



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

ARTYKUŁY

**Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO
KWIECIEŃ**

**ZNACZENIE REFORMY WYDATKÓW
PUBLICZNYCH DLA WZROSTU
GOSPODARCZEGO I STABILNOŚCI**

ZARZĄDZANIE PORTFELEM W EBC

**USTALENIĄ W SPRAWIE REŻIMU
PIENIĘŻNEGO I KURSOWEGO
POMIĘDZY STREFĄ EURO A WYBRANYMI
KRAJAMI I TERYTORIAMI TRZECIMI**

ARTYKUŁY

ZNACZENIE REFORMY WYDATKÓW PUBLICZNYCH DLA WZROSTU GOSPODARCZEGO I STABILNOŚCI

Wydatki publiczne przyczyniają się do wzrostu gospodarczego dzięki temu, że zapewniają finansowanie podstawowych usług publicznych, takich jak bezpieczeństwo, infrastruktura czy edukacja. Pomagają również łagodzić wahania cyklu koniunkturalnego dzięki działaniu automatycznych stabilizatorów, na przykład przez zapewnienie dochodów dla bezrobotnych czy emerytów. Z punktu widzenia stabilności gospodarczej konieczne jest jednak, by w średnim okresie wydatki znalazły pełne pokrycie w dochodach, zapewniając stabilność finansową aktualnej polityki gospodarczej, odzwierciedloną w rachunkach sektora instytucji rządowych.

Punktem wyjścia dla tego artykułu jest nieprzerwany wzrost relacji wydatków publicznych do PKB w krajach strefy euro od lat 60. ubiegłego wieku, który swoje maksimum osiągnął w ostatnich latach, a następnie – w niektórych przypadkach – zaczął spadać. Wydatki publiczne w strefie euro są przy tym znacznie wyższe niż w większości pozostałych krajów uprzemysłowionych. Zdaniem wielu obserwatorów ich poziom przekracza wysokość konieczną dla sprawnego świadczenia podstawowych usług publicznych. Rosnący poziom wydatków zbiegł się w czasie z podwyżkami podatków i innymi posunięciami zniechęcającymi do podejmowania pracy i inwestowania oraz z rosnącą nierównowagą fiskalną. W ostatnim czasie proces starzenia się społeczeństw wywiera dodatkową presję na wydatki publiczne, co zagraża stabilności fiskalnej.

Niektóre kraje strefy euro zrobiły już znaczny postęp w reformowaniu swoich wydatków publicznych. W krajach tych odnotowano zdecydowaną poprawę sytuacji fiskalnej i wzrostu gospodarczego. W wielu państwach członkowskich konieczne są jednak dalsze postępy, zwłaszcza tam, gdzie od kilku lat występuje nadmierny deficyt. Fundamentem reformy wydatków publicznych powinno być przestrzeganie unijnych ram koordynacji polityki gospodarczej i fiskalnej oraz usprawnienie krajowych instytucji ds. finansów publicznych.

I WPROWADZENIE

W ostatnich latach w debacie na temat polityki gospodarczej strona wydatkowa budżetu stopniowo zaczęła przyciągać coraz większą uwagę, zarówno na poziomie krajowym, jak i całej UE. W kwestii „jakości” finansów publicznych coraz więcej mówi się o tym, ile pieniędzy i na co powinny wydawać rządy oraz w jaki sposób reforma wydatków może przełożyć się na wyższy wzrost gospodarczy i większą stabilność. Potrzeba reformy wydatków publicznych staje się coraz bardziej ewidentna w sytuacji uporczywie utrzymujących się deficytów budżetowych i wysokiego poziomu długu publicznego, w połączeniu ze stosunkowo wysokim – z perspektywy międzynarodowej – poziomem stóp podatkowych i silną presją na wydatki wynikającą ze starzenia się społeczeństw.

Niniejszy artykuł koncentruje się na roli wydatków publicznych w stymulowaniu wzrostu gospodarczego i stabilności. Naturalnie wydatki publiczne służą realizacji również innych celów (np. redystrybucji dochodów czy spójności społecznej), które przyczyniają się do dobrobytu gospodarczego. W części drugiej artykułu przeanalizowano trendy i strukturę wydatków publicznych w strefie euro. W części trzeciej omówiono – na poziomie koncepcyjnym i empirycznym – powiązania pomiędzy wydatkami publicznymi, wzrostem gospodarczym i stabilnością fiskalną. Doświadczenia w zakresie reformy wydatków publicznych przedstawia część czwarta, natomiast w części piątej omówiono kwestię reformy w kontekście instytucji fiskalnych i koordynacji polityki gospodarczej na szczeblu europejskim. Część szósta zawiera wnioski.

Tabela 1 Łączne wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych

(w procentach PKB)

	1960	1980	1998	2004	Maksymalne (rok)
Belgia	33,2	56,1	51,2	50,2	61,0 (1983)
Niemcy	31,8	47,1	48,7	47,5	50,2 (1996)
Grecja	20,6	29,0	49,5	49,9	52,0 (2000)
Hiszpania	20,3 ¹⁾	31,5	41,0	39,0	47,6 (1993)
Francja	33,4	45,7	53,5	54,0	55,4 (1996)
Irlandia	26,0	46,1	34,8	34,2	49,8 (1982)
Włochy	28,1	43,0	49,6	48,6	57,1 (1993)
Luksemburg	25,4	48,4	42,1	45,6	51,7 (1981)
Holandia	29,3	53,3	46,0	47,1	57,1 (1983)
Austria	34,1	46,8	53,9	50,4	56,7 (1995)
Portugalia	14,7	34,8	42,3	46,5	46,5 (2004)
Finlandia	26,3	39,1	52,8	51,5	61,0 (1993)
Strefa euro	30,4	45,0	49,0	47,7	51,9 (1993)
Wielka Brytania	36,1	43,2	40,0	44,1	45,4 (1984)
Japonia	16,6	31,5	42,5	38,6	42,5 (1998)
Stany Zjednoczone	28,2	33,8	33,0	34,3	37,2 (1992)

Źródła: Komisja Europejska, OECD – dane dotyczące Hiszpanii za 1964 r. oraz EBC – dane zagregowane dla strefy euro.

1) Dane za 1964 r.

2 TRENDY I STRUKTURA WYDATKÓW PUBLICZNYCH W STREFIE EURO

Znaczenie wydatków publicznych i konieczność ich reformy w gospodarkach strefy euro stają się jasne, gdy analizuje się trend zmian poziomu wydatków publicznych w porównaniu z innymi gospodarkami. Relacja wydatków do PKB w strefie euro znacząco wzrosła, z poziomu 30,4% PKB w 1960 r. do 45,0% PKB w 1980 r., by w 1998 r. osiągnąć poziom 49,0% PKB, a potem nieznacznie się obniżyć do 47,7% PKB w 2004 r. (zob. tabela 1). Z perspektywy międzynarodowej relacja wydatków publicznych do PKB w strefie euro jest bardzo wysoka i znacznie przekracza analogiczne wartości dla Stanów Zjednoczonych i Japonii. W tych dwóch krajach udział wydatków publicznych w PKB jest o jedną czwartą niższy niż w krajach strefy euro.

Za tym ogólnym obrazem kryją się jednak poważne różnice pomiędzy poszczególnymi krajami. Relacja wydatków do PKB mieści się w przedziale od 35% PKB w Irlandii do znacznie powyżej 50% PKB we Francji (dane za 2004 r.). Na ogólny wzrost w latach 1960-2004

o 17,3 punktu procentowego PKB dla całej strefy złożyły się wzrosty wydatków we wszystkich należących do niej krajach, od najmniejszego o 8,2 punktu procentowego PKB w Irlandii do największego o 31,8 punktu procentowego w Portugalii.

