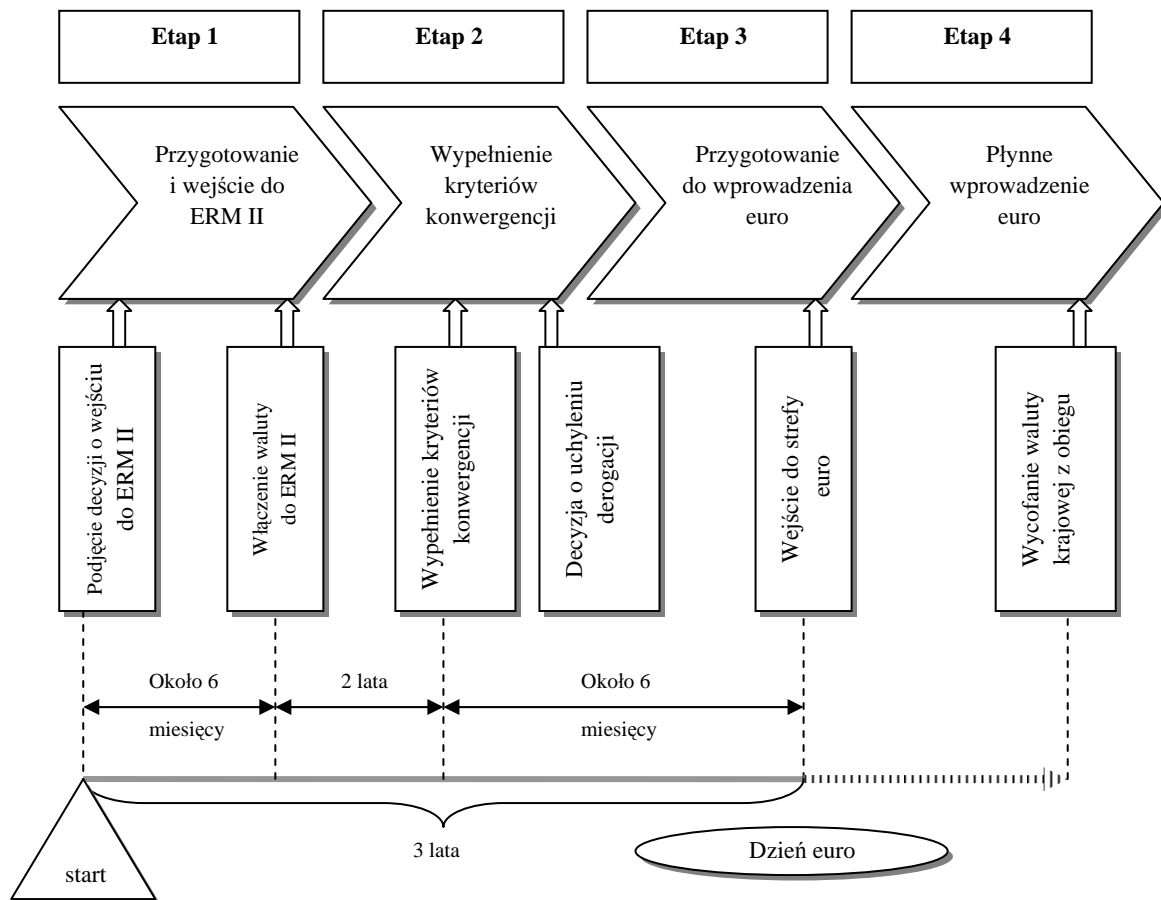
brobyt. W szerszym zaś planie przez wejście do UGW powinniśmy też poprawić naszą pozycję w systemie instytucjonalno-polityczno-decyzyjnym UE, a więc także i zwiększyć naszą ogólną stabilność i bezpieczeństwo narodowe. Trzeba mieć świadomość bowiem tego, że traktat lizboński przewiduje znaczne wzmocnienie statusu krajów członków strefy euro – tzw. Eurogrupy. Jak wynika np. z raportu instytutu demosEuropa, Eurogrupa może stać się swoistą unią w unii, dyktując politykę gospodarczą całej Wspólnocie. Pozostanie Polski poza strefą euro, zdaniem powyższego instytutu, może oznaczać utratę możliwości realnego wpływu na kształt unijnego budżetu i np. wspólnej polityki rolnej po 2013 r.<sup>179</sup>

Analizując doświadczenia Słowenii, Cypru i Malty, Litwy oraz Słowacji, musimy mieć pełną świadomość, że w naszym przypadku wchodzenie do strefy euro nie może się dokonać ani na zasadzie jednostronnej euroizacji, ani na podstawie szybkiej ścieżki, jak to sobie niektórzy ekonomiści i politycy w Polsce jeszcze jakiś czas temu wyobrażali. Pozostaje jedynie metoda standardowa, tzn. spełnienie przez Polskę jednocześnie i trwale wszystkich kryteriów konwergencji: legislacyjnej (prawnej), nominalnej (kryteriów z Maastricht) oraz realnej, czyli w ujęciu szerszym uzyskanie podobieństwa strukturalnego Polski i Eurolandu, a w ujęciu węższym zmniejszenie różnic w poziomie PKB per capita oraz warunków proceduralnych, a więc zastosowanie się do odpowiednich w tym zakresie regulacji wspólnotowych. Warte podkreślenia przy tym jest to, że naszą gotowość do przyjęcia euro oceniać będzie Komisja Europejska i EBC, a ostateczne decyzje podejmować będzie Rada Europejska i Parlament Europejski. Łącznie wszystkie czynności związane z akcesją do Eurolandu zajmą ok. 3 lat, a całość procesu prawdopodobnie będzie składać się z czterech etapów, jak to pokazano na schemacie 10.

---

<sup>179</sup> *Euro a integracja polityczna*, „Rzeczpospolita”, 15.04.2008.

## Standardowa procedura przyjmowania euro



Źródło: Wójcik C., *op. cit.*

Jeśli chodzi o kryteria legislacyjne, o których była już mowa w podrozdziale 3.3, to Polska obecnie ich nie spełnia. Chodzi o brzmienie art. 227 pkt 1 Konstytucji RP, który stanowi, że „centralnym bankiem jest Narodowy Bank Polski. Przysługuje mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalanie i realizowanie polityki pieniężnej. Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Zdaniem J. Jankowiaka, potrzebne jest w tym momencie orzeczenie Trybunału Konstytucyjnego, iż zapis powyższy nie stoi w kolizji z zastąpieniem złotego przez euro<sup>180</sup>. Gdyby tak było, nawet w połowie 2009 r. – o ile spełnilibyśmy wszystkie pozostałe warunki akcesji do UGW – moglibyśmy wejść do ERM II, a euro przyjąć w 2012 r., czyli tak jak premier D. Tusk wstępnie deklarował w haśle „euro na euro”. We wrześniu br. nasz premier oficjalnie podał jednak, że rząd jest mocno zdeterminowany, by euro przyjąć już

<sup>180</sup> Jankowiak J., *Euro i konstytucja*, „Gazeta Wyborcza”, 4.06.2008.

w 2011 r. Będzie to nadzwyczaj trudne, ale nie niemożliwe. Inny werdykt Trybunału oznaczałby konieczność zmiany konstytucji, co praktycznie będzie niemożliwe w obecnym parlamencie. W takim przypadku sensowna data przyjęcia euro to rok 2015 lub nawet nieco później. Były premier M. Belka, pytany w styczniu 2008 r. o termin wprowadzenia w Polsce euro, w pierwszym momencie stwierdził „nigdy”, a po namyśle – „no może w 2020 roku”, jako przyczynę podając nasze problemy z inflacją i małe szanse na zmianę tego kryterium konwergencji nominalnej w dającej się przewidzieć przyszłości<sup>181</sup>. Dalej M. Belka jasno mówi, że już w roku 2006 spełnialiśmy wszystkie warunki, by zacząć starania o wspólną walutę, ale brakło jakiegokolwiek woli politycznej, żeby to uczynić. Z kolei R. Petru – główny ekonomista Banku BPH – utrzymuje, że wciąż spełniamy kryterium inflacyjne z Maastricht, mając jeden z najniższych wskaźników inflacji na rynkach wschodzących i pewne, chociaż małe, szanse powrotu do górnych granic celu inflacyjnego NBP (3,5%) pod koniec 2009 r.<sup>182</sup>

Wyczerpującą oceną naszej zbieżności nominalnej, a więc wg Traktatu z Maastricht, ze strefą euro zajmowali się m.in. Belka, Bukowski, Lis i Wójcik<sup>183</sup>. A oto najważniejsze konkluzje tej czwórki badaczy:

1. Rzeczywiście w Polsce, podobnie jak w innych krajach pretendujących do euro, istnieje presja inflacyjna i wspomniana wcześniej „nadwyżkowa inflacja”, której istotnym źródłem ma być tzw. efekt Balassy-Samuelsona.
2. Wg polskiej metodologii określania deficytu budżetowego faktycznie w 2006 r. spełniliśmy wszystkie pięć kryteriów z Maastricht. Jeśli jednak zastosowano by unijną metodologię ESA 95, a tak niewątpliwie by w momencie decydowania o naszej akcesji było, nie spełnialiśmy wówczas trzech kryteriów: deficytu sektora finansów publicznych, stabilności kursu walutowego i inflacyjnego.
3. Rozpoczęta na początku ub. dekady aprecjacja realnych kursów walut EŚW będzie prawdopodobnie jeszcze przez kilka najbliższych lat kontynuowana, chociaż wolniej, w miarę zamykania się luki dochodowej między nimi a Eurolandem. W ten sposób mogą jeszcze wzrosnąć różnice inflacyjne w UGW, a z drugiej strony stopy procentowe i tempo wzrostu kredytu w krajach pretendujących. Utrzymywanie się różnic inflacyjnych jest czynnikiem zaostrzającym zagrożenie szokami asymetrycznymi, gdyż w warunkach jednolitej nominalnej stopy procentowej prowadzą one do różnych stóp realnych.

---

<sup>181</sup> *Czas Polski minął*, „Rzeczpospolita”, 12.01.2008.

<sup>182</sup> Petru R., op. cit.

<sup>183</sup> Bukowski I.S., op. cit.; Belka M., *Rozszerzenie europejskiej unii walutowej a perspektywy rozwoju gospodarczego Polski*, „Ekonomista”, nr 6, 2007; Lis S., *Akcesja Polski do strefy euro – analiza krytyczna*, „Ekonomista”, nr 3, 2008; Wójcik C., op. cit.

W krajach o wyższej inflacji są one niższe, co jeszcze bardziej stymuluje w nich popyt i możliwość pojawienia się ekspansji kredytowej. W konsekwencji heterogeniczność obydwu unii będzie raczej wzrastać, co znacznie utrudni prowadzenie scentralizowanej polityki pieniężnej, strukturalnej, spójności oraz wspólnej polityki rolnej.

4. System fiskalny i jakość instytucji fiskalnych w Polsce oraz innych nowych krajach członkowskich UE nie odbiegają od spotykanych w obecnych krajach UGW. Kryteria fiskalne z Maastricht wprawdzie mogą wymuszać dyscyplinę fiskalną, ale siła tego bodźca jest osłabiana przez ich nieprzestrzeganie przez niektóre kraje należące już do Eurolandu. Z drugiej strony w krajach pretendujących do euro jako uzasadniony może być relatywnie i nominalnie wyższy poziom inwestycji publicznych, co może być w konflikcie z kryterium deficytu budżetowego i długu publicznego.

Jak już to sygnalizowano, konwergencja realna to proces stopniowego zmniejszania różnic w charakterystykach strukturalnych integrujących się monetarnie krajów oraz w poziomie dochodów ich mieszkańców. W ogólności wyższy stopień konwergencji realnej ułatwia trwałą konwergencję nominalną. W odróżnieniu jednak od tej ostatniej nie ma gotowego zestawu cech pozwalających orzekać o stopniu konwergencji realnej. Z dostępnej literatury wynika, że do jej pomiaru można stosować:

- poziom PKB per capita i tempo jego wzrostu,
- mobilność kapitału wewnątrz UE i poza Wspólnotą,
- stopę bezrobocia, rynek pracy, jego elastyczność, mobilność siły roboczej,
- otwartość zewnętrzną gospodarki,
- dywersyfikację produkcji,
- rynek finansowy i integrację finansową oraz rozwój finansowy,
- stopień zsynchronizowania cykli koniunkturalnych,
- nominalne i realne kursy walutowe,
- poziom cen relatywnych,
- wskaźnik rozwoju społecznego (*Human Development Index, HDI*)<sup>184</sup>.

Ustalenia polskich badaczy w zakresie konwergencji realnej między naszym krajem i nowymi członkami UE a strefą euro można podsumować następująco:

- a) tempo wzrostu gospodarczego ogółem i per capita w krajach doganiających w ostatnich latach było wyższe i tendencja ta utrzyma się nadal. Szczególnie dobrze stopy wzrostu wyglądały w krajach, w których fiskalizm był niski a systemy podatkowe były mało skomplikowane. Nie-

---

<sup>184</sup> Bukowski I.S., op. cit.; Belka M., op. cit.; Lis S.; Wójcik C., op. cit.

stety, Polska do tej grupy nie należy. Luka dochodowa się zmniejsza jednak również na skutek realnej aprecjacji walut krajów doganiających. W krajach o najwyższych stopach wzrostu występowały też najwyższe ich wahania cykliczne. Lepiej prezentują się natomiast kraje kandydujące do Eurolandu, gdy PKB wyrazimy w parytecie siły nabywczej. Jednak i w tym ujęciu oraz przy uwzględnieniu wskaźnika HDI Polska sytuuje się jako jeden z najuboższych i najsłabiej rozwiniętych krajów UE. Przy założeniu średniego tempa wzrostu naszego PKB z lat 1995-2007 równego 4,6% i wzrostu UE-15 z tego samego okresu wynoszącego 2,3% średni poziom PKB per capita „Starej Unii” osiągniemy ok. 2050 r. Gdyby nam się udało uzyskać trwale wzrost – rzędu 7% rocznie, moment powyższy przesunąłby się do ok. 2030 r. Realnie patrząc, osiągnięcie takiej dynamiki wzrostu jest raczej niemożliwe, jeśli uwzględnimy małą gotowość naszych polityków i obywateli do podejmowania radykalnych reform strukturalnych<sup>185</sup>;

- b) w krajach aspirujących do euro obserwuje się wyraźnie dodatnią korelację między PKB per capita a wzrostem cen relatywnych, tj. odniesionych do Eurolandu. Ceny te mają rosnąć głównie z powodu dostosowań w sektorze dóbr niewymienialnych, co skutkuje realnym wzmocnieniem walut krajowych, a więc jest przejawem tzw. efektu Balassy-Samuelsona. Problem prawdopodobnie będzie się komplikował przez utrzymanie się nadal aprecjacji nominalnych kursów walut krajów „Nowej Europy”, prowadzącej do omawianej już wcześniej „nadwyżkowej” w nich inflacji, chociaż automatyzmu tu nie ma oraz nie jest uprawniony wniosek, iż między inflacją a szybką konwergencją realną obowiązuje powszechna wymiennosc (*tradeoff*), tzn., że „nadwyżkowa” inflacja jest nieuchronnym kosztem rosnącego relatywnego poziomu PKB per capita;
- c) prawdopodobne utrzymywanie się znacznych różnic stóp inflacji między kandydatami do strefy euro a jej obecnymi członkami spowoduje, iż w tych pierwszych realne stopy procentowe mogą być niższe, co może zachęcać je do ekspansji kredytowej, po której może nastąpić gwałtowne ograniczenie podaży kredytów. Rynki finansowe „Nowej Europy” są jednak relatywnie płytkie, co osłabia wpływ polityki pieniężnej na gospodarkę narodową. Fakt, iż instytucje finansowe w tych krajach są własnością głównie inwestorów zagranicznych, może sugerować

---

<sup>185</sup> Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu w długim okresie jest bardzo trudne. A. Rzońca, przykładowo, podaje, że na świecie tylko ośmiu krajom w ostatnich 30 latach udało się uzyskać wzrost na poziomie co najmniej 4,4% rocznie. Praktycznie w każdym z tych krajów relacja wydatki publiczne/PKB była dużo niższa niż w Polsce. „Rzeczpospolita”, 21.06.2007.



- jednak, że są one już silnie zintegrowane z rynkami finansowymi Euro-landu. Pewnym problemem może być natomiast wyższa koncentracja banków w EŚW, co przejawia się m.in. w wyższych marżach odsetkowych niż w Eurostrefie. Świadczy to również o niższej konkurencyjności banków w naszej części Europy. W istocie nie ustępujemy natomiast strefie euro pod względem mobilności kapitału mierzonej relacją sumy napływu i odpływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do PKB;
- d) wprawdzie Polska i inne kraje EŚW charakteryzują się wyższym udziałem rolnictwa i przemysłu w tworzeniu PKB, ale różnice w tym zakresie nie są rażące i będą szybko malały;
  - e) w mniej więcej 80% zmiany w strukturze zatrudnienia w Polsce są zbieżne z obserwowanymi w strefie euro. Do niedawna jednak bezrobocie u nas i w innych krajach EŚW było wyższe niż w Eurolandzie. Elastyczność rynków pracy w całej UE jest niezbyt wysoka, ale Polska pod tym względem nie wypada wcale najgorzej;
  - f) kraje objęte derogacją charakteryzują się wysokim stopniem otwartości, gdy mierzymy ją stosunkiem sumy eksportu i importu do ich PKB. Ponadto 60-80 i więcej procent ich zagranicznej wymiany handlowej przypada na kraje UE. Bardzo znaczny jest też udział handlu wewnątrzgałęziowego między nowymi i wcześniejszymi członkami Wspólnoty. Niestety, większość krajów aspirujących do euro posiada deficyty handlowe w obrotach z Eurolandem. W części spowodowane to jest aprecjacją nominalną ich walut. Jest to okoliczność utrudniająca funkcjonowanie krajów EŚW w ERM II;
  - g) duża otwartość zewnętrzna nowych krajów UE i silne ich powiązania handlowe ze strefą euro sprzyjają synchronizacji ich cykli koniunkturalnych z cyklami UE, a UGW w szczególności. Szacowane tu współczynniki korelacji pokazują, że ich wartości często są zbliżone do obserwowanych dla krajów już znajdujących się w strefie euro. Można z tego zatem wnioskować, iż obydwie grupy krajów w tendencji powinny w sposób zbliżony reagować na szoki ekonomiczne.

Reasumując, można stwierdzić, że konwergencja realna wyraźnie postępuje i w żadnym stopniu żadnego z nowych krajów członkowskich UE nie dyskwalifikuje jako kandydata do unii monetarnej. Oczywiście, w krajach objętych derogacją potrzebnych jest jeszcze wiele reform strukturalnych, instytucjonalnych, finansowych itd., ale z częścią z nich muszą się też zmierzyć obecni członkowie Euroland. Z drugiej z kolei strony kraje podobne do Polski powinny również rozumieć, że kontynuowanie reform jest im tak czy owak niezbędne. Eksperymenty symulacyjne pokazują bowiem

m.in., że zreformowanie polskiego rynku pracy jest jednym z podstawowych warunków, by konieczne dostosowania fiskalne niezbędne do spełnienia kryteriów z Maastricht nie spowodowały kosztów w postaci utraty zagregowanego PKB<sup>186</sup>. Źle byłoby zatem, gdyby reformy wynikały jedynie z chęci wprowadzenia nowej waluty. Przykłady Portugalii i Grecji pokazują, że brak reform albo zła ich sekwencja już po przyjęciu euro mogą oznaczać nikłe wykorzystanie oferowanych przez to możliwości.