W większości krajów strefy euro ten wzrostowy trend wydatków publicznych w stosunku do PKB załamał się po osiągnięciu maksimum w latach 80. lub 90. Maksymalny poziom wydatków w większości przypadków przekroczył 50% PKB. Po osiągnięciu tego maksimum niektóre kraje już w latach 80. zaczęły ograniczać wydatki publiczne (w relacji do PKB), a do połowy lat 90. większość pozostałych krajów strefy euro również podjęła takie próby. W niektórych przypadkach redukcja ta była znacząca, o ponad 10 punktów procentowych PKB w stosunku do maksimum.

Analizując strukturę wydatków publicznych w 2004 r. dla strefy euro widać, że około dwie piąte pochłonęło spożycie publiczne, którego głównym składnikiem były wynagrodzenia pracowników instytucji rządowych (zob. tabela 2). Jedną dziesiątą wydatków publicznych, czyli

Tabela 2 Struktura łącznych wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro

(w procentach PKB)

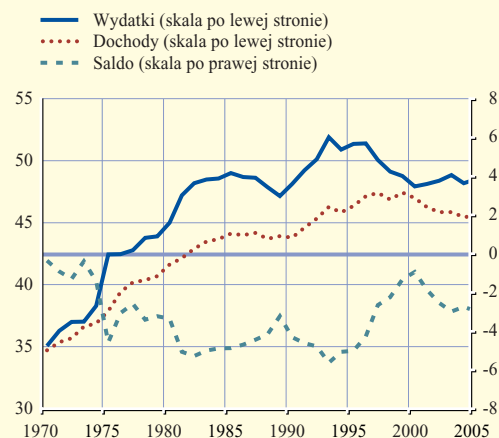
	1998	2004
Wydatki razem	49,0	47,7
Obsługa długu	4,6	3,2
Wydatki pierwotne	44,4	44,5
Wynagrodzenia pracownicze	10,6	10,5
Transfery bieżące	25,4	25,3
w tym: dotacje	2,1	1,8
Inwestycje	2,4	2,5
Transfery kapitałowe	1,4	1,4
Pozostałe wydatki	4,6	4,8
Spożycie rządowe	19,7	20,3

Źródło: EBC.

około 5% PKB, przeznaczono na publiczną oświatę. Kolejne dwie piąte łącznych wydatków odpowiada transferom socjalnym i dotacjom dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw – głównie są to wydatki dotyczące ubezpieczeń społecznych, i w mniejszym stopniu wsparcie dla przemysłu. Tylko około 5% wydatków rządowych dotyczyło inwestycji publicznych. Wydatki na obsługę długu publicznego w ostatnich latach znacznie się obniżyły, do nieco ponad 6% łącznej kwoty wydatków publicznych.

Wykres 1 Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych, wydatki i dochody w relacji do PKB w strefie euro

(w procentach PKB)



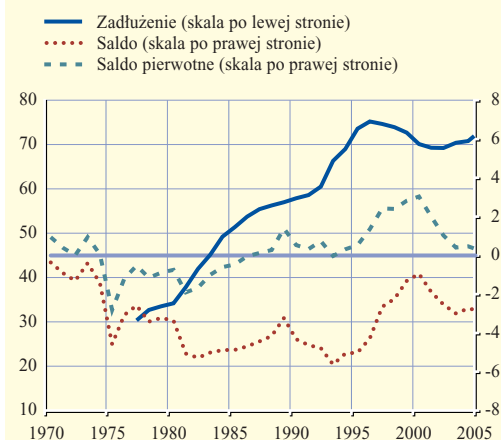
Źródła: Komisja Europejska.

Niewielki spadek relacji wydatków publicznych do PKB w strefie euro po rozpoczęciu trzeciego etapu UGW osiągnięto głównie dzięki obniżeniu kosztów obsługi długu. Jest to przede wszystkim skutkiem spadku długoterminowych implikowanych stóp procentowych od niespłaconej części długu publicznego po wejściu do unii walutowej (tzw. „premia za UGW”). Z drugiej strony relacja wydatków pierwotnych do PKB pozostała zasadniczo stabilna.

Analizując poziom wydatków publicznych w kontekście wpływu finansów publicznych na stabilność i wzrost gospodarczy warto przyrzeć się relacjom pomiędzy wydatkami a deficytem budżetowym i długiem publicznym. Pojawieniu się w Europie chronicznych deficytów towarzyszył wysoki wzrost wydatków w latach 70. i na początku lat 80. (zob. wykres 1). Dopiero kiedy w drugiej połowie lat 90. relacja wydatków do PKB zaczęła spadać w bardziej widoczny sposób, nastąpiła również znacząca poprawa sald budżetu. Odwrócenie się trendu w przebiegu zagregowanego salda budżetu po 2000 r. pojawiło się w okresie, gdy cięciom podatków nie towarzyszyło odpowiednie obniżenie relacji wydatków do PKB.

Wykres 2 Zadłużenie i saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB w strefie euro

(w procentach PKB)



Źródła: Komisja Europejska.

Tabela 3 Przewidywane zmiany wybranych wydatków związanych z wiekiem w relacji do PKB w okresie 2004-2050

	Emerytury (1)	Ochrona zdrowia (2)	Opieka długoterminowa (3)	Razem ¹ (1+2+3)
Belgia	5,1	1,4	1,0	7,5
Niemcy	1,7	1,2	1,0	3,9
Grecja	bd.	1,7	bd.	bd.
Hiszpania	7,1	2,2	0,2	9,5
Francja	2,0	1,8	bd.	bd.
Irlandia	6,4	2,0	0,6	9,0
Włochy	0,4	1,3	0,7	2,4
Luksemburg	7,4	1,2	0,6	9,2
Holandia	3,5	1,3	0,6	5,4
Austria	-1,2	1,6	0,0	0,4
Portugalia	9,7	0,5	bd.	bd.
Finlandia	3,1	1,4	1,8	6,3
EU12	2,6	1,5	0,5	4,6

Źródła: Komitet Polityki Gospodarczej, Grupa Robocza ds. Starzenia się, styczeń 2006.

Uwaga: bd. = brak danych.

1) Można oczekiwać niewielkiej redukcji w związku ze spadkiem wydatków na oświatę i świadczenia dla bezrobotnych.

Ramka 1

Szereg trudności w procesie pomiaru zmiennych dotyczących finansów publicznych oraz brak spójności danych pomiędzy poszczególnymi krajami utrudniają pełne porównanie polityki wydatków publicznych (zarówno ich poziomu, jak i struktury) w poszczególnych krajach¹. W szczególności:

- W niektórych krajach w miejsce wydatków bezpośrednich stosowane są wydatki podatkowe, np. ulgi podatkowe dla małżeństw z dziećmi zamiast transferów socjalnych.
- Podczas gdy w niektórych krajach transfery socjalne są traktowane tak samo jak dochody z pracy, w innych są one częściowo lub całkowicie wyłączone z opodatkowania. W efekcie poziom wydatków i dochodów w tej kategorii jest średnio wyższy w pierwszej grupie krajów.
- Obowiązkowe prywatne ubezpieczenia emerytalne, zdrowotne lub od bezrobocia powodują zaniżenie wielkości wydatków publicznych na te cele w niektórych krajach, podczas gdy finansowanie przez państwo części dobrowolnej składki na fundusze ubezpieczeń społecznych zawiąza ten poziom.
- Partnerstwo publiczno-prywatne jest traktowane różnie w różnych krajach i może przejściowo zaniżać faktyczny poziom wydatków na inwestycje publiczne, zwłaszcza w przypadku projektów, w których koszty są rozliczane przez okres dłuższy niż przy konwencjonalnych inwestycjach publicznych.
- W niektórych przypadkach kwota wydatków publicznych nie uwzględnia zobowiązań warunkowych (np. gwarantowania kredytów przez państwo), co powoduje, że przyszłe

¹ Zob. np. *Enhancing the Effectiveness of Public Spending: Experience in OECD Countries*, I. Joumard, P. Kongsrud, Y.S. Nam i R. Price, OECD Economics Department Working Paper No 380, 2004.

zobowiązania rządowe dotyczące wydatków mogą być zaniżone. Poza tym wysokość zobowiązań warunkowych w poszczególnych krajach jest bardzo różna.

Powyższe czynniki mogą wyjaśnić dochodzące do kilku punktów procentowych PKB różnice pomiędzy krajami w wysokości wydatków publicznych, całkowitej oraz w określonych kategoriach. Reformy fiskalne również mogą z czasem zwiększyć lub zmniejszyć tego rodzaju różnice. Niestety brak jest danych, które umożliwiłyby uwzględnienie wpływu wymienionych czynników dla każdego okresu i każdego kraju.

Pośrednio zmiany w wydatkach mogą również wpływać na poziom długu. Jak widać na wykresie 2, wskaźnik długu publicznego strefy euro rósł wtedy, gdy wydatki pozostawały na stromej ścieżce wzrostu przy jednoczesnym wysokim deficycie. Trend ten odwrócił się na krótko w drugiej połowie lat 90., lecz w ostatnim okresie zaobserwowano ponowny wzrost wskaźników zadłużenia.

Omawiając kwestię wydatków publicznych i wyzwania, przed którymi stoi ta sfera należy uwzględnić przyszły rozwój sytuacji w dziedzinach, które mogą poważnie wpłynąć na zobowiązania rządowe. Najważniejszym czynnikiem jest tu fiskalny koszt starzenia się społeczeństw. Można oczekiwać, że w nadchodzących dziesięcioleciach obciążą on budżety publiczne w formie wydatków na emerytury, opiekę zdrowotną i opiekę długookresową. Projekcje wydatków związanych z tym procesem przewidują, że w przyszłości wzrost łącznych wydatków emerytalnych w większości krajów wyniesie od 3% do 8% PKB, a w niektórych krajach wskaźnik ten może być jeszcze wyższy (zob. tabela 3). Przy braku kontroli zobowiązania te mogą w nadchodzących dziesięcioleciach znów zacząć rosnąć.

3 POWIĄZANIA POMIĘDZY WYDATKAMI PUBLICZNYMI, WZROSTEM GOSPODARCZYM I STABILNOŚCIĄ FISKALNĄ

Polityka w zakresie wydatków publicznych jest kluczem do zwiększenia wzrostu gospodarczego oraz ochrony stabilnego środowiska makroekonomicznego, które wymaga zdrowych finansów

publicznych. Z tej perspektywy można mówić o wysokiej jakości tej polityki, jeśli (i) zapewnia ona podstawowe dobra i usługi oraz (ii) racjonalne wykorzystanie zasobów publicznych w podejmowanych działaniach (iii) jest zorientowana na średni okres, przewidywalna i stabilna finansowo, dzięki czemu sprzyja stabilności makroekonomicznej. Pierwsze dwa warunki dotyczą skuteczności i wydajności (efektywności) polityki, trzeci jest konieczny dla realizacji dwóch pierwszych celów. Ponadto polityka w zakresie wydatków publicznych może wspierać ramy instytucjonalne gospodarki, bez których wzrost i stabilność byłyby niemożliwe.

Pewien poziom wydatków publicznych jest niezbędny, by gospodarka rynkowa mogła funkcjonować. Ograniczenia prawne, zasady ochrony praw własności i sprawne rynki zmniejszają niepewność polityczną, sprzyjają konkurencji, zapewniają dostęp do niezbędnych informacji i umożliwiają sprawne zarządzanie ryzykiem. To z kolei zachęca podmioty gospodarcze do pracy, oszczędzania, inwestowania, specjalizacji i innowacji, generujących zatrudnienie i wzrost gospodarczy. Polityka w zakresie wydatków publicznych, która gwarantuje wystarczające środki np. na bezpieczeństwo wewnętrzne i zewnętrzne oraz administrację publiczną, sprzyja wysokiej jakości służby publicznej i ogranicza zbędne dotacje, umożliwiając jednocześnie sprawne, niezakłócone funkcjonowanie instytucji i rynków.

Do podstawowych wydatków publicznych zalicza się głównie wydatki na usługi administracji publicznej, wymiar sprawiedliwości, badania podstawowe, oświatę i ochronę zdrowia

(w podstawowym zakresie), infrastrukturę publiczną oraz bezpieczeństwo wewnętrzne i zewnętrzne. Te kategorie wydatków mogą zwiększyć wzrost potencjalny gospodarki nie tylko poprzez wspomniany wcześniej kanał instytucjonalny, ale również poprzez zwiększenie podaży pracy oraz jakości i zasobów kapitału ludzkiego i fizycznego. Wydatki na infrastrukturę są korzystne nie tylko same przez się, ale również dzięki towarzyszącym im często inwestycjom prywatnym. Jednakże korzyści wynikające ze zwiększonych wydatków należy wyważyć z kosztami dodatkowego opodatkowania na ten cel – ten aspekt jest często zaniedbywany.

Trudno jest precyzyjnie określić wysokość tych wydatków publicznych, które są naprawdę niezbędne. Przy założeniu, że jest to w przybliżeniu suma spożycia publicznego, w strefie euro poziom ten w ostatnim dziesięcioleciu wynosił około 20% PKB (zob. tabela 2). Nie wszystkie jednak wydatki zaliczone do tej kategorii należy znać za naprawdę podstawowe. Można się spierać, czy to rząd powinien być głównym dostawcą usług szkolnictwa wyższego, zaopatrzenia w energię elektryczną czy innych usług. Poza tym pewna część wydatków na inwestycje publiczne bywa przeznaczana na projekty mające inne cele polityczne (np. prestiżowe) niż zaspokojenie faktycznych potrzeb infrastrukturalnych.

Ostatnią z głównych kategorii wydatków są transfery i dotacje, czyli wydatki o charakterze redystrybucyjnym, uważane zwykle na „nieproduktywne”, gdyż nie pobudzają wzrostu, mogą za to mieć poważne koszty gospodarcze w postaci podatków (zniekształcających funkcjonowanie rynku) i zniechęcania do pracy. Można tu wymienić w szczególności wydatki publiczne na wcześniejsze emerytury lub utrzymanie nieefektywnych gałęzi przemysłu – posunięcia takie zmniejszają zachęty do pracy i inwestycji w działalność bardziej produktywną. Niemniej jednak wydatki na podstawowe zabezpieczenia socjalne można też postrzegać jako produktywne – ograniczają one potrzebę oszczędzania na czarną godzinę i sprzyjają podejmowaniu ryzyka przez podmioty gospo-

darcze. Wydatki na cele socjalne o charakterze redystrybucyjnym były – jak zauważono powyżej – najszybciej rosnącą kategorią wydatków w minionych dziesięcioleciach w strefie euro i sięgają obecnie średnio około 20% PKB.

Sprawne zarządzanie wydatkami publicznymi prowadzi do mniejszego zapotrzebowania na finansowanie dla osiągnięcia określonych celów polityki państwa. Sprawność tę można zwiększyć dzięki zastosowaniu pewnych technik, takich jak budżety zadaniowe, narzędzia zarządzania kadrami czy quasi-rynkowe mechanizmy cenotwórcze. Pewną rolę mogą też odegrać audyty, odpowiednie określenie zasad zamówień publicznych oraz analiza korzyści i kosztów. W przypadku niektórych usług publicznych rozwiązaniem może być powierzenie ich świadczenia podmiotom prywatnym przy zachowaniu finansowania (lub wsparcia) ze środków publicznych, jeśli pozwala to na lepsze wykorzystanie pieniędzy publicznych. W sferze wydatków socjalnych poprawę efektywności można osiągnąć poprzez lepsze ukierunkowanie nakładów, tak by trafiały do osób naprawdę potrzebujących.