Sama konwergencja realna z pewnością zasługuje na nieco szersze skomentowanie. W tym miejscu odwołamy się do rozważań Ł. Jabłońskiego, ograniczając się jednak tylko do możliwości jej wystąpienia<sup>187</sup>. Generalnie zależą one od zastosowanego podejścia – modelu wzrostu. W przypadku modeli neoklasycznych konwergencja była czymś naturalnym, wręcz nieodzownym autonomicznym procesem. Z kolei w endogenicznej teorii wzrostu wiele wniosków jest bardzo pesymistycznych, gdyż sugerują one, że konwergencja między krajami biednymi i bogatymi może w ogóle nie pojawić się. Żeby jednak konwergencja ta wystąpiła, trzeba – w zasadzie – łącznie spełnić wiele warunków w polityce gospodarczej kraju doganiającego, które w ogólności sprowadzają się do umiejętnego, niekiedy wręcz unikalnego, połączenia niematerialnych (kapitał ludzki, społeczny, instytucjonalny itp.) z materialnymi czynnikami wzrostu. Bardzo potrzebne są zatem zróżnicowane schematy prowadzenia polityki gospodarczej dla zmniejszenia luki rozwojowej. Wielce pomocne mogą okazać się w tym momencie zalecenia instytucjonalnej ekonomii rozwoju, sugerujące potrzebę istnienia umiarkowanych różnic między centrum integrującym a krajami doganiającymi, posiadania wystarczających zasobów materialnych (fizycznych) przez te ostatnie, dysponowania jednolitym schematem integracji oraz przynależność do jednego kręgu kulturowego, co implikuje zbliżone rozumienie kategorii ekonomicznych oraz dokonujących się procesów społeczno-gospodarczych.

Nasze aktualne atuty i słabości pod kątem przystępowania do strefy euro przedstawiono w zestawieniu 15.

---

<sup>186</sup> Gradzewicz M., Jędrzejowicz M., Żółkiewski Z., *The Cost of Fiscal Tightening in Poland on the Road to the Euro: Does the Labour Market Matter?* (CGE Model Simulations), „Bank i Kredyt”, nr 4, 2007.

<sup>187</sup> Jabłoński Ł., *Ewolucja poglądów na temat konwergencji w ekonomii rozwoju*, „Gospodarka Narodowa”, nr 5-6, 2008.

## Słabe i mocne strony polskiej gospodarki a proces przyjmowania euro

Słabe strony	Mocne strony
1. Rosnący deficyt budżetowy i dług publiczny.	1. Niska stopa inflacji.
2. Wysokie stopy procentowe od kredytów i pożyczek.	2. Zaawansowana prywatyzacja i dominacja sektora prywatnego w wytwarzaniu PKB i w zatrudnieniu.
3. Deficyt rachunku obrotów bieżących.	3. Relatywnie dobrze rozwinięty rynek finansowy i system bankowy.
4. Wysokie obciążenia podatkowe ludności i przedsiębiorstw.	4. Relatywnie duży i atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych rynek.
5. Niska stopa oszczędności i niska skłonność do oszczędzania.	5. Zasoby wykwalifikowanej siły roboczej.
6. Wysoka stopa bezrobocia	6. Tendencja do wzrostu stopnia otwartości gospodarki.
7. Niska mobilność siły roboczej.	7. Tendencje do intensyfikacji wymiany wewnętrznej.
8. Sztywność rynku pracy i płac.	8. Wysoki już i rosnący stopień synchronizacji cyklu koniunkturalnego w Polsce ze zagregowanym cyklem w UEiM.
9. Nadmierna monopolizacja niektórych rynków (m.in. energetyka, telekomunikacja, produkcja cukru, górnictwo).	
10. Zahamowanie prywatyzacji i tendencje do utrzymania wysokiego udziału państwa w gospodarce.	
11. Niedostosowanie struktury eksportu do struktury popytu ze strony krajów UE.	
12. Niestabilność polityki ekonomicznej i jej nadmierne uzależnienie od cyklu politycznego.	

Źródło: Bukowski I.S., *op. cit.*

Już wcześniej ustalono, że poprawa konwergencji realnej gospodarki chcącej zintegrować się ze wspólnym obszarem walutowym oznacza też z reguły trwałą konwergencję nominalną. Pokazano również, że już obecnie nowe kraje członkowskie UE na ich drodze do euro bardzo mocno doświadczają konfliktu między kryteriami inflacyjnymi a kursowymi ustalonymi w Traktacie z Maastricht. Wreszcie stwierdzono, że kraje „Nowej Europy” mają niewielkie szanse, by warunki konwergencji nominalnej nieco dla nich zmodyfikowano i uelastyczniono, nawet na zasadzie „coś za coś”, tzn. łagodniejsze podejście do inflacji w zamian za ostrzejsze kryteria fiskalne. Niekiedy pojawiają się natomiast wręcz głosy, że np. pasmo wahań kursowych w ERM II dla niektórych z nich może być zaostrowane. Wynika

z powyższego, że aktualni członkowie Eurolandu boją się skutków pogłębiania się różnic i wzrostu heterogeniczności strefy po jej kolejnych rozszerzeniach. Obawy te są trochę na wyrost, jeśli uwzględnimy, że wszystkie nowe kraje członkowskie w 2006 r. wytworzyły jedynie 8,6% PKB strefy euro<sup>188</sup>. Być może obawy te byłyby także mniejsze, gdyby wszyscy Europejczycy wykazywali większe zainteresowanie pogłębianiem integracji politycznej i paneuropejskiego solidaryzmu budowanego nie tylko na wspólnocie interesu ekonomicznego, ale również na podstawie tożsamości europejskiej wyrastającej z historii, kultury i podobnych wyzwań stwarzanych przez globalizację oraz kształtowanie się nowego światowego ładu ekonomiczno-gospodarczego i geostrategicznego.

Do możliwych konfliktów między konwergencją nominalną i realną w procesie dochodzenia „Nowej Europy” do euro i nieadekwatności kryteriów z Maastricht dla tej grupy krajów, a więc znajdujących się fazie doganiania bogatszych członków UE, należy podchodzić z odpowiednim dystansem. Wystarczy przypomnieć, że niektórzy z obecnych członków Eurolandu też musieli sobie radzić ze sprzecznościami tego typu. I poradzili sobie, chociaż w różny sposób. Warto też przypomnieć, że w przypadku Grecji mieliśmy do czynienia z „kreatywną księgowością”, a więc manipulacjami kryteriami fiskalnymi. Na dobrą sprawę tylko kilka krajów strefy euro spełnia wszystkie kryteria z Maastricht. W roku 2006 było ich dokładnie trzy – Irlandia, Holandia i Finlandia. Gdyby klasyfikację tą prowadzić na bazie EU-25, liczba ta wzrosłaby do 8<sup>189</sup>. Wreszcie, warto przypomnieć o tym, że realna konwergencja w strefie euro nie postępuje równomiernie. Przykładem mogą być tu Niemcy, największy w świecie eksporter, które szybciej rozwijają wymianę handlową z krajami nienależącymi do strefy euro niż w ramach tej strefy. A zatem, kraje aspirujące do Eurolandu powinny nadal być zdeterminowane w reformowaniu swych gospodarek, bo per saldo i tak im się to opłaci. Z kolei obecni członkowie UGW powinni wykazywać więcej realizmu, gdyż potencjał „Nowej Europy” jest zbyt mały, by zaburzył istotnie mechanizmy funkcjonowania Unii, a reformy w niej prowadzone dotyczyć mają głównie podażowej strony ich gospodarek, co jest najlepszą metodą poprawiania konkurencyjności i osiągnięcia większej realnej zbieżności. Dobrze byłoby też, gdyby obecni członkowie Eurolandu trochę nawet zaryzykowali w tym sensie, że być może hipoteza endogeniczności kryteriów optymalnego obszaru walutowego jest chociaż w części prawdziwa. Badacze powinni ją bez wątpienia poddać szybkiej weryfikacji empirycznej, gdyż

---

<sup>188</sup> Wójcik C., op. cit.

<sup>189</sup> Słojewska A., *Problemy wewnątrz eurolandu*. „Rzeczpospolita”, 22.05.2006.

pojawiła się koncepcja konkurencyjna, a mianowicie możliwość wystąpienia realnej i nominalnej dywergencji w uniach monetarnych. Prezentuje ją m.in. A. Koronowski<sup>190</sup>. W modelowych rozważaniach tego autora dywergencja pojawia się jako skutek dążenia do mikroekonomicznej optymalizacji. Wskutek tego w sferze makro mogą zdarzyć się stany suboptymalne. Środkiem zaradczym mogłoby być zróżnicowanie oficjalnej stopy procentowej w unii monetarnej, ale trzeba się wtedy liczyć z realnymi fluktuacjami w gospodarkach ją tworzących. Warto dodać, że model Koronowskiego pokazuje, iż dywergencje mogą występować niezależnie od szoków asymetrycznych. Całość koncepcji odróżnia się przy tym jednoznacznie od teorii optymalnych obszarów walutowych.

Podsumowując dotychczasowe rozważania, warto odwołać się do koncepcji triady wyzwań stojących przed nowymi krajami członkowskimi na ich drodze do euro, którą sformułował C. Wójcik<sup>191</sup>. Wyzwania te to:

- (1) proces doganiania bogatych członków UE,
- (2) wzrost cen relatywnych i realnych kursów walutowych,
- (3) rozwój finansowy, zredukowany jednak przez Wójcika do tzw. pogłębiania finansowego (*financial deepening*). W rzeczywistości obejmuje on także proces poszerzenia finansowego (*financial broadening*). W sumie prowadzi one do ekspansji kredytowej, która może zaowocować tzw. bąblami spekulacyjnymi. Ich pęknięcie zazwyczaj oznacza gwałtowne ograniczenie podaży kredytu i kapitału ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami dla wzrostu, bezrobocia i równowagi makroekonomicznej.

Najpoważniejszą konsekwencją powyższej triady jest możliwość pogłębiania się różnic inflacyjnych w rozszerzonej strefie euro, z którymi scentralizowana polityka pieniężna EBC może sobie coraz trudniej radzić w sensie dopasowania stosowanego instrumentarium do jeszcze bardziej zróżnicowanego położenia krajów członkowskich oraz ich preferencji. W tym też zasadza się największe ryzyko kolejnych poszerzeń UGW. Wprowadzenie w UE federalizmu fiskalnego z pewnością ryzyko to by zmniejszyło, ale uzależnione jest to od gotowości Europejczyków do głębszej integracji politycznej. Gotowości takiej dotkliwie jednakże brakuje.

Z punktu widzenia kraju objętego derogacją kwestią wręcz o znaczeniu fundamentalnym jest kurs konwersji waluty narodowej na euro, najpierw przy wejściu do ERM II (tzw. parytet), a później kurs ostateczny. Generalnie powinien być to kurs równowagi, a więc wartość teoretyczna, która odzwierciedlałaby fundamenty makroekonomiczne danej gospodarki na tle zagranicy, pozwala-

---

<sup>190</sup> Koronowski A., *Real and Nominal Divergences in a Monetary Union – an Approach Beyond the Theory of Optimum Currency Areas*, „Bank i Kredyt”, nr 10, 2007.

<sup>191</sup> Wójcik C., op. cit.

jąca z jednej strony utrzymać inflację na założonym poziomie, a z drugiej nie hamująca eksportu. Ogólnie zatem kurs równowagi nie zagraża gospodarce ani recesją, ani przegrzaniem. Problemem jest jednak to, że kurs równowagi, w różnych ujęciach (nominalny vs. realny; krótkoterminowy vs. długookresowy, itd.), nie jest wielkością bezpośrednio obserwowalną, lecz określaną na podstawie modelowania ekonometrycznego. Ważne jest natomiast, że może on podlegać aprecjacji i deprecjacji oraz pozostawać w rozmaitych relacjach do kursu rynkowego (nominalnego, bieżącego). W przypadku Polski przyjmuje się, że dotychczasowa aprecjacja złotego miała miejsce zarówno w przypadku kursu nominalnego, jak i kursu równowagi. Idealnie byłoby zatem, gdyby naszym władzom monetarnym i rządowi udało się maksymalnie przybliżyć kurs nominalny zastąpienia złotego przez euro do kursu równowagi. Podobna uwaga dotyczy kursu – parytetu przy wchodzeniu do ERM II. Trzeba jasno powiedzieć, że będzie to bardzo trudne. Wystarczy tu odwołać się do najświeższych doświadczeń Słowacji, która 1.01.2009 r. stanie się członkiem strefy euro. Jak pamiętamy, kurs-parytet musi być ustalony w momencie wchodzenia do ERM II i później nie może być dewaluowany. Może natomiast być rewaluowany. Dwukrotnie miało to właśnie miejsce w przypadku słowackiej korony. Teoretycznie nadwartościowy kurs waluty zastępowanej wspólnym pieniądzem może doprowadzić nawet do recesji w kraju przystępującym do unii monetarnej. Częściej może natomiast pogarszać się deficyt obrotów bieżących, co wywiera presję na osłabienie waluty zastępowanej. Z tego powodu Polska raczej opowiadać się będzie za kursem nieco słabszym. Na razie w przypadku Słowacji zagrożeń powyższych nie obserwujemy. Przestrożą może być jednak zjednoczenie Niemiec, kiedy to nadwartościowa zamiana marki wschodniemieckiej doprowadziła do wieloletniej zapaści społeczno-gospodarczej w b. NRD. Dla kompletności rozważań trzeba jeszcze podać, że w przypadku niedowartościowanego kursu konwersji w kraju wchodzącym do unii monetarnej może wystąpić przegrzanie gospodarki, a w konsekwencji i wzrost inflacji. W jakimś sensie doświadczyły tego republiki nadbałtyckie, związując swoje waluty z euro w ramach systemu ERM II<sup>192</sup>. L. Podkaminer pokazuje ponadto, że nawet kraje należące już do UGW mogą cechować się „nadwartościowością” lub „podwartościowością” swojego euro<sup>193</sup>. Sytuacja ta może się przy tym na przemian zmieniać i nie chroni też przed tym stały kurs zamiany waluty krajowej przez euro. W pewnych zatem warunkach kraj będący już w Eurolandzie może niemalże w sposób trwały przeżywać re-

---

<sup>192</sup> Estonia i Litwa podjęły jednostronne zobowiązanie do utrzymania tzw. izby walutowej (*currency board*), a Łotwa przyjęła takie same zobowiązanie do utrzymywania wahań kursu w przedziale +/- 1% (Oreziak L., *Euro – pieniądź międzynarodowy*, op. cit.).

<sup>193</sup> Podkaminer L., op. cit.

gres i być mało konkurencyjnym. Jedynym wyjściem jest tu ponownie głębsza integracja ekonomiczna UE połączona z odpowiednio głęboką integracją polityczną.

Jak z powyższego wynika, wybór kursu-parytetu i kursu ostatecznego oraz momentu akcesji do UGW mają bardzo poważne implikacje. W ERM II trzeba kursu bronić przed atakami spekulacyjnymi i mieć bardzo dobrą sytuację budżetową. Po akcesji zaś niewykluczone są również duże fluktuacje makroekonomiczne, z recesją i spadkiem konkurencyjności międzynarodowej w scenariuszu najbardziej pesymistycznym.

Sprawą wprowadzie o charakterze technicznym, ale także bardzo ważną, jest nawet sposób zapisu usztywnionego ostatecznego kursu, konwersji, tzn. zakres dokładności po przecinku. Doświadczenia innych krajów jasno dowodzą, że najlepszym rozwiązaniem jest zadowolenie się możliwie małą dokładnością. Wtedy to bowiem łatwiej poradzić sobie z pokusą zaokrąglania w górę cen przeliczanych z waluty narodowej na euro. W ten sposób władzom publicznym łatwiej jest zapanować nad pewnym wzrostem inflacji, zazwyczaj obserwowanym w okresie współwystępowania starej i nowej waluty. Ekonomiści NBP w raporcie pt. „Efekty zaokrągleń cen w Polsce po wprowadzeniu euro do obiegu gotówkowego” ustalili, że w innych krajach wtedy najbardziej drożały: żywność, łączność, gastronomia, usługi fryzjerskie, rekreacja i kultura<sup>194</sup>. W polskich warunkach natomiast sposób zaokrąglenia kursu konwersji przyniósłby średnio wzrost cen od 0,04 do 2,36%, ale niektóre ceny mogłyby nawet nieznacznie zmaleć (o 0,18%). Maksymalny zaś wzrost cen wyniósłby 3,29%. Zapanowanie nad pewnym impulsem inflacyjnym, który ma na pewno większe znaczenie psychologiczne niż ekonomiczne, jest zadaniem naszych władz publicznych, tak w sferze działań edukacyjnych, jak i administracyjnych. W sierpniu 2008 r. NBP upublicznił z kolei raport pt. „Wpływ wprowadzenia wspólnej waluty do obiegu gotówkowego na zmiany w poziomie cen krajów strefy euro”<sup>195</sup>. Wynika z niego, że ze wzrostem cen po 2002 r. miano jedynie do czynienia w okresie krótkim, gdzie średnio dla całej UGW wzrost inflacji wyniósł 0,6 p.p.

W kwietniu br. NBP opublikował natomiast raport poświęcony skutkom finansowym dla krajowych banków z racji wprowadzenia euro. Wynika z niego, że zamiana ta oznaczałaby w sumie dla nich koszty, utożsamione ze stratą, w wysokości ok. 4 mld zł. Komentując te szacunki, W. Gadomski słusznie zauważa, że są to w istocie rachunki bałamutne i niemerytoryczne.

---

<sup>194</sup> Glapiak E., *Euro musi spowodować niewielki wzrost cen*, „Rzeczpospolita”, 8.07.2008.

<sup>195</sup> „Rzeczpospolita”, 14.08.2008.

To, że banki będą musiały zmodernizować swoje systemy informatyczne, jest przecież równoznaczne z postępem technicznym i technologicznym, a utrata zysków z transakcji wymiany walut jest zyskiem dla przedsiębiorców i obywateli<sup>196</sup>. Gadomski kończy swe rozważania mocnym stwierdzeniem, iż raport jest tendencyjny i był sporządzony pod prezesa NBP, który nie ukrywa, że nie jest zwolennikiem przyjęcia euro. Zagadnienia tego nie rozwija się, ograniczając się tylko do pewnego uogólnienia, iż problem naszego wejścia do UGW będzie „rozgrywany” również przez siły polityczne, które budują swoją pozycję na szerzeniu i wzmacnianiu rozmaitych lęków i fobii Polaków.

NBP, a konkretnie Biuro ds. integracji ze strefą euro, od pewnego czasu pracuje też nad całościową oceną kosztów i korzyści zastąpienia złotego przez euro. Sprawą fundamentalną jest to, by był to dokument w pełni obiektywny. Pewnego rodzaju wstępem do takiej oceny może być cykl debat publicznych, który nasz bank centralny przeprowadził wspólnie z „Rzeczpospolitą” pod ogólnym hasłem „Euro w Polsce – nadzieja czy zagrożenie?”<sup>197</sup>. Lektura dotychczasowych prezentacji stanowisk wskazuje, że powinno się udać utrzymać bezstronność raportu końcowego. Być może będzie miał on również konwencję zestawienia plusów i minusów akcesji do UGW pod kątem następujących aspektów tej integracji:

#### 1. Wspólna waluta a wzrost gospodarczy

- (+) przyjęcie euro przyspieszy wzrost gospodarczy w Polsce,
- (–) zastąpienie złotego euro wcale nie przyniesie nam korzyści, a w tym w szczególności nie przyspieszy wzrostu gospodarczego.

#### 2. Rezygnacja z polityki pieniężnej – czy to zaszkodzi Polsce?

- (+) posiadanie narodowej (suwerennej) polityki pieniężnej nie jest warunkiem koniecznym do szybkiego rozwoju gospodarczego,
- (–) polityka stóp procentowych EBC może nie być adekwatna do preferencji polskiej gospodarki.

#### 3. Spadek stóp procentowych

- (+) zwiększy się przez to znacząco dopływ kapitału zagranicznego a nasz deficyt obrotów bieżących może się istotnie podwyższyć bez stwarzania groźby wybuchu kryzysu walutowego,
- (–) już obecnie nie mamy większych przeszkód w korzystaniu z międzynarodowych rynków finansowych.

---

<sup>196</sup> Gadomski W., *Alergia na euro?*, „Gazeta Wyborcza”, 17.04.2008.

<sup>197</sup> Podsumowanie debat i dyskusji „Rzeczpospolita” opublikowała 15.04.2008 r.



#### 4. Zniesienie niepewności związanej ze zmiennością kursu złotego

- (+) zmienność ta obecnie jest jednym z głównych problemów krajowych eksporterów, którzy mocno opowiadają się za przyjęciem euro,
- (-) rezygnacja z waluty krajowej wcale nie musi oznaczać wzrostu międzynarodowej wymiany handlowej.

#### 5. Euro a integracja polityczna

- (+) przyjęcie przez Polskę wspólnego pieniądza może poprawić naszą wewnątrzunijną pozycję polityczną,
- (-) zastąpienie złotego euro może oznaczać kolejny etap wyzbywania się części kompetencji polskiego rządu i parlamentu na rzecz instytucji wspólnotowych.

#### 6. Zmiana cen towarów i usług po wejściu do strefy euro

- (+) nie należy obawiać się, że w jej wyniku ceny drastycznie wzrosną,
- (-) dotychczasowe doświadczenia z przyjmowaniem wspólnej waluty pokazują, że powstający w ten sposób impuls inflacyjny może być mocno odczuwalny, szczególnie w krajach słabiej rozwiniętych i przez uboższe grupy ludności.

Na koszty (zagrożenia) i korzyści (szanse) naszej akcesji do UGW należy też patrzeć inaczej w okresie krótkim i długim. Taką konwencję proponuje m.in. S.I. Bukowski, a uzyskane rezultaty zaprezentowano w zestawieniu 16. Jednak i w tym przypadku trzeba pamiętać, że konfrontuje się tu ustalenia o charakterze ekonomicznym. Tymczasem w procesie przyjmowania euro ważną rolę każdorazowo odgrywają również emocje. Argumenty logiczne mogą je łagodzić wprawdzie, ale dużą rolę mają politycy, z których część może być zainteresowana ich eskalacją.

## Prawdopodobne szanse i zagrożenia dla Polski z tytułu przyjęcia euro

Szanse		Zagrożenia	
A. W okresie stabilizacji waluty w ramach ERM II			
1.	Stabilizacja kursu waluty przed wejściem do UEiM w ramach ERM II i zmniejszenie ryzyka kursowego z pozytywnym wpływem na obroty handlowe z krajami UEiM.	1.	Przejściowy spadek tempa wzrostu gospodarczego oraz obniżenie poziomu dobrobytu społecznego w wyniku zastosowania restrykcyjnej polityki fiskalnej w okresie dostosowywania gospodarki do kryterium stabilizacji fiskalnej.
		2.	Możliwość ataków spekulacyjnych na złoto w okresie stabilizowania waluty w ramach ERM II oraz wysokie koszty interwencji walutowych.
B. Po wejściu do UEiM			
1.	Wzrost poziomu realnego PKB z uwagi na zanikanie niepewności cenowej w obrotach wzajemnych Polski i krajów UE, poszerzenie rynku i korzyści skali.	1.	Możliwość wystąpienia szoków asymetrycznych i ich skutki przy braku możliwości reagowania na nie za pomocą polityki monetarnej:
2.	Stabilność cen.	a)	obniżenie tempa wzrostu PKB
3.	Zanik kosztów wymiany walut, tańsza obsługa finansowa i bankowa obrotu gospodarczego, ruchu turystycznego, migracji ludności.	b)	wzrost bezrobocia
4.	Wyeliminowanie wpływu importu kapitału na pozycję konkurencyjną w eksporcie poprzez mechanizm aprecjacji w krótkim okresie.	c)	wzrost deficytu w wyniku szoków popytowych
5.	Korzystna zmiana struktury inwestycji zagranicznych w Polsce – przesunięcie od inwestycji portfelowych w kierunku inwestycji bezpośrednich, jako wynik zmniejszenia zapotrzebowania na dywersyfikację portfela inwestycyjnego w związku z eliminacją ryzyka kursowego (dotyczy kapitałów z krajów UE).	d)	wzrost deficytu budżetowego i długu publicznego w wyniku ekspansywnej polityki fiskalnej stosowanej dla kompensowania skutków szoków ekonomicznych.
6.	Stymulowanie wzrostu inwestycji przez niską stopę procentową.		
7.	Obniżenie poziomu rezerw dewizowych utrzymywanych przez NBP i możliwość przeznaczenia uzyskanych w ten sposób środków finansowych na zmniejszenie długu publicznego.		

Źródło: Bukowski I S., *op. cit.*

#### 4. Rolnictwo polskie a unijna integracja finansowa i monetarna

Dogodnym punktem wyjścia do rozpatrzenia powyższych zależności może być rachunek przepływu funduszy w naszym rolnictwie<sup>198</sup>. Składa się on z trzech bloków:

- operacyjnego, w którym porównano przychody ze sprzedaży produktów i usług rolnictwa z wydatkami na ich uzyskanie powiększonymi o nakłady inwestycyjne brutto w rolnictwie;
- publicznego finansowego, gdzie zestawiono dotacje i transfery płynące do rolnictwa i na realizację w nim polityki społecznej, a z drugiej strony wpływy fiskalne z rolnictwa zasilające budżet szeroko rozumianego sektora publicznego;
- rynkowego finansowego, tu bilansowano dopływy funduszy do rolnictwa w postaci kredytów i pożyczek bankowych, odsetek od lokat i odszkodowań z tytułu ubezpieczeń majątkowych z ich odpływami (lokaty bankowe, zapłacone odsetki od kredytów i pożyczek, składki na rzecz ubezpieczycieli majątkowych).

W tabeli 3 oraz na rysunkach 11 i 12 przedstawiono szczegółowe informacje o wielkości i strukturze oraz saldach częściowych i całkowitych w przepływach funduszy w polskim rolnictwie w latach 2005-2007.

Zaprezentowany materiał empiryczny uzasadnia trzy poniższe wnioski:

1. Całkowity dopływ funduszy, a więc również ze wsparciem polityki społecznej na wsi, w rozpatrywanym trzyleciu wzrastał w coraz to wyższym tempie, tak w wyrażeniu nominalnym, jak i realnym. To samo dotyczyło również dopływów stricte o charakterze produkcyjnym. Z wyjątkiem dodatniego salda kredytów i pożyczek wszystkie pozostałe częściowe dopływy w latach 2006-2007 wzrosły; najdynamiczniej w przypadku odszkodowań od firm ubezpieczeniowych i dotacji krajowych do działalności rolniczej, interwencji rynkowych i rozwoju obszarów wiejskich. Bardzo mały był z kolei w 2007 r., bo o 0,3% przekraczający inflację CPI, wzrost pomocy z UE, co spowodowane było aprecjacją złotego wobec euro. Generalnie zasoby źródeł finansowania w naszym rolnictwie określane są w pierwszym rzędzie przez kształtowanie się wolumenu produkcji rolniczej, uzyskiwane ceny sprzedaży oraz wielkość otrzymywanej pomocy budżetowej.

---

<sup>198</sup> Gruda M., Kulawik., Wieliczko B., *Finanse rolnictwa [w:] Analiza produkcyjno-ekonomicznej sytuacji rolnictwa i gospodarki żywnościowej*, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2008.

Tabela 3

## Przepływy funduszy w rolnictwie i w sferze interwencji rynkowych oraz rozwoju obszarów wiejskich w latach 2005-2007 (w mln zł, ceny bieżące)

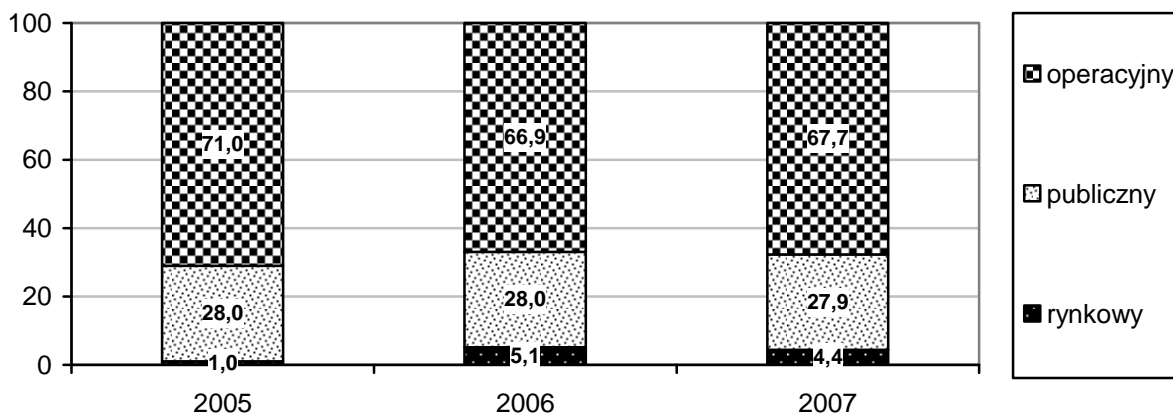
Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2007/2006 × 100
<b>I. ŹRÓDŁA</b>				
1. Sprzedaż produktów i usług	42 907	45 897	52 593	114,6
2. Dotacje do działalności rolniczej, interwencji rynkowych i rozwoju obszarów wiejskich	16 937	19 244	21 698	112,8
a) krajowe	8 674	9 803	11 992	122,3
b) z UE	8 263	9 441	9 706	102,8
3. Dotacje do ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych	14 710	14 933	15 152	101,5
4. Pomoc społeczna	1 189	1 061	1 258	118,6
5. Odszkodowania z tytułu ubezpieczeń majątkowych	141	153	319	208,5
6. Dodatnie saldo kredytów i pożyczek (wszystkich)	310	3 184	2 883	90,5
7. Odsetki bankowe otrzymane	159	154	177	114,9
8. Razem z ubezpieczeniami społecznymi i zdrowotnymi	76 353	84 626	94 080	111,1
9. Razem bez ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz pomocy społecznej	60 454	68 632	77 670	113,1
<b>II. WYKORZYSTANIE</b>				
1. Wydatki operacyjne rolnictwa (bez amortyzacji)	28 195	29 428	32 082	109,1
2. Nakłady inwestycyjne brutto w rolnictwie	3 163	2 856	2 945	103,1
3. Podatki i opłaty obciążające producentów rolnych oraz wpłaty do budżetu ANR	1 929	2 391	3 068	128,3
4. Niepodatkowe dochody budżetu państwa z rolnictwa	418	499	957	191,8
5. Wydatki bieżące agencji rolnych (ARR i ARiMR)	779	1 429	1 431	100,1
6. Emerytury i renty wypłacone z KRUS	13 296	13 252	13 223	99,8
7. Składka zdrowotna rolników przekazana z KRUS do NFZ	1 591	1 358	1 707	125,3
8. Składki z tytułu ubezpieczeń majątkowych	371	417	486	116,5
9. Odsetki bankowe zapłacone (od kredytów i pożyczek)	994	1 132	1 219	107,8
10. Dodatnie saldo depozytów bankowych	1 018	2 914	71	2,4
11. Razem z ubezpieczeniami społecznymi i zdrowotnymi oraz pomocą społeczną	51 754	55 676	57 184	102,7
12. Razem bez ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz pomocy społecznej	36 867	41 066	42 259	102,9
13. Saldo końcowe (I-II)				
a) wszystkie pozycje	24 599	29 010	36 896	127,2
b) bez ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych oraz pomocy społecznej	23 587	27 626	35 411	128,2

Źródło: *Ibidem*.

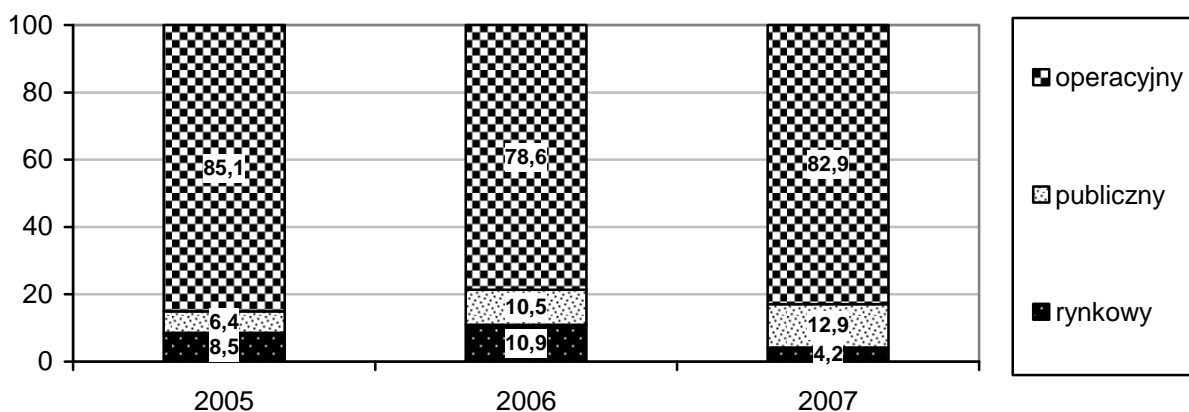
Rysunek 11

Struktura źródeł i wykorzystania funduszy oraz salda całkowitego  
(bez ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych i pomocy społecznej)  
w latach 2005-2007

a) struktura źródeł funduszy (w%)

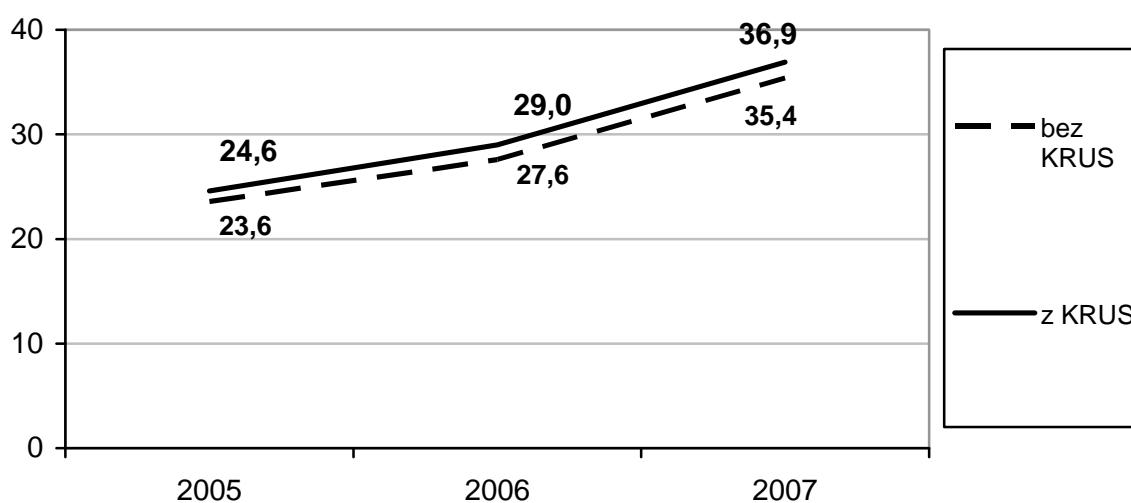


b) struktura wykorzystania funduszy (w%)



Rysunek 12

Całkowite saldo przepływu funduszy w latach 2005-2007 (w mld zł, ceny bieżące)



Źródło: Rys. 11 i 12 przygotowano na podstawie tabeli 3.

Sektor finansowy natomiast odgrywa znaczenie wręcz marginalne. Na gruncie problematyki integracji finansowej i monetarnej jasno z powyższego wynika, że dla naszego rolnictwa ważną rolę przede wszystkim ma polityka kursowa oraz ogólne ramy prowadzenia WPR Unii, a przez to i narodowej polityki rolnej, czyli kwestie związane z liberalizacją, globalizacją oraz integracją handlową, a nie finansową.