Aby polityka wydatków publicznych mogła pobudzać wzrost i stabilność, musi być stabilna finansowo w długim okresie (czyli zapewniać odpowiednią ilość środków na realizację celów). Taka polityka prowadzi do poprawy zaufania podmiotów gospodarczych i ich wiary w stabilność środowiska gospodarczego w przyszłości, co zwiększa ich skłonność do inwestowania. Inwestycje z kolei pobudzają wzrost, który przekłada się na dalszą poprawę stabilności finansowej. Dla rządów, które dążą do poprawy poprzez zmniejszenie deficytu i długu bez jednoczesnej podwyżki podatków jedyną opcją jest ograniczenie i restrukturyzacja wydatków. Jeśli zachodzi potrzeba obniżenia podatków, konieczne jest jeszcze głębsze cięcie wydatków. Należy przy tym pamiętać, że wydatki publiczne mogą stabilizować popyt w okresach wahań gospodarczych dzięki działaniu automatycznych stabilizatorów, ale powstający wówczas wyższy deficyt może skutecznie ustabilizować popyt jedynie wówczas, gdy finanse publiczne

są postrzegane jako stabilne. W sytuacji takiej istnieje mniejsze prawdopodobieństwo, że podmioty gospodarcze zareagują na rosnący deficyt zwiększeniem oszczędności, które zneutralizowałoby działanie stabilizujące wzrostu wydatków.

Istnieje wiele badań empirycznych wskazujących, że sam w sobie wzrost wydatków publicznych nie zawsze przekłada się na lepsze wyniki¹. Powyżej pewnego poziomu wydatki publiczne mogą być wręcz szkodliwe z punktu widzenia wzrostu gospodarczego i stabilności finansów publicznych. Ponadto istnieją przekonujące

dowody, że deficyt fiskalny wynikający ze wzrostu wydatków przeszkadza w osiągnięciu tych celów. Tak czy owak, istniejąca literatura nie pozwala na obiektywne i jednoznaczne określenie które kategorie wydatków można uznać za wydatki „wysokiej jakości”, jaki powinien być ich optymalny poziom oraz jaki dokładnie będzie ich wpływ na stabilność finansów publicznych i wzrost gospodarczy. Niemniej jednak studia empiryczne i symulacje przy pomocy modeli pomogły lepiej zrozumieć mechanizmy transmisji i skutki polityki wydatków publicznych dla gospodarki. Przy ocenie i międzynarodowych porównaniach efektywności wydatków publicznych przydatną ilustracją mogą być wskaźniki jakości finansów publicznych i powszechnie stosowane metody ich oceny. (zob. ramka 2).

¹ Przegląd wyników badań można znaleźć w *Quality of public finances and growth*, A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht i M. Thöne, ECB Working Paper No 438, styczeń 2005.

Ramka 2

POMIAR I OCENA EFEKTYWNOŚCI WYDATKÓW PUBLICZNYCH

Właściwy pomiar i ocena produktywności sektora publicznego jest trudnym zagadnieniem empirycznym, a literatura na ten temat obejmująca porównania między różnymi krajami jest wyjątkowo skąpa. Jedną z możliwych metod zakłada obliczenie wskaźników obrazujących wyniki sektora publicznego, które następnie porównuje się z ilością zużytych zasobów publicznych. Otrzymane w taki sposób wskaźniki efektywności umożliwiają porównywanie między sobą poszczególnych krajów¹. Wskaźniki te pozwalają zmierzyć skuteczność i wydajność działań takich jak zapewnianie równych szans i niezakłóconej konkurencji w procesach rynkowych oraz zadania rządu przypisywane mu w modelu Musgrave'a: stabilizacja makroekonomiczna, redystrybucja dochodów i efektywna alokacja zasobów. Dotyczące tych dziedzin wskaźniki można następnie zagregować w celu skonstruowania złożonej miary skuteczności i efektywności.

Większość studiów dotyczących analizy efektywności wydatków publicznych stosuje metody nieparametryczne, np. metodę obwiedni danych (*Data Envelopment Analysis*). Metody takie porównują wyniki sektora publicznego z poniesionymi nakładami, wyrażonymi czy to w ujęciu pieniężnym, czy też ilościowym (ilość wykorzystanych zasobów). Dla przykładu kraje, gminy czy szkoły są w nich traktowane jako jednostki administracyjno-decyzyjne (*decision management units*), które wykorzystują pewną ilość zasobów (np. liczba nauczycieli albo kwota wydatków publicznych na edukację) w celu wytworzenia usług oświatowych, których jakość można zmierzyć poziomem umiejętności uczniów (np. na podstawie testów prowadzonych w ramach Programu Międzynarodowej Oceny Umiejętności Uczniów – *Programme for International Student Assessment*, PISA)². Zastosowanie metod nieparametrycznych umożliwia

¹ Zob. „Public Sector Efficiency: An International Comparison”, A. Afonso, L. Schuknecht and V. Tanzi, 2005. *Public Choice* 123 (3-4), str. 321-347.

² Przykłady można znaleźć w „Non-Parametric Approaches to Public Education and Health Efficiency in OECD Countries”, A. Afonso and M. St. Aubyn, 2005. *Journal of Applied Economics* 8 (2), str. 227-246.

wyprowadzenie teoretycznej granicznej funkcji produkcji, a odchylenia od niej poszczególnych obserwacji (jednostek administracyjno-decyzyjnych) pozwalają na określenie ich efektywności.

Ogólnie rzecz biorąc literatura przedmiotu identyfikuje pewne różnice w skuteczności i poważne różnice w efektywności wydatków publicznych pomiędzy krajami uprzemysłowionymi. Lepsze wyniki sektora publicznego zasadniczo nie są skorelowane z wyższym poziomem wydatków publicznych. Wskazuje to na malejące zwroty ze zwiększonych wydatków publicznych i możliwość uzyskania korzystnych wyników w realizacji określonych celów polityki przy dużo niższym poziomie wydatków niż ma to dziś miejsce w wielu krajach.

4 DOŚWIADCZENIA W ZAKRESIE REFORMY WYDATKÓW PUBLICZNYCH

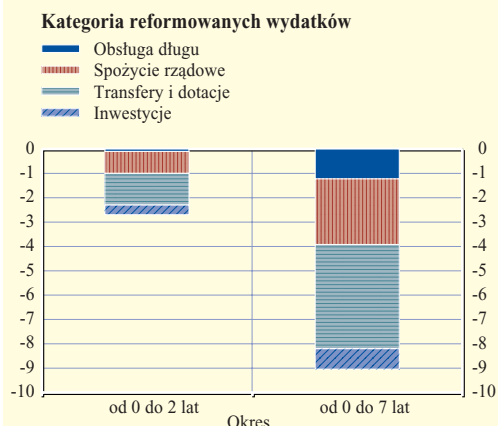
Doświadczenia poszczególnych krajów strefy euro we wdrażaniu reform wydatków publicznych w ostatnich dziesięcioleciach są bardzo zróżnicowane. Niektóre kraje strefy euro znacznie obniżyły wskaźniki wydatków całkowitych i pierwotnych. W innych nie widać dużego postępu w ograniczaniu wydatków publicznych, mimo wystąpienia znacznego spadku kosztów obsługi długu w początkach lat 90. wynikającego ze strukturalnego obniżenia się stóp procentowych (tzw. premia za UGW).

Siedem krajów strefy euro wprowadziło ambitne programy oszczędności i reform wydatków publicznych. Grupie tej udało się zredukować wydatki pierwotne o ponad 5% PKB w porównaniu z odnotowanymi wcześniej maksymalnym ich poziomem. Reformy wydatków w tych krajach były zazwyczaj częścią szerszego programu reform. Historycznie można wyróżnić dwie fale działań reformatorskich: pierwszą na początku lat 80., drugą – w pierwszej połowie lat 90. Druga fala reform związana była z procesem konwergencji poprzedzającym utworzenie UGW po podpisaniu Traktatu z Maastricht. Cztery kraje rozpoczęły reformy w ramach pierwszej fali (Belgia, Irlandia, Luksemburg i Holandia), trzy kolejne – w drugiej (Hiszpania, Austria i Finlandia), przy czym Holandia i Irlandia podjęły również w tym drugim okresie kolejne wysiłki reformatorskie. Pięć pozostałych krajów strefy euro osiągnęło postępy niewielkie lub żadne, jeśli chodzi

o reformę wydatków pierwotnych, a wskaźniki wydatków publicznych w tych krajach są wyższe niż kiedykolwiek. Są to te same kraje, które w momencie powstania tego artykułu były objęte procedurą dotyczącą nadmiernego deficytu. Dla zilustrowania działań reformatorskich zarówno w krótkim okresie, jak i na przestrzeni całego okresu reform wykres 3 przedstawia osiągnięcia w zakresie redukcji wydatków w krajach, które przeprowadziły ich reformę (za wyjątkiem Luksemburga) w dwa i siedem lat po odnotowaniu najwyższego poziomu wydatków publicznych.