2. Odpływy (wykorzystanie) funduszy z rolnictwa, sfery interwencji rynkowych i rozwoju wsi oraz z tytułu realizowanej w rolnictwie polityki społecznej jako całość i bez uwzględnienia tej ostatniej wzrosły nominalnie o niecałe 3% w latach 2006-2007, a więc o 0,1-0,3 p.p. powyżej inflacji. Zauważyć trzeba przy tym duże zróżnicowanie zmian poszczególnych składowych odpływu funduszy. Ogólnie dominują jednak odpływy w segmencie operacyjnym, chociaż w rozpatrywanym trzyleciu wzrosły także obciążenia rolnictwa na rzecz sektora finansów publicznych, głównie kosztem odpływów do rynkowego sektora finansowego. Relatywny spadek znaczenia tego ostatniego wyniku przede wszystkim z coraz wolniejszego przyrostu stanu depozytów bankowych gospodarstw i przedsiębiorców rolniczych. Odnosząc powyższe zależności do kwestii integracji finansowej i monetarnej, warto wskazać, iż aprecjacja złotego hamowała wzrost kosztów z tytułu stosowania nakładów w rolnictwie wytwarzanych z surowców importowanych, a więc głównie paliw silnikowych i nawozów azotowych oraz niektórych środków ochrony roślin. Z kolei wzrost obciążeń fiskalnych rolnictwa może być traktowany jako wkład tego sektora do stabilizacji finansów publicznych, a więc i możliwości spełnienia fiskalnych kryteriów przystąpienia do strefy euro. Z racji małego absolutnego i relatywnego znaczenia segmentu rynkowego sektora finansowego znów można powtórzyć, iż bezpośrednio integracja finansowa współcześnie ma małe znaczenie dla polskiego rolnictwa.
3. Odejmując od całkowitych lub częściowych dopływów funduszy korespondujące z nimi odpływy, otrzymuje się odpowiednio: salda całkowite lub częściowe. Te pierwsze nie różnią się istotnie w ujęciu z polityką społeczną na wsi czy też bez niej. To ostatnie jest w pierwszym rzędzie źródłem wynagrodzeń dla nieopłaconej rodzinnej siły roboczej oraz buforem amortyzującym różne wstrząsy, a więc szoki, które – jak wiemy – mogą być też asymetryczne w stosunku do innych krajów Unii. Tegoroczna susza jest tu dobrym przykładem. Dlatego też należy zachować rozwagę w proponowaniu radykalnego zwiększenia fiskalizmu w rolnictwie z racji tylko przyspieszenia tempa wzrostu salda całkowitego przepływu funduszy (z 17% w latach 2005-2006 do 28% w okresie 2006-2007). Jak wiadomo,

saldo powyższe może być też ustalone jako suma algebraiczna sald cząstkowych. W tej konwencji otrzymujemy, że w analizowanym trzyleciu tylko saldo cząstkowe w segmencie operacyjnym było stale dodatnie. Oznacza to, że w niektórych latach służyło ono do pokrywania ujemnych sald pozostałych. Okoliczność ta wzmacnia wcześniejsze ustalenia, iż dla polskiego rolnictwa sprawą o kapitalnym wręcz znaczeniu jest prowadzenie polityki, która umożliwi trwale uzyskiwanie nadwyżki funduszy w działalności podstawowej. Powtórzmy zatem jeszcze raz: dla rolnictwa polskiego, i nie tylko, pierwszorzędne znaczenie ma liberalizacja, integracja i globalizacja handlowa.

W tabeli 4 zaprezentowano podstawowe charakterystyki finansów rolniczych w latach 2005-2007. Zwraca uwagę, że dotacje budżetowe do rolnictwa, w sferze interwencji rynkowych i wspierające rozwój wsi stanowią dosyć ważną pozycję w wydatkach budżetowych i w relacji do wytworzonego PKB. Co równie ważne, udziały powyższe wyraźnie się stabilizują. Z drugiej natomiast strony powoli rośnie sfinansowanie tych dotacji dochodami budżetowymi pochodzącymi z rolnictwa, aczkolwiek wskaźnik ten kształtuje się na niskim poziomie. Szczególnie dotyczy to podatków obciążających gospodarstwa i przedsiębiorstwa rolnicze. Ogólnie zatem uzasadniony jest wniosek, że fiskalizm w rolnictwie należałoby określić jako nadzwyczaj umiarkowany. Uwagę zwraca natomiast relatywnie wysokie obciążenie funduszy wypłacanych przez ARR i ARiMR kosztami bieżącego ich funkcjonowania. Z analiz Ministerstwa Rozwoju Regionalnego wynika, że programy unijne dla rolnictwa pochłaniały przeciętnie 4,4 razy więcej kosztów transakcyjnych niż wszystkie programy realizowane w latach 2004-2006. W przypadku programu „Ryby” różnica ta wynosiła nawet 6,3 razy. Wysokie koszty transakcyjne programów wspierania rolnictwa nie dają się w pełni wyjaśnić dużą liczbą ich adresatów, uczeniem się procedur itp. „obiektywnymi” przyczynami. Prawdopodobnie nie mniej ważnym czynnikiem są tu zbiurokratyzowanie i upolitycznienie agencji rolnych oraz niedostateczna profesjonalizacja zarządzania samymi programami.

Wiele niepokojących zjawisk obserwuje się również w rynkowym sektorze finansowym obsługującym rolnictwo, a więc w sferze kontaktów tego działu z firmami ubezpieczeniowymi i bankami. Po pierwsze, rolnicy więcej płacą za polisy ubezpieczeniowe, niż otrzymują odszkodowań (szkodowość brutto wyraźnie mniejsza od 100%). To na pewno w jakimś stopniu wyjaśnia wciąż małe zainteresowanie rolników nabywaniem ubezpieczeń komercyjnych, mimo że są one subsydiowane. Po drugie, rolnicy i przedsiębiorcy rolni płacą prawie 7 razy

Tabela 4

## Wybrane charakterystyki finansów rolnictwa w latach 2005-2007 (w %)

Wyszczególnienie	2005	2006	2007
Udział dotacji do rolnictwa, cele interwencji rynkowych i rozwoju wsi w wydatkach budżetowych:			
• ogółem	15,2	15,3	14,6
• bez ub. społecznych i zdrowotnych	8,1	8,6	8,6
Udział podatków i innych dochodów budżetowych z rolnictwa, sfery interwencji rynkowych i rozwoju wsi w dochodach ogółem budżetu państwa	1,3	1,5	1,7
Udział dotacji do rolnictwa, sfery interwencji rynkowych i rozwoju wsi w PKB:			
• ogółem	3,2	3,2	3,2
• bez ub. społecznych i zdrowotnych	1,7	1,8	1,9
Pokrycie dotacji ogółem do rolnictwa, interwencji rynkowych i rozwoju wsi składkami z tyt. ubezpieczeń społecznych oraz podatkami i innymi dochodami budżetowymi z rolnictwa	10,8	12,0	14,6
Udział składek z tytułu ubezpieczeń społecznych w rentach i emeryturach z KRUS	8,1	9,1	10,2
Udział dotacji na pokrycie kosztów agencji rolnych w stosunku do środków przez nie wypłaconych	4,8	8,3	7,2
Udział podatków obciążających gospodarstwa rolne w produkcji towarowej	3,3	2,7	2,7
Szkodowość brutto ubezpieczeń majątkowych*	38,0	36,7	65,6
Odsetki zapłacone do otrzymanych	625,2	739,9	688,7
Pokrycie kredytów dla rolnictwa depozytami bankowymi producentów rolnych	36,6	46,9	40,5

\* stosunek otrzymanych odszkodowań do składek brutto

Źródło: Gruda M., Kulawik J., Wieliczko B., op. cit.



więcej odsetek bankom, niż otrzymują odsetek za depozyty. Dzieje się tak nawet w warunkach szerokiego stosowania kredytów preferencyjnych. Różnic powyższych nie wyjaśnia również 2,5-krotnie wyższy stan kredytów rolniczych niż depozytów. Jest to przeto jasny dowód na to, że rolnicy niezbyt sobie radzą z zarządzaniem płynnością, i że banki są dla nich zdecydowanie silniejszymi partnerami, niekiedy wręcz o pozycji monopolistycznej. Po trzeciej, niski jest stopień pokrycia kredytów dla rolnictwa depozytami bankowymi tego działu. Wprawdzie od połowy 2007 r. w całej naszej gospodarce maleje powyższy wskaźnik, co wynika z wchodzenia polskiej bankowości w strefę strukturalnego niedoboru płynności, ale w przypadku rolnictwa jest on nadzwyczaj niski. W warunkach braku wystarczającej płynności banki krajowe będą chciały korzystać z funduszy zagranicznych, co może być obecnie trudne, a na pewno wyraźnie droższe. Spodziewać się zatem należy wzrostu marż odsetkowych i większego wystawienia krajowej bankowości na zjawiska globalne i regionalne. W jakimś stopniu wpływać one będą także na finanse rolnictwa i mogą powodować zagrożenie drenażem finansowym obszarów wiejskich. Do sprawy jeszcze wrócimy.

Kwestie związane z relacjami między producentami rolnymi a bankami zasługują na szersze omówienie. Po pierwsze, jak wynika z tabeli 5, depozyty i kredyty walutowe w naszym rolnictwie stanowią zupełny margines. W konsekwencji nie ma tu większego sensu rozpatrywanie problemów typu: różnice kursowe; koszty transakcyjne i wymiany walut na złote; amortyzowanie ryzyka kursowego przez jednoczesne osiąganie przychodów i ponoszenie kosztów w walutach obcych; *risk sharing* jako instrument wygładzenia i podwyższania konsumpcji w czasie; marże (*spready*) walutowe a opłacalność kredytów złotych vs. kredyty dewizowe. To marginalne znaczenie depozytów i kredytów walutowych jest zrozumiałe, gdyż działalność rolnicza ma wybitnie lokalny charakter, tj. nakłady nabywa się na rynkach rodzimych a produkty zbywa odbiorcom krajowym. Z kolei zaciąganie kredytów i deponowanie oszczędności przez rolników odbywa się głównie w znanych i przyjaznych oraz bliskim im w sensie przestrzennym, ekonomicznym i kulturowym instytucjach finansowych.

Tabela 5

Znaczenie operacji walutowych w depozytach i kredytach bankowych  
rolnictwa indywidualnego (w %)

Rok*	Udział w:	
	Depozytach	Kredytach
1996	0,1	0,1
1997	1,0	0,0
1998	0,3	0,7
1999	0,6	0,7
2000	0,6	1,5
2001	0,8	1,5
2002	0,7	2,0
2003	1,0	1,8
2004	1,0	0,3
2005	1,2	0,2
2006	1,0	0,1
2007	1,0	0,1
2008	0,6	0,1

\* – stan w końcu roku, a dla roku 2008 – na 30 czerwca

Źródło: Obliczenia własne na podstawie statystyki NBP.

Po drugie, byłoby rzeczą wręcz nierozsądną korzystanie z kredytów walutowych, skoro od połowy ubiegłej dekady coraz łatwiej dostępne były kredyty preferencyjne, a po naszej akcesji do UE również dogodnie kredyty komercyjne, głównie tzw. pomostowe, czyli przeznaczone do prefinansowania projektów unijnych. Bardzo często okazuje się przy tym, że kredyt pomostowy z cesją dotacji inwestycyjnej jest najtańszym źródłem finansowania obcego<sup>199</sup>. Sygnalizowany już wcześniej skokowy wzrost dopływu funduszy do naszego rolnictwa po 2004 r. był kolejnym czynnikiem marginalizującym potencjalne zainteresowanie rolników kredytami walutowymi.

Po trzecie, po objęciu naszego rolnictwa mechanizmami WPR nie zmniejszyło się wcale znaczenie kredytów preferencyjnych, co wynika z tabeli 6. W pierwszym rzędzie dotyczy to kredytów inwestycyjnych, gdyż w przypadku kredytów obrotowych coraz więcej z nich ma jednak charakter komercyjny, a więc wystawia producentów rolnych również na działanie sił kształtujących sytuację na rynkach finansowych i politykę pieniężną banku centralnego. Mimo to uprawniony jest pogląd, że wciąż duży zakres kredytowania preferencyjnego w polskim rolnictwie wiąże jego kondycję finansową bardziej z kursem realizo-

<sup>199</sup> Ziółkowska J., *Lepszy kredyt preferencyjny czy pomostowy z dotacją*, „Bank i Rolnictwo”, nr 6, 2007.

wanej w kraju polityki fiskalnej niż monetarnej. W ten to sposób kredytowanie sektora rolnego powinno być analizowane w pierwszym rzędzie w powiązaniu z kryteriami fiskalnymi konwergencji nominalnej ze strefą euro. W takim też kontekście powinno się m.in. prowadzić dyskusje dotyczące obniżenia z 1,5 do 1,3 stopy redyskonta weksli, na bazie której nalicza się oprocentowanie kredytów preferencyjnych w bankach ich udzielających<sup>200</sup>.

Tabela 6

Udział kredytów preferencyjnych w kredytach ogółem nowo zaciąganych w przedsiębiorstwach wielkoobszarowych (w%)

Rok	Kredyty ogółem	Kredyty inwestycyjne	Kredyty obrotowe
2002	72,4	76,5	71,5
2003	69,1	60,3	71,4
2004	65,9	60,5	67,3
2005	43,7	62,6	33,9
2006	61,8	78,1	51,0

Źródło: obliczenia własne A. Kagana na podstawie reprezentatywnej próby badawczej IERiGŻ-PIB.

Po czwarte, z corocznych raportów GUS nt. sytuacji finansowej banków jasno wynika, że w przypadku kredytów dla rolnictwa indywidualnego od kilku już lat 60-65% ich podaży pochodzi z banków spółdzielczych. Z kolei z analizy umów zawieranych przez Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa z bankami dotyczących udzielania przez nie kredytów preferencyjnych otrzymujemy, że zmniejsza się liczba banków komercyjnych zainteresowanych takimi produktami. W 2008 r. ARiMR współpracuje już tylko z pięcioma bankami o takim statusie: BGŻ, BZ WBK, ING BS, BPH i Pekao. W latach poprzednich banków tego typu było ponad 20. Wynika z powyższego, iż kredytowanie i obsługa finansowa rolnictwa zdominowana będzie przez sektor spółdzielczy oraz banki komercyjne, które dysponują wystarczającym *know-how*, by współpraca z producentami rolnymi była dwustronnie opłacalna i tworzyła dla wszystkich wartość dodaną. Fakt, iż jednak ok. 1/3 kredytów dla rolników indywidualnych pochodzi z banków niespółdzielczych, wskazuje, że do pewnego stopnia gospodarstwa i przedsiębiorstwa rolne także znajdują się już obecnie coraz bardziej w sferze europejskich a nawet globalnych zjawisk finansowych, jeśli pamiętamy chociażby o tym, że polskie banki komercyjne w większości są własnością du-

<sup>200</sup> Skarbek M.M., *Nie zjeść zająca*, „Gazeta Bankowa”, nr 32, 2008.

zych europejskich instytucji finansowych. Jak wiemy z wcześniejszych rozważań, ma to pozytywy, ale i niesie ze sobą różne zagrożenia.

Warto jeszcze dodać, że na skutek konsolidacji banków spółdzielczych i dobrej ich kondycji finansowej systematycznie rośnie przeciętne wyposażenie każdego z nich w fundusze własne, z 91 tys. euro na koniec 1996 r. do 2005 tys. euro w końcu 2007 r.<sup>201</sup> Jednocześnie rosła również liczba BS-ów nie muszących zrzeszać się z innymi bankami, a więc dysponujących funduszami własnymi większymi niż 5 mln euro. W końcu marca 2008 r. było ich 45, ale ich liczba bardzo szybko może się powiększyć do 57, o ile wzmocnione zostaną ubiegłorocznymi i tegorocznymi zyskami. Gdyby banki te zechciały opuścić trzy obligatoryjne zrzeszenia, mogłoby wzrosnąć ryzyko systemowe w spółdzielczym segmencie naszej bankowości. Jego źródłem byłaby przeciętnie nieco gorsza kondycja finansowa dużych BS-ów i prawo prowadzenia przez nie operacji na terenie całej Polski oraz pewne napięcia płynnościowe w samych zrzeszeniach. Te ostatnie miałyby też mniejsze możliwości kredytowe, w zakresie pomocowym i sanacyjnym oraz wspierania procesów konsolidacyjnych. Gdyby taki scenariusz wyjścia dużych banków spółdzielczych się zmaterializował, w jakimś stopniu mogłyby pogorszyć się również warunki kredytowania i obsługi finansowej rolnictwa. Mamy tu zatem przykład, jak zjawiska wspólne dla całej bankowości – presja na konsolidację – mogą oddziaływać na sferę realną, która z drugiej strony może być czynnikiem współsprawczym dla tych ogólnych procesów.

Po piąte, wcześniej już podnoszono, że niekiedy utrzymuje się, iż niektóre banki spółdzielcze, głównie na wsi, mogą funkcjonować jako quasi lokalni monopolisci finansowi<sup>202</sup>. Wniosek taki zazwyczaj wyprowadza się z faktu, iż same marże odsetkowe i wskaźniki tych marż w BS-ach bywają wyższe niż w bankach komercyjnych. Jak wynika z rysunku 13, rzeczywiście z sytuacją taką mamy do czynienia w Polsce, chociaż różnice w poziomie marży odsetkowej I (wynik odsetkowy do średniego stanu aktywów) w latach 2006-2007 między bankami spółdzielczymi a komercyjnymi zmalały. Nadal jest to mimo wszystko ok. 1,5 p.p. Warto przy tym zauważyć, że BS-y niezbyt potrafią transformować wyższe marże

---

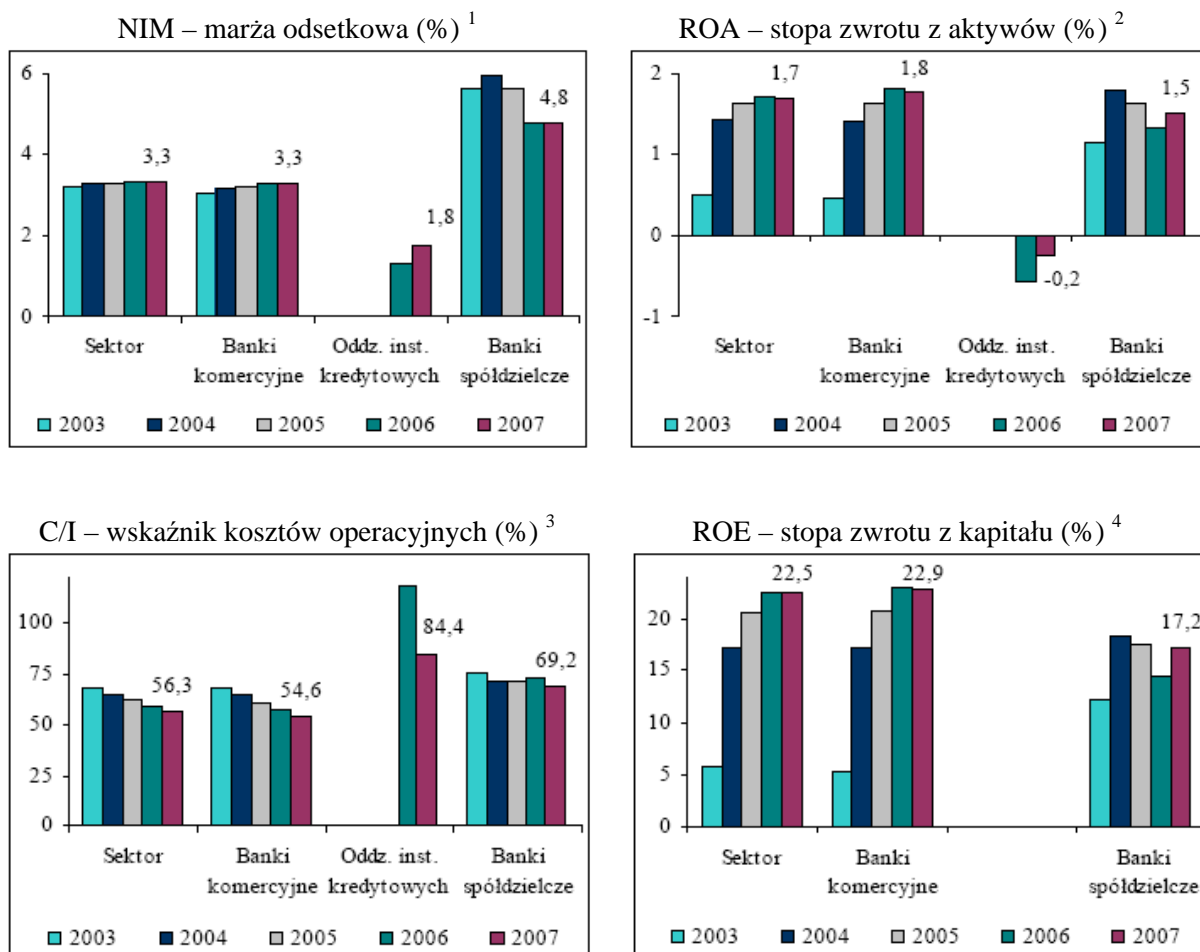
<sup>201</sup> Zaleska M., Pszkit A., *Bogate osobno*, „Gazeta Bankowa”, nr 34, 2008.