Wykres 3 Redukcja poszczególnych kategorii wydatków po 2 i 7 latach reformy wydatków

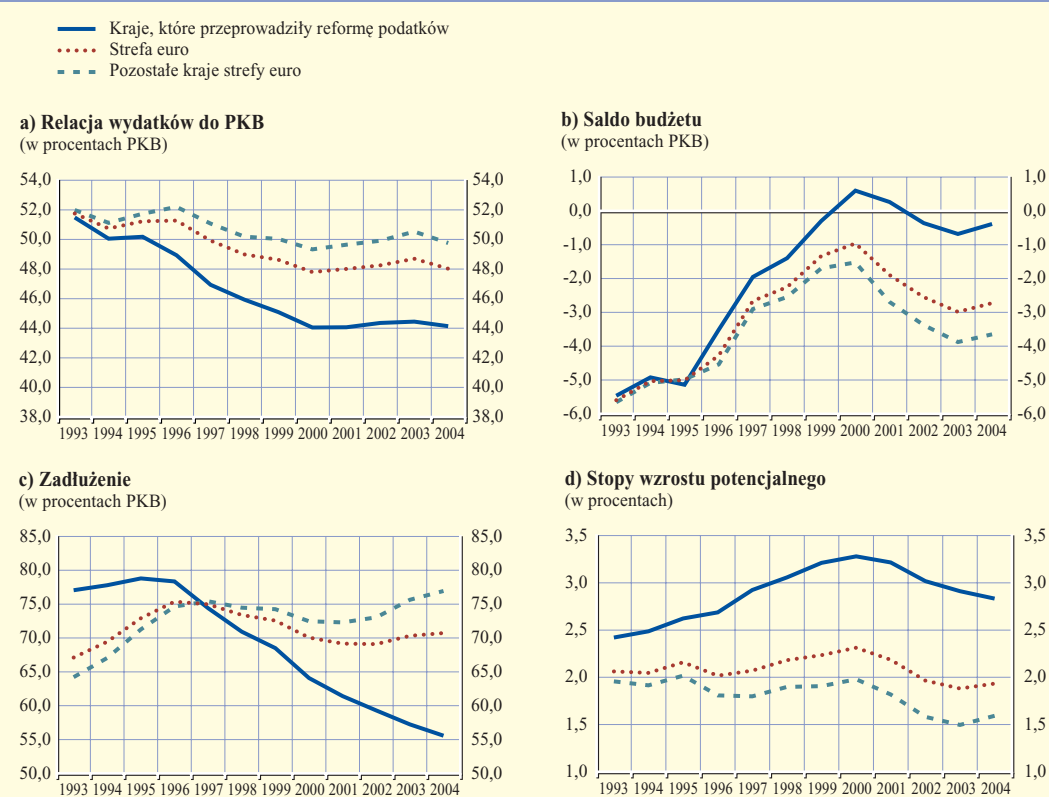
(zmiana relacji do PKB)



Źródło: Komisja Europejska.

Uwaga: Nie uwzględniono Luksemburga ze względu na brak danych.

Wykres 4 Wskaźniki dla krajów, które dokonały reformy wydatków oraz pozostałych krajów i średnie dla strefy euro



Źródło: Komisja Europejska.

Uwagi: Grupy krajów są ważone według PKB. Nie uwzględniono Luksemburga. Relacja wydatków do PKB uwzględnia wpływy ze sprzedaży licencji UMTS. Komisja Europejska szacuje produkcję potencjalną przy pomocy funkcji produkcji.

Wyniki badań empirycznych wskazują, że średnio kraje reformatorskie zdołały ograniczyć łączne wydatki o blisko 3% PKB w ciągu dwóch lat i o około 9% PKB w ciągu siedmiu lat. Redukcje dotyczyły głównie wydatków pierwotnych. Jakkolwiek z czasem spadek kosztów obsługi długu przyczynił się w pewnym stopniu do ogólnego obniżenia wydatków publicznych, przeważającą część oszczędności osiągnięto dzięki cięciom wybranych kategorii spożycia publicznego oraz transferów i dotacji. Wskazuje to na znaczną determinację w wysiłkach na rzecz ograniczenia zobowiązań rządowych w tych krajach. Redukcję konsumpcji w sektorze rządowym osiągnięto głównie dzięki zmniejszeniu wydatków na płace w sektorze publicznym, co z kolei zrealizowano po części przez wprowadzenie ograniczeń płacowych, a po części

przez redukcję zatrudnienia. Cięcia w transferach socjalnych osiągnięto poprzez skierowanie świadczeń do osób najbardziej potrzebujących. Mimo pewnego spadku, wydatki produktywnie w dziedzinach takich jak inwestycje czy oświata zazwyczaj podlegały cięciom w mniejszym stopniu, dzięki czemu reformy doprowadziły również do poprawy struktury wydatków publicznych. Ponadto reformy pozwoliły na (średnio) znaczące i w pełni pokryte dochodami obniżki podatków.

Podsumowując, kraje, które dokonały znaczących oszczędności wydatków publicznych w ramach szerszego programu reform odniosły niezwykle sukces, jeśli chodzi o kształtowanie się wskaźników makroekonomicznych po okresie reform. Wykres 4 przedstawia wskaźniki gospodarcze i fiskalne dla tej grupy w porów-

naniu z pozostałymi krajami strefy euro (traktowanymi jako jedna grupa) w okresie po przyjęciu Traktatu z Maastricht.

Od 1993 r. kraje, które podjęły reformy, ograniczyły swoje wydatki publiczne (jako procent PKB) z 52% do około 44%. W pozostałych pięciu krajach strefy euro wskaźniki wydatków w tym okresie utrzymywały się na poziomie powyżej lub blisko 50% PKB. W ostatnich latach jednak wskaźniki wydatków w obu grupach pozostawały na niezmiennym poziomie.

Reformom wydatków zazwyczaj towarzyszyła zdecydowana i trwała poprawa salda budżetu. Widać to wyraźnie przy porównaniu krajów, które przeprowadziły reformy z pozostałymi pięcioma (zob. wykres 4b). Wprawdzie w większości krajów, które podjęły reformy, restrukturyzacja wydatków przyczyniła się do korekty bardzo poważnej niekiedy nierównowagi budżetowej, w niektórych krajach reformom towarzyszyło też niezwykle silne odwrócenie tendencji w dynamice długu, które pozwoliło następnie na dalsze korzystne zmiany relacji długu do PKB (zob. wykres 4c). Powyższe wykresy rysują również ciekawy obraz ostatnich lat. W krajach, w których przeprowadzono reformę, saldo budżetu uległo pewnemu pogorszeniu w ostatnim okresie słabego wzrostu gospodarczego, gdy zadziałały automatyczne stabilizatory. Zdołano tam jednak utrzymać deficyty na rozsądnym poziomie, który umożliwił kontynuację trendu spadkowego długu publicznego. W pozostałych pięciu krajach wystąpiła natomiast ponownie wysoka nierównowaga, a dług znów zaczął rosnąć. Wskazuje to, że ograniczenie wydatków publicznych może być wysoce skutecznym sposobem osiągnięcia trwałej konsolidacji fiskalnej².

² Dalsze omówienie tego tematu oraz dane empiryczne można znaleźć np. w następujących pracach: *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects*, A. Alesina i R. Perotti, 1997, IMF Staff Papers, 44 (2), str. 210-248; *Non-Keynesian fiscal consolidation in the EU? Ex post evidence and ex ante analysis*, G. Giudice, A. Turrini i J. in't Veld, 2004, CEPR Discussion Paper 4388; *Reforming Public Expenditure in Industrialised Countries. Are there Trade-Offs?*, L. Schuknecht i V. Tanzi, 2005, ECB Working Paper No 435.

Oszczędnościom i reformie wydatków towarzyszyło silne odbicie zatrudnienia i wzrostu potencjalnego. W krajach, które dokonały reform wzrost potencjalny w okresie od początku do końca lat 90. wzrósł o prawie 1 punkt procentowy do poziomu powyżej 3% (zob. wykres 4d). W pozostałych krajach natomiast stopa wzrostu potencjalnego utrzymywała się na stałym poziomie około 2%. W ostatnich latach luka w potencjalnym wzroście pomiędzy tymi grupami krajów była zasadniczo stabilna.

Należy wspomnieć o dwóch ważnych zjawiskach dotyczących kalendarza reform. Bardzo częstą cechą tych reform jest realizacja działań korekcyjnych w ich początkowym okresie. Znacząca część oszczędności została wprowadzona w pierwszych dwóch latach reform, kiedy to pierwotne wydatki zmniejszyły się o około 1,5% PKB rocznie. Co więcej, reformy wydatków podejmowano zwykle w okresie dekoniunktury lub niskiego wzrostu. Zjawiska te można zrozumieć z punktu widzenia ekonomii politycznej – konieczność przeprowadzenia reform staje się szczególnie nagląca w trudnych czasach, a kiedy już politycy podejmą się śmiałych cięć w wydatkach, jest sprawą naturalną, że chcą je zrealizować jak najszybciej, na samym początku procesu reform.

PRZYKŁADY UDANYCH REFORM WYDATKÓW PUBLICZNYCH

W **Irlandii** na początku lat 80. wystąpiło uporczywe spowolnienie tempa wzrostu PKB, któremu towarzyszyły rosnące bezrobocie i inflacja oraz pogłębiający się deficyt fiskalny. Pewne oszczędności budżetowe wprowadzono po 1982 r., a pięć lat później podjęto szeroko zakrojony krajowy program ożywienia gospodarczego (*Programme for National Recovery*), zogniskowany wokół ambitnej reformy wydatków publicznych. W wyniku przeprowadzonych reform do 1989 r. wydatki pierwotne spadły o ponad 11% PKB w porównaniu z maksymalnym poziomem 41,6% PKB w 1982 r. Całkowita wysokość wydatków została zredukowana w sposób trwały o ponad 15% PKB i w 2004 r. wyniosła 34,2% PKB w porównaniu do maksymalnego poziomu 49,8% PKB w 1982 r.

Reforma wydatków publicznych w Irlandii obejmowała konsolidację fiskalną w połączeniu z obszernym programem reform strukturalnych. Spożycie zbiorowe zostało obniżone dzięki ograniczeniom płacowym i znacznej redukcji kadry urzędniczej. W latach 1982-1989 zatrudnienie w sektorze publicznym spadło o prawie 14%. Ponadto reforma wydatków zakładała znaczne cięcia transferów socjalnych i dotacji; tylko w 1988 r. dotacje spadły o prawie dwie trzecie. W znacznym stopniu obniżono również wydatki socjalne, zwłaszcza nakłady na świadczenia zdrowotne i emerytalne. Zaostrzono kryteria przyznawania świadczeń społecznych, których wartość realna została zamrożona, oraz poprawiono ich ukierunkowanie (by trafiały do najbardziej potrzebujących). Zwiększyło to zachęty do podejmowania pracy na rynku. Po okresie reform wzrost gospodarczy przyspieszył, doprowadzając do nadwyżki budżetowej, która pozwoliła szybko zredukować dług publiczny i znacząco obniżyć podatki.

Hiszpania weszła w okres spowolnienia gospodarczego w 1992 r., a rok później – w recesję, co doprowadziło do poważnego deficytu budżetowego i wzrostu bezrobocia do poziomu blisko 24%. Rząd przeprowadził ambitne i szeroko zakrojone reformy w połowie lat 90. Wydatki (łącznie i pierwotne) obniżono o niemal 3% PKB w pierwszych dwóch latach korekty budżetu po 1993 r., a do 2004 r. odpowiednio o ponad 8% i blisko 6%.

Główne działania reformatorskie przypadły na okres 1994-1997. Dwuletni budżet na lata 1994-1995 koncentrował się na ograniczeniu płac i zmniejszeniu zatrudnienia w sektorze publicznym oraz obniżeniu wydatków na dotacje i transfery socjalne (zwłaszcza świadczenia dla bezrobotnych, emerytalne i rentowe). W latach 1996-1997 dalej ograniczono wydatki uznaniowe, ze szczególnym uwzględnieniem konsumpcji rządowej i dotacji. Konsekwentna reforma wydatków w połączeniu ze znaczącymi reformami strukturalnymi położyła podwaliny pod szeroko zakrojoną konsolidację fiskalną, poprawę wyników rynku pracy i ożywienie gospodarcze. Do sukcesów tych przyczyniły się również usprawnienia instytucjonalne oraz konstruktywne zaangażowanie w proces konwergencji w celu spełnienia kryteriów z Maastricht.

5 ZNACZENIE RAM INSTYTUCJONALNYCH DLA REFORMY WYDATKÓW

Mimo korzyści gospodarczych, reformy wydatków są często politycznie trudne do przeprowadzenia. Z punktu widzenia

ekonomii politycznej świadomość, że musi iść pewien czas, zanim pojawią się korzyści z reformy, oraz opór ze strony grup interesu, które obawiają się, że na reformie stracą, może powodować brak poparcia politycznego dla programów racjonalizacji wydatków. Jednym

z kanałów, poprzez które można przeciwdziałać tej niechęci są rozwiązania instytucjonalne w zakresie polityki fiskalnej. Sprawne rozwiązania instytucjonalne są niezbędne dla utrzymania wysokiego poziomu skuteczności i wydajności wydatków publicznych oraz zdolności finansowej do ich ponoszenia, a także do odrzucania oportunistycznej (przedwyborczej) polityki wydatków. W strefie euro rozwiązania instytucjonalne w zakresie polityki fiskalnej zarówno na szczeblu krajowym, jak i europejskim mają do odegrania ważną rolę we wspieraniu zdrowej polityki budżetowej dotyczącej wydatków oraz ich reformy.

Podczas projektowania unii walutowej kwestie polityki wydatków publiczne oraz jej fundamenty instytucjonalne pozostawiono jako prerogatywę władz krajowych. Niemniej jednak na szczeblu unijnym istnieje szereg zasad i rozwiązań instytucjonalnych wspierających różne systemy krajowe w działaniach na rzecz poprawy jakości finansów publicznych. Oparty na Traktacie Pakt Stabilności i Wzrostu nie tylko ustanawia wartość referencyjną 3% PKB jako limit deficytu budżetowego, ale zapewnia całościowe, średnioterminowe ramy dla wielostronnego nadzoru budżetowego. Pakt zakłada monitorowanie przebiegu wielu zmiennych fiskalnych (w tym wydatków publicznych) we wszystkich krajach UE, a jednocześnie daje do ręki państwom członkowskim usystematyzowane procedury i metodologię definiowania wieloletniej polityki fiskalnej oraz konsekwentnej realizacji celów budżetowych. Choć niebezpiecznym, to również ogranicza w pewnym stopniu wydatki publiczne.

W znowelizowanym Pakcie Stabilności i Wzrostu dużą wagę przykładana się do dalszej poprawy zarządzania polityką fiskalną na szczeblu krajowym. Rada ECOFIN w sprawozdaniu pt. „Poprawa wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu” stwierdziła, że „krajowe zasady budżetowe powinny uzupełniać zobowiązania Państw Członkowskich wynikające z Paktu Stabilności

i Wzrostu”. Sprawozdanie wskazuje również na możliwość rozszerzenia procesu wielostronnego nadzoru na kwestię wdrażania i poprawy obowiązujących zasad krajowych. Sprawozdanie ECOFIN zawiera również konkretne odniesienia do ogólnej jakości finansów publicznych jako elementu, który należy brać pod uwagę podczas oceny sytuacji fiskalnej w UE³.