<sup>202</sup> Bolsinger J.H., *Kreditgenossenschaften gestern und morgen: zwei Szenarien für die Zukunftsentwicklung*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen”, no. 11, 2005; Burgess R., Pande R., *Do rural Banks Matter? Evidence from the Indian Social Banking Experiment*, „The American Economic Review”, vol. 95, no. 3, 2005; Carter A.D., McNulty E.J., *Deregulation, technological change, and the business-lending performance of large and small banks*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 29, no. 5, 2005; *Expanding the Frontier in Rural Finance. Financial Linkages and Strategic Alliances*, Edited by M.E. Pagura. Practical Publishing, FAO, 2008.

na wysoką rentowność aktywów i kapitału własnego, gdyż pod tym względem ich efektywność jest niższa w porównaniu do banków komercyjnych.

Rysunek 13

Efektywność polskich banków w latach 2003-2007



Objaśnienia:

<sup>1</sup> Relacja wyniku odsetkowego do średnich aktywów.

<sup>2</sup> Relacja wyniku finansowego netto do średnich aktywów.

<sup>3</sup> Relacja kosztów operacyjnych (działania oraz amortyzacji) do wyniku działalności bankowej skorygowanego o wynik pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych.

<sup>4</sup> Relacja wyniku finansowego netto do średnich funduszy podstawowych.

Źródło: Raport o sytuacji banków w 2007 roku. Opracowanie pod kierunkiem A. Kotwina, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008.

Podstawową przyczyną powyższych zależności było poluzowanie polityki pieniężnej NBP, a więc zredukowanie oficjalnych stóp procentowych. Z tymi ostatnimi bardzo silnie powiązane są dochody odsetkowe z kredytów preferencyjnych, które w niektórych bankach spółdzielczych przekraczają nawet 80% całego portfela kredytowego. Jak widać, sytuacja finansowa BS-ów mocno powiązana jest z polityką pieniężną banku centralnego oraz możliwościami budżet-

tu państwa w zakresie subsydiowania kredytów dla rolnictwa. Dostosowanie fiskalne oraz ewentualne zacieśnienie polityki pieniężnej, by móc spełnić nominalne kryteria konwergencji, mają wobec tego również odniesienie do sfery kredytu rolnego i opłacalności jego udzielania, które to z kolei determinuje bieżącą kondycję oraz perspektywy rozwoju rolniczej i wiejskiej infrastruktury finansowej, a więc wpływają też na bilans netto korzyści i zagrożeń z tytułu pogłębiania integracji finansowej w UE.

Poruszając problematykę marż odsetkowych w polskiej bankowości, musimy mieć świadomość, że są one nadal 1,5-2 razy wyższe niż w krajach wysoko rozwiniętych<sup>203</sup>. Wynika z tego, że to nie tylko nasze banki spółdzielcze, ale także komercyjne oraz prowadzące działalność transgraniczną korzystają z niskiego rozwoju finansowego w Polsce. Wniosek taki dodatkowo wzmocniają bardzo wysokie stopy zwrotu z aktywów i kapitału własnego w krajowej bankowości. Podobnie to wygląda również w części krajów nowo przyjętych do UE (głównie dotyczy to republik nadbałtyckich). Mamy tu zatem do czynienia ze zjawiskiem strukturalnym. Istnieje przeto spora przestrzeń, by polskie banki znacznie aktywniej wspierały sferę realną i pomnażały również wartość dodaną dla swoich klientów, a nie tylko właścicieli i wysokiej kadry zarządzającej. Przestrzeń taka istnieje również w bankach spółdzielczych, a wyrazem tego jest m.in. bardzo wysoki w nich wskaźnik kosztów operacyjnych. Tłumaczy on także w dużym stopniu wyższe marże odsetkowe w BS-ach. Przyjmuje się jednak, że w najbliższych latach marże te będą powoli malały, a podstawowym instrumentem do tego prowadzącym powinien być wzrost konkurencji. Głębsza integracja finansowa powinna temu bezsprzecznie sprzyjać.

Po szóste, już w rozdziale pierwszym wskazywano, że w krajach doganiających starych członków UE może pojawić się na rynkach kredytowych zjawisko opisywane w literaturze jako *a boom-bust cycles*, a więc naprzemienne występowanie po sobie ekspansji i redukcji podaży kredytu<sup>204</sup>. Ma to wynikać z tego, że nowi członkowie Wspólnoty osiągać będą wyższe tempo wzrostu produktywności niż starzy i w warunkach integracji finansowej albo nawet zadeklarowania woli wstąpienia do Eurolandu realne stopy procentowe w całej Unii zaczęły szybko się zrównywać. Ponieważ kraje „nowej Europy” mają tendencję do wyższej inflacji, realne stopy procentowe mogą być w nich okresowo wręcz ujemne. W konsekwencji tej swoistej „gry na konwergencję” w krajach doganiających szybko może wzrastać podaż i popyt kredytowy. Ekspansja kredytu jest przy tym najbardziej prawdopodobna w krajach, które usztywniły swój kurs wa-

---

<sup>203</sup> Kopiński A., *Analiza finansowa banków*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008; Więclaw E., *Polska jest cały czas rajem dla banków*, „Rzeczpospolita”, 20.08.2008.

<sup>204</sup> Backé P., Wójcik C., op. cit.

lutowy wobec euro albo ustaliły już moment wejścia do strefy wspólnej waluty. Sytuacja ta jest wielce prawdopodobna w Polsce po oficjalnej deklaracji premiera Tuska, że w roku 2011 powinniśmy być gotowi do przyjęcia euro. Warto zatem sprawdzić, czy ewentualny boom kredytowy nie ma już czasem miejsca np. w naszym rolnictwie. W tym celu przeanalizowano zmiany zadłużenia bankowego gospodarstw indywidualnych na tle stanu ich depozytów bankowych (tabela 7).

Tabela 7

Zadłużenie bankowe rolników indywidualnych oraz  
pokrycie kredytów depozytami

Rok*	Kredyty w mln zł	Pokrycie kredytów depozytami rolników (%)	Pokrycie należności depozytami od sektora niefinansowego w bankach spółdzielczych (%)
1996	3984	18,4	135,6
1997	5 665	13,2	138,2
1998	5 930	14,8	184,9
1999	6 599	9,9	137,3
2000	7 660	14,0	130,7
2001	8 619	16,8	142,5
2002	9 667	16,7	138,1
2003	10 883	16,8	129,1
2004	11 623	24,7	127,5
2005	12 226	30,6	132,4
2006	15 041	40,0	144,7
2007	17 606	35,0	134,5
2008	18 555	31,0	124,7

\* stan w końcu roku lub na 30 czerwca (2008 r.)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP i KNF.

Z analizy przetworzonych danych empirycznych jasno wynika, że rolnicy indywidualni praktycznie przez cały okres poprzedzający naszą akcesję do UE w bardzo małym stopniu mogli sfinansować coraz chętniej zaciągane kredyty w bankach wcześniej ulokowanymi tam depozytami. Dobrze się jednak składało, że w okresie tym banki spółdzielcze – ich główni kredytodawcy – legitymowali się strukturalną nadpłynnością. Po akcesji wkład rolników w finansowanie zaciąganych przez nich kredytów wzrósł mniej więcej dwa razy, chociaż w latach 2007-2008 aż ok. 2/3 funduszy kredytowych pochodziło od deponentów nierolników. W tym okresie bardzo szybko rosły również roczne stopy zadłużenia, osiągając w latach 2005-2007 wartość: 23,0 i 17,1%. Są to liczby uzasadniające wniosek o pojawieniu się niemalże ekspansji kredytowej. Była ona jednak stosunkowo krót-

ka i dlatego nie powinna przejść w jakieś drastyczne załamanie, chociaż uważnie należy analizować, czy w rolnictwie przypadkiem nie pogorszyła się efektywność inwestycji. Nie ma natomiast dotychczas żadnych sygnałów, by w naszym rolnictwie pogarszała się zdolność kredytowa i narastały jakieś zagrożenia masową niewypłacalnością<sup>205</sup>. Widzimy z powyższego, jak ważną rzeczą jest również wzrost dochodów ludności nierolniczej na wsi oraz jej skłonność do oszczędzania. Samą zaś akcesję trzeba oceniać pozytywnie, gdyż wniosła istotnie znaczący wkład w pogłębienie rozwoju finansowego na polskiej wsi i szerzej włączyła rolników w sferę komercyjnych relacji z instytucjami finansowymi. Akcesja bezdyskusyjnie dodatkowo też wpłynęła na kondycję banków spółdzielczych, które nadal wykazują dzięki temu strukturalną nadpłynność, chociaż w bankach komercyjnych weszliśmy już w fazę niedoboru płynności. Oznacza to, że BS-y praktycznie od połowy ub. dekady miały poważne problemy z lokalnym zagospodarowaniem pozyskanych depozytów. Musiały je więc transferować do innych regionów, a więc w jakimś stopniu niektóre obszary wiejskie poddane były drenażowi finansowemu. Dalej z tego wynika, że banki te cały czas integrowały się bezpośrednio z krajowym rynkiem finansowym. W żadnym natomiast razie nie musiały refinansować się na rynkach zagranicznych albo za pomocą instrumentów niedepozytowych, jak to miało miejsce w przypadku wielu polskich banków komercyjnych. Sytuacja ta dowodzi, że w rolnictwie polskim i kredytujących go bankach spółdzielczych nadal silnie oddziałuje efekt *a home bias*, a więc mało one bezpośrednio korzystają z pogłębiania się europejskiej integracji finansowej, ale też w niewielkim stopniu narażone są wprost na zaburzenia pojawiające się na europejskich rynkach finansowych.

Integracja monetarna, a więc zbliżanie się Polski do strefy euro, ma już obecnie bezpośredni wpływ na nasze rolnictwo i rozwój obszarów wiejskich przede wszystkim przez kanał ryzyka kursowego. Po przejściu zaś euro ujawni się również jej wpływ z tytułu jednolitej stopy procentowej dla całego Eurolandu, od której mogą być uzależnione koszty kredytów preferencyjnych, o ile oczywiście nadal instrument ten będzie wtedy jeszcze funkcjonował. Z doświadczeń obecnych członków UGW jasno wynika, że jednolita stopa procentowa EBC nie zawsze odpowiada warunkom konkretnego kraju.

Już na początku tego rozdziału stwierdzono, że postępująca bardzo szybko w pierwszej połowie 2008 r. aprecjacja złotego wzmacnia zaobserwowany już w 2007 r. efekt spadku wpływów złotówkowych z tytułu dopłat bezpośrednich i pozostałego wsparcia unijnego. Nie wolno jednak zapominać, że umacniająca się złoty hamuje wzrost cen nakładów nabywanych przez rolników, a po-

---

<sup>205</sup> Kulawik J., *Finansowanie i kredytowanie rolnictwa w 2007 r.*, „Bank i Rolnictwo”, nr 5, 2008.



chodzących z importu, przez co wpływa na niższy poziom wydatków operacyjnych i inwestycyjnych. Jak widać, rachunek skutków zmian kursowych musi być kompleksowy.

Aprecjacja złotego powoduje, że maleją również środki dostępne wyrażone w naszej walucie w PROW 2007-2013. W czerwcu 2008 r. spadek ten szacowano na 3,5 mld zł<sup>206</sup>. Przy bliższej analizie okazuje się jednak, że „dziura” ta nie wynika tylko z aprecjacji. Po prostu urzędnicy odpowiedzialni za programy przeoczyli prosty fakt, że niektóre zobowiązania (renty strukturalne i zalesienie) są długookresowymi zobowiązaniami budżetu wobec beneficjentów. Poza tym politycy chcą znów podnieść wysokość rent strukturalnych. Inny pomysł na pokrycie wspomnianego niedoboru to złagodzenie kryteriów przyznawania pomocy młodym rolnikom. Najwięcej kontrowersji może jednak wzbudzać propozycja zdecydowanego ograniczenia pomocy dla inwestycji przedsiębiorstw przetwórczych i zrezygnowania w jej przyznawaniu z kryterium innowacyjności. Podobnie kontrowersyjny jest pomysł zredukowania wsparcia dla mikrofirm na wsi. Ostatnio pojawiły się informacje, że za siedem lat tylko biomasa z rolnictwa będzie mogła dostać wsparcie budżetowe i będzie uznawana we wskaźnikach struktury wytwarzanej przez energetykę zawodową energii jako tzw. zielona energia. Anonsowane korekty PROW 2007-2013 sugerują, że mamy tu w tle wyraźny kurs na agrocentryzm, łagodzenie dostępu rolników do pomocy unijnej, dbanie o maksymalizację wskaźników absorpcji kosztem kryteriów efektywnościowych, eksponowanie komponentu transferów socjalnych a mniej troski o poprawę alokacji funduszy, a więc ogólnie działania związane z tworzeniem patronatu politycznego, dające się objaśnić głównie na gruncie ekonomii politycznej. Wszystko to bardzo precyzyjnie przeanalizowali już dziesięć lat temu J.M. Baland i A. Kotwal, pokazując, jak rozwój obszarów wiejskich i poprawa szeroko rozumianej infrastruktury wiejskiej przegrywa w procesach wyborów politycznych z bezpośrednim wsparciem dochodów rolniczych<sup>207</sup>. Można w tym kontekście od razu zadać pytanie, jak powyższe korekty PROW mają się do deklarowanego wzrostu konkurencyjności polskiego rolnictwa. W praktyce mamy przecież do czynienia ze stopniową jej utratą, bo chyba tak można już mówić. W żadnym razie nie można naszych problemów z międzynarodową konkurencyjnością agrobiznesu redukować wprost tylko do aprecjacji złotego.

Niekompetencja nie jest tylko domeną zarządzających PROW, ale występuje także w innych programach współfinansowanych funduszami unijnymi. Jasno to wynika z perturbacji z ustaleniem kwot faktycznie wykorzystanych

---

<sup>206</sup> Kozmana M., *Rolnicy dostaną więcej dotacji kosztem firm*, „Rzeczpospolita”, 18.06.2008.

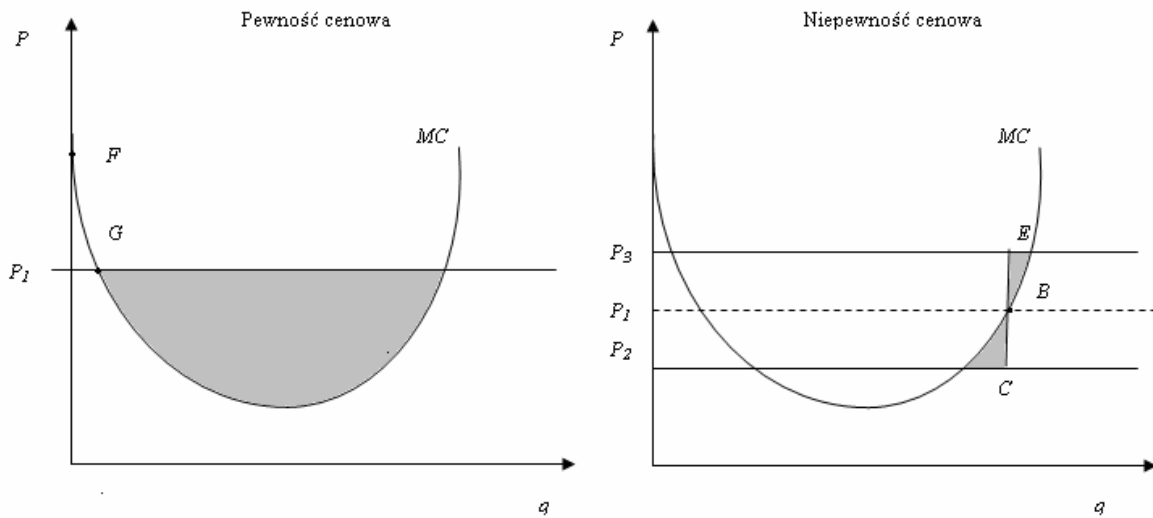
<sup>207</sup> Baland J.M., Kotwal A., *The Political Economy of Underinvestment in Agriculture*, „Journal of Development Economics”, vol. 55, no. 1, 1998.

w latach 2004-2006. Ministerstwo Finansów szacowało (w sierpniu 2008 r.), że wartość podpisywanych umów przekracza o 5% fundusze dostępne, ale w Ministerstwie Rozwoju Regionalnego różnica ta wynosiła już 14%. Problemem jest jednak to, że raz fundusze dostępne miały wynosić 29 mld zł, a po „doprecyzowaniu” rachunku już 31,5 mld zł. Nie jest to kwestia obojętna, gdyż w zależności od przyjętej podstawy zmieniać się będzie wskaźnik absorpcji. I znów winienie za ten bałagan aprecjacji jest zwykłym nieporozumieniem. Przy okazji warto też zastanowić się nad powszechną w Polsce praktyką „nadkontraktacji” przyjmowanych wniosków jako podstawowego zabezpieczenia stuprocentowej absorpcji. Praktyka ta wprost może prowadzić do obciążenia budżetu państwa extra wydatkami, co pogarsza jego pozycję fiskalną i utrudnia osiągnięcie kryteriów zbieżności fiskalnej ze strefą euro.

Kurs walutowy, jego poziom i zmienność w agrobiznesie bezpośrednio dotyczy przede wszystkim przetwórstwa rolno-spożywczego i jednostek handlowych, szczególnie funkcjonujących w sferze obrotów zagranicznych. Oczywiście, pośrednio ma to wpływ także na rolnictwo. Ponieważ problematyka kursowa w ostatnim czasie stała się kwestią szeroko dyskutowaną, rzecz jasna za sprawą silnego wzmocnienia się złotego, zasługuje na pogłębioną analizę. Jest to potrzebne również i z tego powodu, że panuje tu wiele uproszczeń i dostrzega się z drugiej strony sporo myślenia życzeniowego.