Na poziomie strukturalnym ogólne wytyczne polityki gospodarczej oraz wytyczne dotyczące zatrudnienia – obecnie określane łącznie jako „zintegrowane wytyczne” – formułują wyczerpującą i zintegrowaną strategię polityki makroekonomicznej, mikroekonomicznej i polityki zatrudnienia, mającą na celu poprawę wyników państw członkowskich w zakresie wzrostu gospodarczego. Zawierają one propozycje dotyczące polityki wydatków publicznych oraz ich podstaw instytucjonalnych. Nowe zintegrowane wytyczne na lata 2005-2008 otwierają wzywają państwa członkowskie, by kierowały wydatki publiczne na kategorie przyczyniające się do wzrostu gospodarczego, zmodyfikowały struktury podatkowe i systemy świadczeń w taki sposób, aby zwiększyć wzrost potencjalny oraz odpowiednio oceniały relacje między wydatkami publicznymi a realizacją celów polityki. Uzgodniono również, że Państwa Członkowskie powinny, w perspektywie zwiększonych kosztów związanych ze starzeniem się społeczeństw przeprowadzić reformy systemów emerytalnych i opieki zdrowotnej celem zapewnienia zdolności do ich finansowania. Powyższe porozumienie jest w pełni zgodne z trzema wymiarami strategii będącej odpowiedzią na wyzwania, jakie przed budżetami stawia proces starzenia się społeczeństw. Strategia ta wzywa kraje do zwiększenia zatrudnienia, redukcji długu publicznego i reformy systemów emerytalnych⁴.

³ „Poprawa wdrażania Paktu na rzecz Stabilności i Wzrostu”, Konkluzje Prezydencji z posiedzenia Rady Europejskiej w Brukseli, 22-23 marca 2005 r.

⁴ Zob. artykuł pt. „The need for comprehensive reforms to cope with population ageing” w Biuletynie Miesięcznym EBC z kwietnia 2003 r.

Niedawno (24 stycznia 2006 r.) Rada ECOFIN argumentowała, że poprawa jakości finansów publicznych przyczyni się do przyspieszenia wzrostu i zwiększenia zatrudnienia oraz zleciła dalsze prace na temat poprawy efektywności i skuteczności wydatków publicznych. Rada ECOFIN zachęciła do przeprowadzenia wyczerpującej analizy rozwiązań instytucjonalnych i zasad fiskalnych w UE oraz zaleciła zwiększenie wysiłków na rzecz poprawy dostępności danych fiskalnych. Ponadto Rada wezwała do dalszych postępów w dziedzinie pomiaru efektywności wydatków publicznych oraz zawartości informacyjnej budżetów publicznych. W efekcie państwa członkowskie mogą wykorzystać te unijne ramy w celu osadzenia krajowych reform wydatków publicznych w kontekście wielostronnym, wykorzystując mechanizmy wzajemnego nadzoru i monitorowania wartości referencyjnych.

Uzupełnieniem ram polityki fiskalnej na szczeblu unijnym powinno być wzmocnienie krajowych instytucji budżetowych poprzez przyjęcie zasad fiskalnych zakładających dyscyplinę w wydatkowaniu środków oraz ich efektywność na wszystkich poziomach władzy publicznej. Zasady takie są już teraz dość powszechnie stosowane w strefie euro i stanowią dodatkowe narzędzie kontroli wydatków publicznych, uzupełniając tym samym reguły fiskalne przyjęte na szczeblu europejskim. W większości przypadków pozwalają one na określenie z góry, na etapie opracowywania budżetu, limitu wydatków publicznych. Aby jednak takie zasady funkcjonowały skutecznie, niezbędne są również mechanizmy kontroli i przestrzegania wykonania budżetu.

Reformy wydatków publicznych w wielu krajach strefy euro ewidentnie nabrały impetu pod wpływem ustanowienia unijnych ram polityki fiskalnej. Konwergencja fiskalna wymagana przed przystąpieniem do unii walutowej oraz konieczność przestrzegania zasad Paktu Stabilności i Wzrostu po przystąpieniu zachęciły kraje do ponownego przeanalizowania swoich zobowiązań

w zakresie wydatków. Jednak w tych państwach, które dokonały poważnych reform swoich wydatków publicznych zachęty wynikające z zasad europejskich były zwykle tylko uzupełnieniem instytucjonalnych usprawnień krajowych procedur budżetowych. Obejmowały one: (i) wprowadzenie efektywnych pułapów dla wydatków publicznych oraz mechanizmów kontroli budżetowej w Hiszpanii i Finlandii, (ii) wzmocnienie zasad budżetowych w Belgii, Holandii i Austrii, (iii) podpisanie ambitnej umowy budżetowej przez koalicję rządową w Holandii, (iv) wprowadzenie zmian legislacyjnych dotyczących procesu uchwalania budżetu i zwiększonej kontroli nad wydatkami w Finlandii, (v) wprowadzenie rady budżetowej w Belgii, (vi) wprowadzenie budżetowania wieloletniego np. w Holandii (vii) przekazanie znacznej części uprawnień w zakresie kontroli budżetowej ministerstwu finansów w Irlandii.

Doświadczenia te wskazują, że innowacje instytucjonalne są zwykle charakterystyczne dla danego kraju i – by być skuteczne – muszą uwzględniać krajowe uwarunkowania procedur budżetowych. Mimo znacznych postępów w niektórych państwach członkowskich, ogólna sytuacja w zakresie wydatków publicznych w strefie euro nadal jasno wskazuje na potrzebę poprawy, zwłaszcza w tych krajach, w których nie zostały one jeszcze w wystarczającym stopniu zreformowane (zob. ramka 4).

OSZCZĘDNOŚCI WYDATKÓW W PROGRAMACH STABILNOŚCI

Wszystkie kraje strefy euro przedstawiają swoje średnioterminowe plany budżetowe – w tym politykę w zakresie wydatków publicznych – w corocznych aktualizacjach programów stabilności. Realizacja planów w zakresie wydatków w strefie euro jest jednak od lat niezadowolająca. Programy stabilności co roku przewidują znaczną redukcję wskaźnika wydatków rządowych, jednak cel ten realizowany jest w niewielkim stopniu (zob. wykres).

Ta rozczarowująca rozbieżność pomiędzy planami budżetowymi a ich wykonaniem jest spowodowana głównie słabymi wynikami krajów, które nie zreformowały swoich wydatków publicznych. Wyższe wskaźniki wydatków wynikają też po części z nadmiernie optymistycznych prognoz wzrostu. W znacznie większym stopniu jednak do sytuacji takiej przyczyniły się niewystarczające działania w zakresie korekty wydatków oraz przekraczanie pułapu wydatków przewidzianego w budżecie.

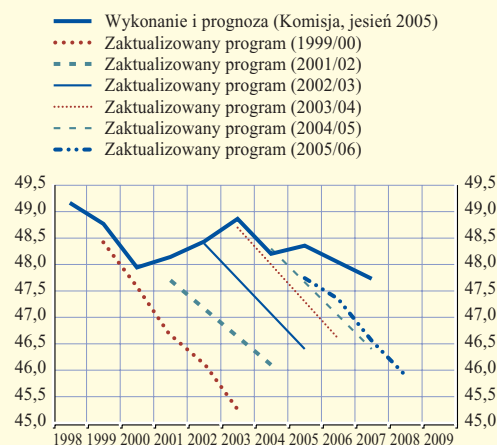
6 WNIOSKI

Respektująca zasady zdrowych finansów publicznych polityka w zakresie wydatków jest kluczem do pobudzenia wzrostu gospodarczego i zachowania stabilności makroekonomicznej. Wydatki publiczne wspierają wzrost za pośrednictwem usług publicznych takich jak bezpieczeństwo, infrastruktura, edukacja i podstawowe zabezpieczenia społeczne. Jeśli wydatki publiczne sprzyjają wzrostowi i są odpowiednio finansowane, zapewniają stabilność finansową budżetu i mogą łagodzić wahania cyklu koniunkturalnego dzięki automatycznym stabilizatorom.