Pierwszą sprawą jest dosyć szeroki konsensus wśród polityków związanych z rolnictwem, innych reprezentantów rolników oraz przetwórców i eksporterów żywności. Konsensus ten polega na tym, że szybkie przyjęcie euro ma wyeliminować ryzyko kursowe i poprawić tym samym konkurencyjność naszego agrobiznesu. Warto zatem odwołać się po raz kolejny do analizy P. de Grauwe. Najpierw rozpatrzmy sytuację producentów w warunkach pewności i niepewności cenowej, co przedstawia rysunek 14. Jasno z niego wynika, że przy założeniu, iż producent charakteryzuje się awersją do ryzyka, niepewność cenowa – tu utożsamiana z posługiwaniem się walutą krajową zamiast walutą wspólną (np. euro) – wywołuje większą zmienność kursu. A zatem istnieją szanse zrealizowania przez firmy produkcyjne przeciętnie wyższych zysków niż w warunkach pewności cenowej. Ta ostatnia traktowana jest jako sytuacja zastąpienia waluty krajowej wspólnym pieniądzem. Wniosek powyższy stoi w sprzeczności nie tylko z tradycyjnymi teoriami przedsiębiorstwa, ale jeszcze bardziej z potocznymi wyobrażeniami o pozytywnych skutkach wyeliminowania ryzyka kursowego przez rezygnację z waluty krajowej. To jeszcze i tak nie wyczerpuje problemu.

## Pewność i niepewność cenowa



Oznaczenia:

$P$  – cena

$q$  – ilość

$MC$  – koszt krańcowy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie De Grauwe P., *op. cit.*

Wprawdzie wyższa niepewność cenowa może zwiększyć przeciętny zysk, ale towarzyszy temu rosnąca niepewność uzyskania tego przeciętnie wyższego zysku. Przedsiębiorca ma zatem poważny problem: czy zadowolić się niższym ale pewniejszym zyskiem, czy też dążyć do wyższego zysku, zarządzając precyzyjniej zmiennością cenową i kursową. Każdorazowo decyzja tego typu będzie musiała uwzględnić nastawienie przedsiębiorcy do ryzyka. W szerszym natomiast planie rozważania powyższe nie dają się jednak podsumować, iż zastąpienie złoto-euro jednoznacznie zwiększy, zmniejszy czy nie zmieni dobrobytu (w uproszczeniu kondycji ekonomiczno-finansowej) konkretnej firmy albo sektora. Odpowiedź, niestety, będzie rozczarowująca: to zależy od..., i tu następuje cała lista różnych warunków, oczekiwań, założeń itd.

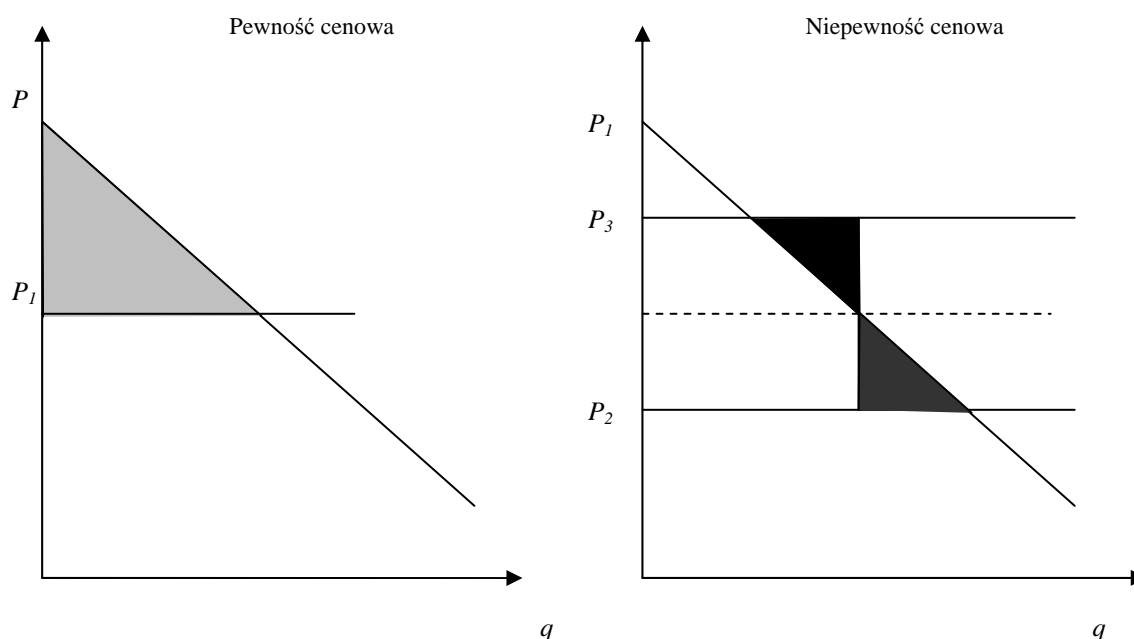
Wielostronne uwarunkowania wpływu zastąpienia waluty krajowej wspólnym pieniądzem na nadwyżkę konsumentów, a więc dodatkową ich korzyść z tytułu wyeliminowania niepewności cenowej, której źródłem są wahania kursowe, przedstawiono na rysunku 15. Wnioski i ich interpretacja są tu identyczne, jak w przypadku zysku firmy. A zatem, w sytuacji niepewności cenowej przeciętna nadwyżka konsumenta może być wyższa niż w warunkach stałej i doskonale przewidywalnej ceny. Z drugiej jednak strony potencjalnemu wzrostowi przeciętnej nadwyżki towarzyszy wzrost ryzyka jej osiągnięcia. Znów można by powtórzyć, że zachowania konsumentów i poprawa ich dobrobytu nie

dają się jednoznacznie rozstrzygnąć, gdyż uzależnione są głównie od ich nastawienia do ryzyka. Trudno tym samym orzekać o zmianach dobrobytu netto konsumentów przez zrezygnowanie ze złotego na rzecz euro.

Niepewność cenowa, mająca źródło m.in. w wahaniami kursowych, wpływa na przyszłe decyzje bieżące i rozwojowe firm. Jakość tych decyzji różnie, gdy łatwiej można przewidzieć kształtowanie się podstawowych ich parametrów.

Rysunek 15

Pewność i niepewność cenowa a nadwyżka konsumenta



Źródło i oznaczenia: Jak na rysunku 14.

W tym sensie ograniczenie albo nawet wyeliminowanie ryzyka kursowego przez wejście do unii monetarnej powinno zwiększyć skuteczność funkcjonowania mechanizmu cenowego, a więc i rynkowego. Problem w praktyce komplikuje się, jak to pokazuje m.in. De Grauwe, gdyż rozważania można prowadzić w konwencji kursów nominalnych i realnych, a więc uwzględniających różną siłę nabywczą walut. Dodajmy, że wcześniejsze rozważania prowadzone były przy przyjęciu kursu realnego. Oznacza to, że pozostawanie poza wspólnym obszarem walutowym narażało kraj na to decydujący się, na koszty dostosowawcze związane ze zmiennością kursową. Przyjęcie wspólnej waluty koszty te powinno zredukować, ale trudno jest ustalić ich poziom, gdyż równocześnie poprawiać się powinna efektywność alokacyjna. Poza tym eliminacja ryzyka kursowego w kraju przyjmującym wspólną walutę może doprowadzić do spadku

realnych stóp procentowych. Z wcześniejszych rozważań wiemy, że skutkiem tego może być cykl składający się z ekspansji kredytowej, a później gwałtownego ograniczenia kredytu. Na samym rynku kredytowym pojawić się powinny zmiany w zakresie proporcji między projektami o różnej ryzykowności, czyli zmieniać się będzie nasilenie zjawisk typu pokusa nadużycia (*moral hazard*) i negatywna selekcja. W sumie, przyjęcie wspólnej waluty stwarza szansę zmniejszenia ryzyka systematycznego, tj. dywersyfikowalnego, i podwyższenia efektywności funkcjonowania mechanizmu cenowego oraz rynkowego. Łącznie zatem, może poprawić się efektywność alokacji zasobów. Natomiast nie jest pewne, czy tak w rzeczywistości się stanie, gdyż już w 1970 r. W. Poole udowodnił, iż redukcja, a nawet wyeliminowanie ryzyka systematycznego w sferze finansowej, może doprowadzić do powiększania się ryzyka w innych segmentach gospodarki<sup>208</sup>. Dobrym przykładem może być tu możliwość pojawienia się kilkakrotnie już wymienianej ekspansji kredytowej po przyjęciu wspólnej waluty, a nawet w przypadku zapowiedzi ustalenia definitywnej daty zamiany waluty krajowej wspólnym pieniądzem (tzw. gra na konwergencję).

Już w rozdziale trzecim stwierdzono, że kraje doganiające, do których zaliczana jest przecież Polska, wystawiane mogą być na efekt Balassy-Samuelsona, który skutkuje aprecjacją ich walut. Pokazano tam również, że tendencjom aprecjacyjnym może towarzyszyć wyższa inflacja niż w starych krajach UGW. Ta ostatnia w krajach doganiających może być nawet wyższa po przyjęciu euro. Gdyby tak faktycznie było w Polsce po naszym wejściu do Eurolandu, „polskie euro” byłoby mocniejsze niż np. „euro niemieckie”. Tym samym, przy pozostałych warunkach stałych, konkurencyjność polskiego eksportu rolno-żywnościowego byłaby niższa niż niemieckiego, a w istocie niższa w porównaniu do większości krajów strefy euro. Scenariusz ukształtowania się ścieżki inflacji w Polsce w sposób trwały (co najmniej kilkuletni) na wyraźnie wyższym poziomie niż w Eurolandzie jest wielce prawdopodobny. Jak bowiem udowadnia to np. D. Filar – członek Rady Polityki Pieniężnej – inflacja bazowa, a więc oczyszczona o zmiany cen żywności i energii, w Polsce wzrosła o 1,8 p.p. w okresie VIII’ 07 – VIII’ 08, podczas gdy w UGW – tylko o 0,3 p.p.<sup>209</sup> W konsekwencji w sierpniu u nas powyższa miara inflacji była wyższa o 0,9 p.p. niż w Eurolandzie, wykazując tendencję do dalszego wzrostu. Jako przyczyny szybko rosnącej presji inflacyjnej w Polsce, Filar wymienia pogarszające się jednostkowe koszty pracy i dynamiczny wzrost sprzedaży, w dużym stopniu odbywający się

---

<sup>208</sup> Poole W., *Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model*, „Quarterly Journal of Economics”, no. 85, 1979.

<sup>209</sup> Filar D., *Nasza inflacja jest inna od wszystkich*, „Gazeta Wyborcza”, 29.08.2008.

jednak na kredyt. Najbardziej z punktu widzenia międzynarodowej konkurencyjności polskiego eksportu musi niepokoić bez wątpienia wzrost jednostkowych kosztów pracy, a więc szybsze tempo wzrostu wynagrodzeń niż wydajności pracy. Jeśli tu nie nastąpi poprawa, nie ma się co oszukiwać, że szybkie przyjęcie euro poprawi konkurencyjność polskiego eksportu, w tym także rolno-żywnościowego. Można nawet powiedzieć, że kontynuacja dotychczasowej ścieżki inflacji bazowej oddala nas od momentu wejścia do Eurolandu, który dawałby szanse na uzyskanie korzyści netto.

Problematyka kursu walutowego przewija się również w obserwowanym latem 2008 r. konflikcie między producentami owoców a ich przetwórcami. Ci ostatni starają się tłumaczyć sadownikom, że przyjęcie ich żądań cenowych oznaczałoby najzwyczajniej brak możliwości opłacalnej sprzedaży na rynkach światowych wytworzonych produktów. Sadownicy wydają się słabo to akceptować, odwołując się do bardzo wysokich cen skupu w 2007 r., które były jednak wynikiem załamania się produkcji branży wskutek przymrozków. W tle sporu mamy do czynienia z problemem występowania w polskim rolnictwie dużego ryzyka produkcyjnego i ekonomicznego, nieporównywalnie wyższego niż ryzyko kursowe. Zmienność cen rolnych jest jednak problemem dla całej UE, a w istocie ma wymiar globalny. Jak to dowodzą J.C. Bureau et al., produkcja rolnicza coraz bardziej skoncentrowana jest geograficznie i chociaż poszerza się jej baza wystarczy jakaś klęska żywiołowa, by zmienność cen wzrosła<sup>210</sup>. W przypadku UE potrzebny byłby już być może jakiś wspólnotowy fundusz gwarantujący rolnikom minimalne ceny, ale jednoroczny charakter budżetu unijnego i z pewnością także regulacje WTO co najmniej oddalają moment jego utworzenia. Jak widać, wydawałoby się, że konflikt polskich sadowników i przetwórców owoców ma całkowicie charakter lokalny, gdy tymczasem ma on jednoznaczne konotacje globalne. Jest też dobrym przykładem dużej w istocie bezradności stron konfliktu wobec zjawisk globalnych, a w tym zaostrenia się konkurencji globalnej i jednocześnie rosnących współzależności.

Z zaprezentowanych powyżej rozważań jasno wynika, że konkurencyjność to bardzo złożona i wielorako uwarunkowana kategoria, ale w pierwszym rzędzie zdeterminowana wysoką efektywnością mikroekonomiczną (na poziomie gospodarstw i sektora), na którą składa się sprawność techniczna, kosztowa i alokacyjna, oraz wysoką jakością oferty rynkowej. Taki sposób patrzenia na konkurencyjność zaprezentowano na schemacie 11. Chodzi

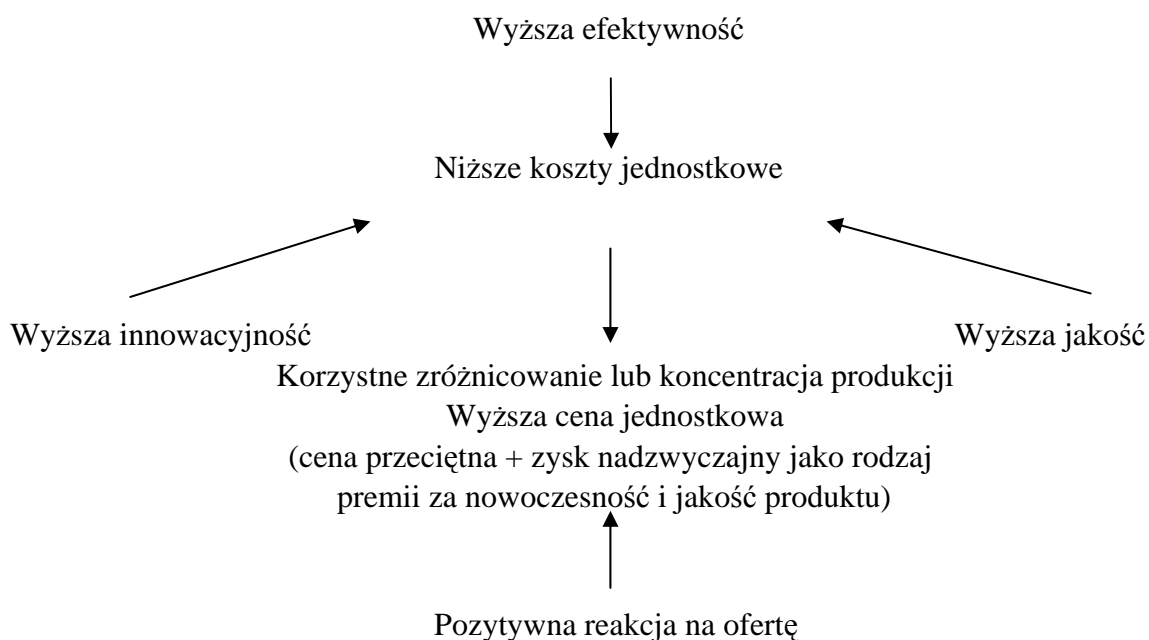
---

<sup>210</sup> Bureau J.C. et al., *Reflection on the Possibilities for the Future Development of the CAP*, European Parliament, December 2007.

ogólnie o to, by wzmocnić mikroekonomiczne podstawy strony podaźowej całej naszej gospodarki i wytwarzać coraz więcej usług i produktów o wyższej wartości dodanej.

Schemat 11

### Mikroekonomiczne determinanty konkurencyjności



Źródło: Czupiał J., *Efektywność i inne elementy przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa oraz jej źródła* [w:] *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem. Prace naukowe AE we Wrocławiu, Wrocław 2005.*

Oczywiście, dla wysokiej konkurencyjności musi istnieć sprzyjające otoczenie makroekonomiczne, w tym kurs walutowy, ale i prawne, regulacyjne oraz instytucjonalne. Powtórzmy wobec tego po raz kolejny: w żadnym przypadku prawdopodobne pogorszenie się konkurencyjności naszego agrobiznesu nie może być zredukowane tylko do aprecjacji złotego, a sytuacji tej nie zmieni proste jego zastąpienie przez euro.

Na schemacie 11 efektywność występuje jako kategoria finansowa lub techniczna albo ekonomiczna. Tymczasem UE chce realizować model zrównoważonego rozwoju, którego odzwierciedleniem jest m.in. wspólna polityka rolno, nastawiona na poszukiwanie równowagi między ekonomicznym, środowiskowym i społecznym wymiarem gospodarowania. Model ten i taka WPR są – jak to pokazuje m.in. Ł. Jabłoński – ostro krytykowane przez przedstawicieli szkoły modernizacji w ekonomii rozwoju za jego wysokie obciążenia biurokra-

tyczne i fiskalne<sup>211</sup>. Cierpi na tym efektywność mikroekonomiczna i w konsekwencji kraje doganiające potrzebują więcej czasu, by nadrobić dystans rozwojowy dzielący je od EU-15. Trudniej przeto tym krajom spełnić kryteria konwergencji realnej na ich drodze do euro. W przypadku zaś rolnictwa rośnie jego zależność od subsydiów, co z kolei zmniejsza zainteresowanie tego sektora rynkowymi usługami finansowymi. Jak widać, europejski model społeczno-gospodarczy oraz WPR w krótkim czasie mogą osłabiać bodźce do pogłębiania integracji finansowej i monetarnej. Relacje te w długim okresie nie muszą mieć jednak już charakteru antagonizmu. Zrównoważona gospodarka i rolnictwo, jako pewnego rodzaju dobra publiczne, mogą być komplementarne względem efektywnego, konkurencyjnego i stabilnego sektora finansowego, który można przecież uznawać także za dobro publiczne. Kraje skandynawskie pokazują, że jest to możliwe.

Sukces integracji finansowej i monetarnej zależy m.in., jak to przedstawiono w rozdziale trzecim, od mobilności kapitału, składnikiem którego jest ziemia. W przypadku UE istnieją ogólnie bardzo duże bariery już w wewnątrz-krajowym przepływie ziemi, nie wspominając tym samym o obrocie między krajami członkowskimi. Największe ograniczenia dotyczą jednakże transakcji gruntami rolniczymi. W zasadzie tylko w Wielkiej Brytanii rynek ziemi rolniczej jest zliberalizowany i nie ma większych przeszkód, by mogli ją nabywać także nierolnicy<sup>212</sup>. Ceny gruntów w Zjednoczonym Królestwie wprawdzie rosną, ale szybko tam przybywa również dużych gospodarstw. Poprawa struktury agrarnej następuje też w innych krajach, które dopuszczają większą konkurencję na rynku ziemi rolniczej (Niemcy, Dania). Na drugim biegunie jest natomiast Francja, gdzie państwo bardzo silnie ingeruje już na tym rynku od lat 60. XX wieku. Z kolei w krajach nowo przyjętych do Unii w 2004 r. występuje nadal sporo problemów związanych z restytucją własności w rolnictwie, rozdrobnieniem gospodarstw, systemami rejestrowymi itp. składnikami dojrzałego rynku. W całej Wspólnocie obrót gruntami i nieruchomościami rolnymi znajduje się również pod silnym wpływem narodowych i ogólnounijnych systemów subsydiowania. Zwiększają one zainteresowanie utrzymywaniem ziemi w rękach dotychczasowych właścicieli. Trudno zatem mówić o istotniejszym wkładzie rolnictwa do zdyskontowania przez mieszkańców Unii potencjalnych korzyści z tytułu *risk sharing* realizowanego w ramach integracji finansowej.

---

<sup>211</sup> Jabłoński Ł., op. cit.

<sup>212</sup> Sikorska A., Ciodyk T., Zadura A., Zagórski T., Buks B., *Rynek ziemi rolniczej. Stan i perspektywy*, IERiGŻ-PIB, ARR, MRiGŻ, Warszawa, grudzień 2007.



W przypadku Polski nabywanie gruntów rolniczych przez cudzoziemców regulowane jest ustawą z 24.03.1920 r., znowelizowaną jednak w roku 2004, by była możliwa nasza integracja z UE i Europejskim Obszarem Gospodarczym. Generalnie regulacje powyższe wymagają, z nielicznymi wyjątkami, zezwolenia na bezpośrednie nabycie nieruchomości rolnych i ziemi rolniczej albo na stanie się współwłaścicielem podmiotu prawnego użytkującego takie aktywa. Poza tym wynegocjowaliśmy przed akcesją 12-letni okres przejściowy na swobodne nabywanie przez cudzoziemców tychże aktywów, licząc od 1.05.2004 r. Okres powyższy może być skrócony dla dzierżawców i w zależności od województwa może on wynosić 3 lub 7 lat. W powyższym stanie prawnym nie może dziwić, że nasze oficjalne statystyki nabywania przez innych mieszkańców Wspólnoty nieruchomości i gruntów rolnych oraz akcji lub udziałów w spółkach posiadających takie nieruchomości w Polsce wskazują, iż mamy tu do czynienia z transakcjami o marginalnym znaczeniu ekonomicznym<sup>213</sup>. Tymczasem badania empiryczne, dotyczące wprawdzie sektora pozarolniczego, najczęściej pokazują, że międzynarodowa liberalizacja rynku tytułów własności (*equity capital*) prowadzi do poprawy efektywności mikroekonomicznej i produktywności<sup>214</sup>. Ziemia rolnicza i nieruchomości rolne z procesów liberalizacyjnych są przeważnie jednak wyłączone, co głównie wynika z traktowania rolnictwa jako sektora strategicznego, a powyższych aktywów jako jednego z ważniejszych atrybutów suwerenności państwowej.

---

<sup>213</sup> Ibidem.

<sup>214</sup> Chari A., Henry B.P., *Risk Sharing and Asset Price: Evidence From a Natural Experiment*, „Journal of Finance”, vol. 59, no. 3, 2004; Kose A.M. et al., op. cit; Mitton T., *Stock Market Liberalization and Operating Performances at the Firm Level*, „Journal of Financial Economics”, vol. 35, no. 1, 2006.

## Zakończenie

Integracja finansowa i monetarna to według zgodnej opinii znawców problemu najbardziej złożone i zaawansowane formy integracji ekonomicznej, obciążone przy tym największym ładunkiem emocji, jeśli zważymy chociażby fakt, jak wielkie znaczenie ma posiadanie waluty narodowej dla tożsamości i suwerenności każdego kraju i społeczeństwa. Muszą zatem istnieć ważne przyczyny, że niektóre narody są gotowe wręcz zrezygnować z rodzimej waluty na rzecz wspólnego pieniądza, wyrzekając się tym samym części swojej autonomii polityczno-gospodarczej, przez utworzenie ponadnarodowych organów polityczno-decyzyjnych, prawodawczych i regulacyjnych. Ogólnie rzecz biorąc zatem, korzyści z obydwu analizowanych w pracy forum integracji musiały w Unii Europejskiej przeważać nad jej kosztami i różnymi rodzajami ryzyka, że Europejczycy zdecydowali się na zacieśnienie wzajemnych więzi finansowych i monetarnych. Jest to jednak wciąż proces niedokończony, którego dynamika jest zmienna w czasie, wciąż ograniczana wieloma rodzajami barier. Nie jest też ostatecznie przesądzone, czy w przyszłości nie zwyciężą jednak tendencje do dezintegracji. Z przeprowadzonej analizy jasno bowiem wynika, że bez pogłębienia integracji politycznej oraz pochodnego względem niej wdrożenia federalizmu fiskalnego w Unii Europejskiej wciąż będą piętrzyły się przeszkody na drodze do pełnej integracji finansowej Wspólnoty, a tym bardziej jeszcze jej integracji monetarnej. Ta podstawowa konkluzja przebija w całej dokonanej analizie, podobnie jak konieczność stałego, systematycznego bilansowania kosztów i korzyści obydwu tych rodzajów integracji.

W ujęciu szczegółowym natomiast cztery poniższe wnioski zasługują na podkreślenie:

- 1.** Integracja finansowa to pojęcie treściowo, w zakresie pomiaru i porównywania kosztów oraz korzyści bardzo zbliżone do kategorii „globalizacja finansowa”. Z tego też powodu, warto zwrot „integracja finansowa” poprzedzać jakimś dodatkowym określeniem, np. typu: „europejska”. Jeśli chodzi o korzyści z integracji finansowej, to większość badaczy koncentruje się na ich bezpośrednim charakterze, wymieniając: poprawę alokacji kapitału, korzyści z *risk sharing* i możliwości przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Klasyfikacja ta nawiązuje wprost do standardowego ujęcia neoklasycznego. Warto jednak pamiętać, że integracja ta niesie za sobą również pożytki pośrednie: stymulowanie rozwoju finansowego i instytucjonalnego, poprawę jakości rządzenia i zarządzania oraz dyscyplinę makroekonomiczną. Te ostatnie niekiedy mogą nawet przeważać nad korzyściami bezpośrednimi. Uwzględnienie tej okoliczności powinno prowa-

działanie do nieco łagodniejszego traktowania zagrożeń związanych z integracją finansową, związanych ze wzrostem kruchości finansowej i większymi możliwościami zakażenia się kryzysem bankowym i/lub finansowym, pogłębieniem się nierówności społeczno-ekonomicznych i regionalnych oraz pewnym ograniczeniem autonomii polityki gospodarczej. Każdorazowo trzeba i korzyści i zagrożenia te dodatkowo różnicować ze względu na czas. Inne z reguły wnioski otrzymujemy bowiem dla okresów krótkich, a inne dla średnich i długich. Wprawdzie proces europejskiej integracji finansowej jest realizowany w oparciu o szeroko rozbudowane normy prawne, to wciąż napotyka on wiele barier, które łącznie prowadzą do rozpowszechnienia się w UE zjawiska określanego jako *a home bias*. Bez usunięcia istniejących barier, których znaczna część ma charakter historyczny i kulturowy, nie uda się istotnie zwiększyć mobilności wszystkich czynników produkcji, a więc integracja ta w niewystarczającym stopniu wspierać będzie proces integracji monetarnej. Z drugiej natomiast strony np. sukcesy *risk sharing* łagodzą ostrość braku pełnej konwergencji realnej i problemy związane ze spełnieniem niektórych kryteriów konwergencji nominalnej na drodze nowych członków UE do strefy euro.

**2.** FSAP oraz SEPA to niewątpliwie dwa największe i najbardziej złożone projekty ze sfery europejskiej integracji finansowej. Obydwa w istocie też są jeszcze niezakończone, co wynika z ich skomplikowania oraz ciągłego poszukiwania najlepszej formuły formalnoprawnej (np. minimum vs maksimum vs dobra harmonizacja; regulacje wspólnotowe vs regulacje narodowe) oraz pogodzenie konkurencyjności i efektywności sektora finansowego z jego stabilnością i dostateczną ochroną konsumentów. W tych warunkach nie może zaskakiwać, że największe sukcesy UE odniosła do tychczas w integracji rynków hurtowych, natomiast operacje detaliczne – a takie głównie realizuje się w rolnictwie – mają wciąż charakter lokalny i wykazują silny efekt *a home bias*. Trzeba przy tym cały czas pamiętać, że postęp techniczny i technologiczny w finansach oraz niektóre regulacje (np. o kredycie konsumenckim czy dyrektywa MiFID) wręcz mogą prowadzić do dezintegracji finansowej w UE. SEPA będzie z kolei najbardziej kosztownym wyzwaniem dla małych lokalnych banków, ale z kolei przyniesie wiele korzyści ich klientom. To myślenie w konwencji poprawy ogólnego dobrobytu powinno być zatem najważniejszą wytyczną przy ocenie wszystkich szczegółowych rozwiązań z zakresu integracji finansowej i monetarnej. Odwoływanie się do szerszych ram oceny kosztów i korzyści obydwu rodzajów integracji jest niezbędne zatem przy analizie stabilności europejskich systemów finansowych, tworzeniu paneuropejskich

skich sieci bezpieczeństwa finansowego i najbardziej kontrowersyjnej kwestii w tym obszarze, jaką jest kształt, charakter i instrumentarium transeuropejskiego nadzoru i regulacji nad bankami oraz pozostałymi segmentami sektora finansowego. Cały czas trzeba też szukać równowagi między dyscypliną regulacyjną i skutecznością dyscypliny rynkowej, a więc specyficznej formy partnerstwa publiczno-prywatnego. Konkretnie rozwiązania nie powinny jednak zdejmować odpowiedzialności z władz krajowych za bezpieczeństwo rodzimego sektora finansowego i konieczność ciągłego reformowania poszczególnych sfer aktywności społeczno-ekonomicznej państwa i jego obywateli. Sieć bezpieczeństwa finansowego to bowiem integralny składnik bezpieczeństwa narodowego i suwerenności, a wysoka jakość polityki społeczno-gospodarczej jest jedną z najlepszych metodą ich umacniania.

- 3.** Integracja monetarna to proces jeszcze bardziej złożony niż integracja finansowa. Problem się komplikuje, gdyż w przypadku tej pierwszej brakuje w istocie jednej, powszechnie uznanej jej podstawy teoretycznej. W ślad za tym nie są w niej zawarte jednoznaczne kryteria decydowania o celowości przyjęcia wspólnej waluty lub pozostaniu przy pieniądzu narodowym. Niejednoznaczność pojawia się również w momencie analizowania wyników badań empirycznych, które pokazują, iż np. w Eurolandzie postępuje konwergencja realna, ale i niekiedy dywergencyjna. W takich to warunkach proces tworzenia Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej odbywa się w oparciu głównie o nieco arbitralne, a więc i subiektywne kryteria konwergencji nominalnej i w miarę jednoznaczne kryteria legislacyjne. Mało jest natomiast precyzji w ustaleniu warunków konwergencji realnej. Łącznie wszystkie te okoliczności bardzo komplikują zestawianie obiektywnego bilansu kosztów i korzyści wstępowania kolejnych krajów do strefy euro. Szczególne trudności piętują się przy tym przed krajami doganiającymi, do których należy także Polska. Nie jest zatem także wykluczony przypadek, iż zastąpienie złotego przez euro może spowodować regres społeczno-gospodarczy w naszym kraju. Wiedząc o tym, warto jednak mimo wszystko podjąć wysiłek, by sprostać kryteriom przyjęcia do obszaru wspólnego pieniądza. Pozostawanie bowiem poza nim, w szybko zmieniającej się sytuacji geopolitycznej, grozi nam marginalizacją i na szwank wręcz wystawia nasze bezpieczeństwo narodowe oraz suwerenność. W tym kontekście dobrze się zatem stało, że polski rząd i NBP zgodnie zadeklarowały, iż podejmą intensywne działania, by kraj nasz był formalnie gotów do przyjęcia euro w 2011 r. Faktyczne zaś zastąpienie złotego wspólnym pieniądzem

mogłoby wtedy nastąpić na początku 2012 r., ale prawdopodobnie stanie się to dopiero 1 stycznia 2013 r.

- 4.** Kompleksowa analiza europejskiej integracji finansowej i walutowej wyraźnie wskazuje, że jej twórcy oraz realizatorzy już od lat 50. ub.w. konsekwentnie starali się bronić każdorazowo dorobek m.in. wspólnej polityki rolnej. Mieli bowiem świadomość, że rolnictwo, chociaż w dużym stopniu finansujące się kapitałem własnym, a okresowo tylko wspierające się kredytem bankowym, jest bardzo silnie podatne na zaburzenia na rynkach finansowych i walutowych, aczkolwiek głównie w sposób pośredni. Twórcy i realizatorzy integracji finansowej oraz walutowej byli prawdopodobnie przekonani i o tym, że te dwa rodzaje integracji powinny być dopełnieniem integracji handlowej w ramach Wspólnoty. Można też domniemywać, że łącznie te trzy formy integracji miały chronić rolnictwo EWG a potem UE przed destrukcyjnymi siłami globalizacji. Wychodząc z rachunku przepływów funduszy w polskim rolnictwie, pokazano, iż sytuacja finansowa tego sektora w pierwszym rzędzie zależy od relacji cenowo-kosztowych w działalności operacyjnej i inwestycyjnej oraz od wpływu wsparcia budżetowego, krajowego i unijnego. Marginalne znaczenie odgrywa natomiast segment wzajemnych przepływów finansowych między rolnictwem a rynkowym sektorem finansowym. Oznacza to, iż bezpośrednio unijna integracja finansowa w małym stopniu dotyka polskie gospodarstwa rolne. Pomimo marginalnego znaczenia kredytów i depozytów walutowych, integracja monetarna nieco bardziej może mimo to oddziaływać na nasze rolnictwo. Wynika to ze znaczącej pozycji tego sektora w wydatkach budżetowych, co ma związek ze spełnianiem kryteriów fiskalnej zbieżności ze strefą euro, oraz z faktu przeliczania pomocy unijnej na złote. Z racji tendencji do umacniania się polskiej waluty pomoc ta w ostatnich latach rosła stosunkowo wolno. Środowiska rolne w związku z tym dosyć zgodnie zaczęły opowiadać się za szybkim przyjęciem euro, uważając, iż w ten sposób zdecydowanie poprawi się pozycja konkurencyjna naszego agrobiznesu. Tymczasem teoria i badania empiryczne pokazują, że oczekiwania te są nadmierne. Konkurencyjność to bowiem atut, ważna przewaga budowana systematycznie, w przemyślany sposób, ale równocześnie wielorako uwarunkowana. Kurs walutowy, jego poziom i zmienność, to tylko jedna z kilku determinant wysokiej konkurencyjności. Nawet po przyjęciu euro cała polska gospodarka w tym także agrobiznes, nie stanie się przez to sama z siebie bardziej konkurencyjna. W warunkach mało sprzyjających może zdarzyć się nawet coś przeciwnego – Polska może wręcz doświadczyć regresu, ze wszystkimi jego nega-

tywnymi skutkami społeczno-ekonomicznymi i politycznymi. Z kolei w okresie dochodzenia do wspólnej waluty, a więc w kilku najbliższych latach, mniej więcej pokrywających się z aktualną perspektywą budżetową UE, Polska będzie musiała się intensywnie reformować, dbając o spełnienie kryteriów zbieżności nominalnej ze strefą euro. Procesy te przebiegać będą w warunkach spowolnienia gospodarczego, co zwiększy konkurencję m.in. o wsparcie budżetowe. Nie jest zatem wykluczone, że trzeba będzie nieco zwiększyć fiskalizm w rolnictwie, a więc np. głębiej zreformować rolnicze ubezpieczenia społeczne i zrewidować programy krajowej pomocy produkcyjnej i inwestycyjnej dla tego sektora.

## Bibliografia

1. Ackermann J., *Der Beitrag der Banken zur Sicherung der Stabilität des weltweiten Finanzsystems*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen”, no. 4, 2008.
2. Adam K., Jappelli T., *Financial Integration (Analyse, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union)*, Centre for Studies in Economics and Finance, Salerno 2002.
3. Allen F., Carletti E., *Credit risk transfer and contagion*, „Journal of Monetary Economics”, vol. 53, no. 1, 2006.
4. Altenburg M., *Die Systemkrise der Disintermediation – zu den Herausforderungen eines Paradigmenwechsels*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen”, no. 4, 2008.
5. Aryeetey E., Hettige H., Nisanke M., Steel W., *Financial Market Fragmentation and Reforms in Ghana, Malawi, Nigeria, and Tanzania*, „The World Bank Economic Review”, vol. 11, no. 2, 1997.
6. Backé P., Wójcik C., *Credit booms, monetary integration and the new neoclassical synthesis*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 32, no. 3, 2008.
7. Baele L., Fernando A., Hördahl P., Krylova E., Monnet C., *Measuring Financial Integration in The Euro Area*, Occasional Paper Series, no. 14, European Central Bank, April 2004.
8. Baland J.M., Kotwal A., *The Political Economy of Underinvestment in Agriculture*, „Journal of Development Economics”, vol. 55, no. 1, 1998.
9. Barcz J., Wyrzykowska-Kawecka E., Michałowska-Gorywoda K., *Integracja europejska*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2007.
10. Beck T., Demirgüç-Kunt, Levine R., *Bank concentration, competition, and crises: First results*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 30, 2006.
11. Belka M., *Rozszerzenie europejskiej unii walutowej a perspektywy rozwoju gospodarczego Polski*, „Ekonomista”, nr 6, 2007.
12. Benedyk E., *Kurs pod wiatr*, „Polityka”, nr 20, 2008.
13. Bernhard T., *Integracja rynku pieniężnego w strefie euro*, „Bank i Kredyt”, nr 4, 2008.
14. Bolsinger J.H., *Kreditgenossenschaften gestern und morgen: zwei Szenarien für die Zukunftsentwicklung*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen”, no. 11, 2005.
15. Borowski J., *Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej*, „Bank i Kredyt”, nr 11/12, 2001.

16. Bożyk P., Misala J., *Integracja ekonomiczna*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003.
17. Brewka A., *Jak usprawnić Lamfalussy'ego?* „Bank”, nr 1, 2008.
18. Bukowski I.S., *Strefa euro*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
19. Bukowski I.S., *Unia monetarna. Teoria i polityka*, Difin, Warszawa 2007.
20. Bureau J.C. et al., *Reflection on the Possibilities for the Future Development of the CAP*, European Parliament, December 2007.
21. Burgess R., Pande R., *Do rural Banks Matter? Evidence from the Indian Social Banking Experiment*, „The American Economic Review”, vol. 95, no. 3, 2005.
22. Caprio G., Klingebiel D., *Bank insolvencies: cross-country experience?*, World Bank Policy Research Working Paper, vol. 20, no. 16, 1996.
23. Carter A.D., McNulty E.J., *Deregulation, technological change, and the business-lending performance of large and small banks*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 29, no. 5, 2005.
24. Chari A., Henry B.P., *Risk Sharing and Asset Price: Evidence From a Natural Experiment*, „Journal of Finance”, vol. 59, no. 3, 2004.
25. Ciamaga L., Latoszek E., Michałowska-Gorywoda K., Oreziak L., Wechmann E., *Unia Europejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
26. *Czas Polski minął*, „Rzeczpospolita”, 12.01.2008.
27. Czupiał J., *Efektywność i inne elementy przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa oraz jej źródła [w:] Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*. Prace naukowe AE we Wrocławiu, Wrocław 2005.
28. De Grauwe P., *Unia walutowa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003.
29. Demirgüç-Kunt A., Detragiache E., *Cross-country empirical studies of systemic bank distress: a survey*, IMF Working Paper, vol. 96, no. 5, 2005.
30. Demyanyk Y., Volosovych V., *Gains from financial integration in the European Union: Evidence for new and old members*, „Journal of International Money and Finance”, vol. 27, no. 2, 2008.
31. Dudek A.M., *Co dalej z SEPA?* „Gazeta Bankowa”, nr 41, 2006.
32. Dudek A.M., *KNF o MiFIO*, „Gazeta Bankowa”, nr 45, 2007.
33. Dudek A.M., *Płatności w euro*, „Gazeta Bankowa”, nr 18, 2007.
34. Dudek A.M., *Szkielet jest już gotowy*, „Gazeta Bankowa”, nr 14, 2007.
35. Dudek A.M., *Wzór do naśladowania*, „Gazeta Bankowa”, nr 14, 2007.



36. Edison H.J., Levine R., Ricci L., Slok T., *International Financial Integration and Economic Growth*, International Monetary Fund, Washington August 2002.
37. *Euro a integracja polityczna*, „Rzeczpospolita”, 15.04.2008.
38. *Europa w lepszej kondycji*, Wywiad I. Morawskiego z P. de Grauwe, „Rzeczpospolita”, 16.05.2008.
39. *Expanding the Frontier in Rural Finance. Financial Linkages and Strategic Alliances*, Edited by M.E. Pagura. Practical Publishing, FAO, 2008.
40. Fandrejewska A., *Średnie zaległości dłużników to 1,4 tys. zł.*, „Rzeczpospolita”, 23.08.2008.
41. Fandrejewska A., *Usługi pod lupą UOKiK*, „Rzeczpospolita”, 7.08.2008.
42. Feldstein M., Horioki Ch., *Domestic Savings and International Capital Flows*, „Economic Journal”, vol. 90, June 1980.
43. Fijor M.J., *Pokusa nadużycia, Horyzonty bankowości*. Dodatek specjalny, „Bank”, nr 5, 2008.
44. Filar D., *Nasza inflacja jest inna od wszystkich*, „Gazeta Wyborcza”, 29.08.2008.
45. *Finanse międzynarodowe*, Redaktor naukowy Bogumił Bernaś, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
46. Frankel E.J., Rose A., *The endogeneity of the optimum currency area criteria*, „Economic Journal”, vol. 108, 1998.
47. Gadomski W., *Alergia na euro?*, „Gazeta Wyborcza”, 17.04.2008.
48. Gadomski W., *Kto zapłaci za bankructwo banku?* „Gazeta Wyborcza”, 25.03.2008.
49. Gai P., Kapadia S., Millard S., Perez A., *Financial Innovation, Macroeconomic Stability and Systemic Crises*, „The Economic Journal”, vol. 118, no. 527, 2008.
50. Galindo A., Schiantarelli F., Weiss A., *Does financial liberalization improve the allocation of investment? Micro-evidence from developing countries*, „Journal of Development Economics”, vol. 83, no. 2, 2007.
51. Gancarczyk M., *Efekty zewnętrzne sieci*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 10, 2007.
52. Gawlikowska-Hueckel K., Zielińska-Głębocka A., *Integracja europejska. Od jednolitego rynku do unii walutowej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004.
53. Głapiak E., *Euro musi spowodować niewielki wzrost cen*, „Rzeczpospolita”, 8.07.2008.
54. Gostomski E., *Detaliści – łączcie się*, „Bank”, nr 5, 2007.
55. Gostomski E., *Jednocicie w euro*, „Bank”, nr 3, 2007.

56. Gotz-Kozierkiewicz D., *Globalizacja rynków finansowych* [w:] *Globalizacja, Mechanizmy i wyzwania*, Praca zbiorowa pod redakcją naukową B. Liberskiej, PWE, Warszawa 2002.
57. Grabowski T., *Unia Europejska – mechanizmy integracji gospodarczej*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2008.
58. Gradzewicz M., Jędrzejowicz M., Żółkiewski Z., *The Cost of Fiscal Tightening in Poland on the Road to the Euro: Does the Labour Market Matter?* (CGE Model Simulations), „Bank i Kredyt”, nr 4, 2007.
59. Gruda M., Kulawik J., Wieliczko B., *Finanse rolnictwa* [w:] *Analiza produkcyjno-ekonomicznej sytuacji rolnictwa i gospodarki żywnościowej*, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2008.
60. Hoggarth G., Reis R., *Costs of banking system instability: some empirical evidence*, „Journal of Banking and Finance”, vol. 26, no. 5, 2002.
61. Imbs J., Mauro P., *Pooling Risk Among Countries*, IMF Working Paper, June 2007.
62. Iwanicz-Drozdowska M., *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie*, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2007.
63. Jabłoński Ł., *Ewolucja poglądów na temat konwergencji w ekonomii rozwoju*, „Gospodarka Narodowa”, nr 5-6, 2008.
64. Jackowicz K., *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych UE*, „Bank i Kredyt”, nr 10, 2007.
65. Janicka K., *Jednolity rynek finansowy Unii Europejskiej – początek kolejnego etapu – „Zielona Księga”*, „Bank i Kredyt”, nr 9, 2005.
66. Jankowiak J., *Euro i konstytucja*, „Gazeta Wyborcza”, 4.06.2008.
67. Jendroszczyk P., *Okradzeni z tożsamości*, „Rzeczpospolita”, 22.08.2008.
68. Jeziolowicz N., *Klient chroniony i umęczony, banki zapłacą*, „Bank”, nr 7-8, 2008.
69. Kachniewski M., *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja*, „Bank i Kredyt”, nr 11-12, 2007.
70. Kenen B.P., *The theory of optimum currency areas: an eclectic view*, [in:] Mundell R.A., Svoboda A.K. (Eds.), *Monetary Problems in the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago 1969.
71. Klein K.R.D., *Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten – Ursachen, Auswirkungen und Lehren*, „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen”, no. 4, 2008.
72. Kneller R., *No Miracles Here: Trade Policy, Fiscal Policy and Economic Growth*, „Journal of Development Studies”, vol. 43, no. 7, 2007.
73. Kopiński A., *Analiza finansowa banków*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.

74. Korenik D., Korenik S., *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
75. Koronowski A., *Real and Nominal Divergences in a Monetary Union – an Approach Beyond the Theory of Optimum Currency Areas*, „Bank i Kredyt”, nr 10, 2007.
76. Kose A.M., Prasad E.S., Rogoff K., Wei J. S., *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Working Paper, August 2006.
77. Kose A.M., Prasad E.S., Terrones E.M., *Financial Integration and Macroeconomic Volatility*, International Monetary Fund, March 2003.
78. Kose A.M., Prasad E.S., Terrones E. M., *How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship Between Growth and Volatility?* International Monetary Fund, Washington January 2005.
79. Kosiański M., *Wróćą drogie pożyczki na bardzo krótki termin*, „Rzeczpospolita” 9.05.2008.
80. Koziół W., *Plan awaryjny*, „Gazeta Bankowa”, nr 31, 2008.
81. Kozmana M., *Rolnicy dostaną więcej dotacji kosztem firm*, „Rzeczpospolita”, 18.06.2008.
82. Królikowska A., *Czy warto być poza Unią Monetarną – studium przypadku Wielkiej Brytanii, Danii i Szwecji*, „Bank i Kredyt”, nr 4, 2008.
83. Krugman R.P., Obstfeld M., *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i polityka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
84. Krześniak M., *Banki liczą na klientów*, „Rzeczpospolita”, 16.05.2008.
85. Kulawik J., *Finansowanie i kredytowanie rolnictwa w 2007 r.*, „Bank i Rolnictwo”, nr 5, 2008.
86. Kulawik J., *Globalizacja finansowa a funkcjonowanie i rozwój banków*, Program Wieloletni, nr 62, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2007.
87. Kulawik J., *Globalizacja finansowa a rolnictwo – wstępna analiza problemu [w:] Wpływ procesu globalizacji na rozwój rolnictwa na świecie*, Program Wieloletni, nr 17, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2005.
88. Kulawik J., *Globalizacja nie taka straszna*, „Gazeta Bankowa”, nr 9, 2006.
89. Kulawik J., *Kruczość finansowa. Cz. I i II*, „Gazeta Bankowa”, nr 29 i 30, 2007.
90. Kulawik J., *Rozwój finansowy: pożyteczny, ale nie zawsze*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 7, 2008.
91. Kulawik J., Ziółkowska J., *System finansowy rolnictwa a globalizacja finansowa*, Program Wieloletni, nr 50, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2006.
92. Lach A., *Procent czegoś, czy niczego 100 proc? Horyzonty Bankowości. Dodatek specjalny*, „Bank”, nr 5, 2008.

93. Lachowicz P., *Koncepcja wspólnych obszarów walutowych*, „Bank i Kredyt”, nr 2, 2008.
94. Latoszek E., *Etapy integracji walutowej w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 3, 2008.
95. Lepczyński B., *Integracja transgraniczna rynku bankowego w UE*, „Bank i Kredyt”, nr 5, 2007.
96. Leśniak J.G., *Oszustom będzie łatwiej wyłudzić VAT*, „Rzeczpospolita”, 24.05.2008.
97. Ostrowski M., *Al Capone to był pikuś*, „Polityka”, nr 21, 2008.
98. Lewandowski K., *Rewolucyjny nowy ład*, „Bank”, nr 7-8, 2008.
99. Lis S., *Akcesja Polski do strefy euro – analiza krytyczna*, „Ekonomista”, nr 3, 2008.
100. Loayza V.N., Ranciére R., *Financial Development, Financial Fragility, and Growth*, „Journal of Money, Credit, and Banking”, vol. 30, no. 4, 2006.
101. Lutkowski K., *Finanse międzynarodowe. Zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
102. Łasak P., *Odpowiedzialność regulatora*, „Gazeta Bankowa”, nr 31, 2008.
103. Łasak P., *Waga regulacji*, „Gazeta Bankowa”, nr 33, 2008.
104. Łysakowski P., *SEPA – jednolity obszar płatności w euro*, „Bank i Kredyt”, nr 11/12, 2007.
105. Masny M., *Chcesz pokoju, szykuj się na kryzys*, „Bank”, nr 7-8, 2008.
106. Mayes G.D., Suvanto A., *Meeting the Challenge of Monetary Union: Lessons from the Finnish Experience*, „Bank i Kredyt”, nr 10, 2007.
107. McKinnon R.J., *Optimum Currency Areas and key currencies: Mundel I versus Mundel II*, „Journal of Common Markets Studies”, vol. 42, 2004.
108. McKinnon R. J., *Optimum Currency Areas*, „American Economic Review”, vol. 53, 1963.
109. Misala J., *Współczesne teorie wymiany międzynarodowej i zagranicznej polityki ekonomicznej*, SGH, Warszawa 2001.
110. Mitton T., *Stock Market Liberalization and Operating Performances at the Firm Level*, „Journal of Financial Economics”, vol. 35, no. 1, 2006.
111. *Motor traci ciąg*, „Forum”, nr 29, 2008.
112. Mundell R.A., *A theory of optimum currency areas*, „American Economic Review”, vol. 51, 1961.
113. Mundell R.A., *Uncommon arguments for common currencies*, [in:] Johnson H. G., Svoboda A. K. (Eds.), *The Economics of Common Currencies: Proceedings of the Madrid Conference on Optimum Currency Areas*, Allen & Unwin, London 1973.

114. Nawrot W., *Zmiany w procesie regulacyjnym Unii Europejskiej w zakresie rynków papierów wartościowych*, „Bank i Kredyt”, nr 5, 2005.
115. Nowak-Far A., *Unia Gospodarcza i Walutowa w Europie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2001.
116. Olzacka B., Pałczyńska-Gościński R., *Leksykon zarządzania finansami*, ODDK, Gdańsk 1998.
117. Oręziak L., *Euro-pieniądz międzynarodowy*, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2008.
118. Oręziak L., *Polityka budżetowa w strefie euro*, „Bank i Kredyt”, nr 5, 2008.
119. Oręziak L., *Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu*, „Bank i Kredyt”, nr 7, 2005.
120. Ostrowska K., Więclaw E., *Klienci będą poszkodowani*, „Rzeczpospolita”, 23.08.2007.
121. Patterson R., *Kompendium terminów bankowych. A Compendium of Banking Terms*, PriceWaterhouseCoopers, Business Press, Warszawa 1999.
122. Pawlak K., *Niekorzystne umowy o kredyt hipoteczny*, „Rzeczpospolita”, 15.05.2008.
123. Pawłowicz L., Wierzba R., *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 8-9, 2007.
124. Penczor M., *Ochrona konsumenta na integrującym się rynku bankowym w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 7, 2007.
125. Petru R., *Dylematy polityki pieniężnej*, „Rzeczpospolita”, 8.08.2008.
126. Piech K., *Integracja rynków finansowych a gospodarka i jej wzrost*, „Bank i Kredyt”, nr 4, 2007.
127. Pilecka A., *Financial Services Action Plan – stan realizacji i wpływ na kształt europejskiego rynku finansowego*, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2005.
128. Pilecka A., *Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) – założenia, realizacja i wpływ na rynki finansowe w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 1, 2007.
129. Podkaminer L., *Konwergencja realna a inflacja: próba kwantyfikacji i implikacje dla integracji ze strefą euro*, „Bank i Kredyt”, nr 4, 2008.
130. Poole W., *Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model*, „Quarterly Journal of Economics”, no. 85, 1979.
131. Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.J., Kose A.M., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, International Monetary Funds, Washington, March 2003.
132. *Przegląd stabilności systemu finansowego. I półrocze 2007 r.* Redakcja: Głogowski A., Gołajewska M., Tymoczko D., NBP, Warszawa 2007.

133. Ranciére R., Tornell A., Westermann F., *Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 30, no. 12, 2006.
134. *Raport o sytuacji banków w 2007 roku*. Opracowanie pod kierunkiem A. Kotwina, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008.
135. Rokicki B., *Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu*, Gospodarka Narodowa, nr 10, 2005.
136. Różański J., Szcześniak M., *W oczekiwaniu na globalizację – ocena perspektyw rozwoju sektora bankowego w Polsce*, „Przegląd Organizacji”, nr 12, 2005.
137. Rudynek-Ciechomska U., Brodowski A., *Systemy gwarantowania depozytów bankowych*, „Bank i Rolnictwo”, nr 11, 2007.
138. Sikorska A., Ciodyk T., Zadura A., Zagórski T., Buks B., *Rynek ziemi rolniczej. Stan i perspektywy*, IERiGŻ-PIB, ARR, MRiRW, Warszawa, grudzień 2007.
139. Skarbek M. M., *Nie zjeść zająca*, „Gazeta Bankowa”, nr 32, 2008.
140. Skarbek M.M., *Remont prawa*, „Gazeta Bankowa”, nr 12, 2008.
141. Skarbek M.M., *Zdążyć przed kryzysem*, „Gazeta Bankowa”, nr 12, 2008.
142. Sławiński A., *Do euro przez Budziejowice*, „Rzeczpospolita”, 5.06.2008.
143. Sławiński A., *Euro potrzebuje Europy*, „Gazeta Wyborcza”, 1.04.2008.
144. Słojewska A., *Eksperci: Unia Europejska bez cudów*, „Rzeczpospolita”, 10.05.2008.
145. Słojewska A., *Problemy wewnątrz eurolandu*. „Rzeczpospolita”, 22.05.2006.
146. Solarz K. J., *Biały szkwał*, „Gazeta Bankowa”, nr 25, 2008.
147. Solarz K. J., *Nic się nie stało*, „Bank”, nr 7-8, 2008.
148. Solarz K.J., *Papierek lakmusowy*, „Bank”, nr 4, 2008.
149. Stasiak P., *Kraje raje*, „Polityka”, nr 33, 2008.
150. Stulz M.R., *The Limits of Financial Globalization*, „The Journal of Finance”, vol. 60, no. 4, August 2005.
151. Sudak I., *Kupujemy, konsumujemy i nie płacimy 60 000 000 000 zł długów!*, „Gazeta Wyborcza”, 23.08.2008.
152. Szelaż K., *Komitet Stabilności Finansowej, czyli dmuchanie na zimne*, „Rzeczpospolita”, 17.04.2008.
153. Szelaż K., *Polityka gospodarcza w strefie euro: koordynacja czy centralizacja?* „Bank i Kredyt”, nr 5, 2004.
154. Tokarski L., *Teraz oddział*, „Bank”, nr 9, 2005.
155. Trichet C. J., *Dziesięć lat z euro*, „Gazeta Wyborcza”, 2.07.2008.
156. Tupaj-Cholewa A., *Ku uporządkowaniu rynków*, „Bank”, nr 10, 2007.
157. *Unijne prawo w polskich bankach*, „Bank”, nr 7-8, 2008.

158. Widawski P., *Sektor publiczny a SEPA*, „Bank”, nr 7-8, 2007.
159. Więclaw E., *Polska jest cały czas rajem dla banków*, „Rzeczpospolita”, 20.08.2008.
160. Wolski A., *SEPA: wspólne zadanie*, *Horyzonty Bankowości*. Dodatek specjalny, „Bank”, nr 5, 2008.
161. Wójcik C., *Integracja ze strefą euro. Teoretyczne i praktyczne aspekty konwergencji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
162. Wyżnikiewicz B., *Nie dajmy się nabrać na propagandę o drożyznie*, „Rzeczpospolita”, 6.08.2008.
163. Zaleska M., *Bank czy oddział instytucji kredytowej?* „Bank”, nr 5, 2008.
164. Zaleska M., Pszkit A., *Bogate osobno*, „Gazeta Bankowa”, nr 34, 2008.
165. Zbytniewski D., *Pożegnanie z gotówką*, „Gazeta Bankowa”, nr 50, 2006.
166. Ziółkowska J., *Lepszy kredyt preferencyjny czy pomostowy z dotacją*, „Bank i Rolnictwo”, nr 6, 2007.
167. *Żarłoczna Waluta*. „Forum”, nr 20, 2008.
168. Żółt H., *Zegar bije dla MiFiD*, „Bank”, nr 4, 2007.





**EGZEMPLARZ BEZPŁATNY**

*Nakład: 500 egz.*

*Druk i oprawa: QUICK-DRUK s.c.*