W tym artykule pokazano, że wskaźniki wydatków publicznych w strefie euro konsekwentnie rosły od lat 60. ubiegłego wieku,

Całkowite wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych strefy euro – plan i wykonanie

(w procentach PKB)



Źródła: Komisja Europejska i Programy Stabilności i Konwergencji państw członkowskich UE.

osiągając maksimum w ostatnich latach; tylko w niektórych krajach nastąpił potem ich spadek. Ponadto wydatki publiczne w strefie euro są wyższe niż w większości innych krajów uprzemysłowionych. Zdaniem wielu obserwatorów ich wysokość przekracza poziom niezbędny dla sprawnego świadczenia podstawowych usług publicznych. Rosnący poziom wydatków zbiegł się w czasie z podwyżkami podatków oraz działaniami zniechęcającymi do pracy i inwestowania, a także z rosnącą nierównowagą budżetową. W ostatnim czasie starzenie się społeczeństw powoduje dalszą presję na wzrost wydatków, rodzącą ryzyko destabilizacji budżetów.

Artykuł wyjaśnia, że w wielu krajach konieczne są dalsze reformy wydatków publicznych w celu zredukowania poziomu wydatków na inne

niż podstawowe zadania sektora publicznego, zwiększenia efektywności wydatków publicznych oraz ich pobudzającego wpływu oraz określenia priorytetowych celów działalności sektora publicznego. Ponadto redukcja wydatków złagodziłaby nierównowagę fiskalną, pozwalając na obniżenie podatków. Działania takie wspierają stabilność makroekonomiczną, stymulują wzrost gospodarczy i tworzą lepsze warunki dla utrzymania stabilności cen.

Pozytywne doświadczenia tych krajów strefy euro, które zreformowały wydatki publiczne,

powinny być bardziej nagłośnione. Doświadczenia te pokazują, że przy odpowiednio ambitnej i szeroko zakrojonej strategii reforma wydatków, wzrost gospodarczy i stabilność finansów publicznych wzajemnie się napędzają. Wskazują również, że reformy instytucjonalne krajowych procedur budżetowych oraz przestrzeganie unijnych ram zarządzania polityką fiskalną i strukturalną w znaczący sposób wspierają program reform. Kraje, w których takie reformy przeprowadzono mają bardzo dobre wyniki w zakresie sytuacji fiskalnej i wzrostu gospodarczego.

ZARZĄDZANIE PORTFELEM W EBC

EBC posiada trzy rodzaje portfeli, którymi zarządza: portfel rezerw walutowych: portfel funduszy własnych i portfel funduszu emerytalnego. Poniższy artykuł przedstawia podejście stosowane w zarządzaniu tymi portfelami i dostarcza informacji na temat działalności w tej sferze. Krótko nakreśla również jej główne aspekty operacyjne, informatyczne i prawne.

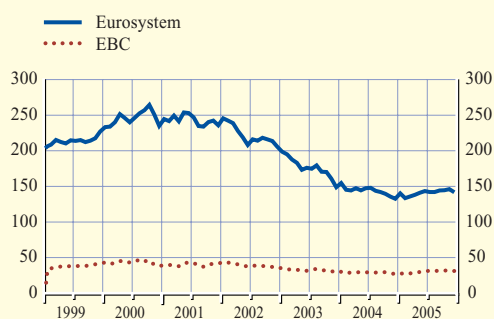
I OGÓLNY OPIS SYSTEMU ZARZĄDZANIA PORTFELEM

EBC ma obecnie trzy rodzaje portfeli. Pierwszy i największy obejmuje rezerwy walutowe EBC, które na koniec 2005 r. stanowiły równowartość około 41 miliardów euro, z czego około 31 miliardów euro trzymano w walutach obcych – dolarze amerykańskim i japońskim jenie – zaś 10 miliardów w złocie i specjalnych prawach ciągnięcia (SDR). Rezerwy walutowe EBC są jednym ze składników rezerw walutowych Eurosystemu, których drugim składnikiem są rezerwy walutowe krajowych banków centralnych (KBC) strefy euro. Na koniec 2005 r. łączne rezerwy walutowe Eurosystemu wzrosły do około 320 miliardów euro, z czego 142 miliardy trzymano w aktywach walutowych, a 178 miliardów złocie, SDR-ach i pozycjach rezerwowych MFW. Odzwierciedlając w dużej mierze decyzje KBC w sprawie struktury portfela, w latach 1999-2005 rezerwy walutowe Eurosystemu – po uwzględnieniu zmian w kursach walutowych – systematycznie spadały. Dla odmiany – abstrahując od wydarzeń jednorazowych w postaci interwencji na międzynarodowych rynkach walutowych we wrześniu i w listopadzie 2000 r. – w szerszym ujęciu rezerwy zagraniczne EBC utrzymywały się na stałym poziomie, zaś zmiany odzwierciedlały głównie fluktuacje kursów walutowych i skumulowane zwroty z portfela (patrz wykres 1).

Celem istnienia portfela rezerw walutowych EBC jest zagwarantowanie, że w razie potrzeby Eurosystem będzie miał wystarczającą ilość płynnych środków dla prowadzenia operacji walutowych z wykorzystaniem walut innych niż unijne, takich jak interwencje, które miały miejsce w we wrześniu i listopadzie 2000 r.¹ Należy zauważyć, że zdolność EBC do inter-

Wykres 1 Rezerwy walutowe Eurosystemu i EBC

(równowartość w mld EUR)



Źródła: EBC.

Uwaga: Oficjalne rezerwowe aktywa walutowe nie obejmują złota, SDR-ów i pozycji rezerwowych MFW; wartość rynkowa.

weniowania na rynku walutowym nie jest ograniczona przez jego własne rezerwy walutowe. Dzieje się tak, ponieważ:

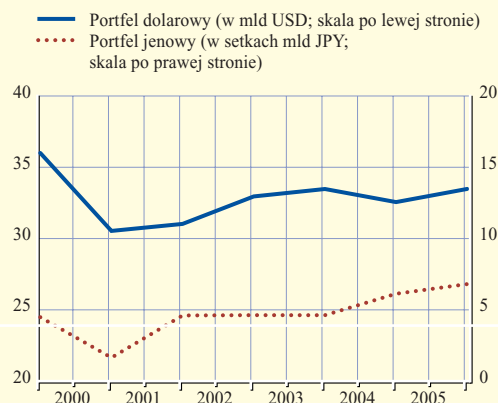
- KBC są zobowiązane do dostarczenia EBC dodatkowych rezerw walutowych, jeżeli pojawi się taka potrzeba;
- EBC może sfinansować interwencje bez sięgania do rezerw walutowych, na przykład używając swapów walutowych przy transakcjach z rynkiem lub odpowiednimi bankami centralnymi;
- operacje walutowe z użyciem walut unijnych, w tym interwencje związane z mechanizmem ERM II, mogą być finansowane w ramach ESCB².

¹ Dalsze informacje na temat operacji walutowych Eurosystemu dostępne są pod następującym adresem internetowym: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html>.

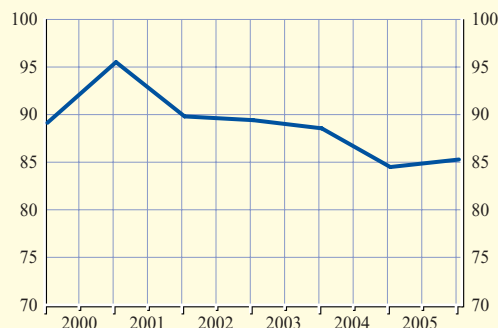
² ESCB składa się z EBC i krajowych banków centralnych wszystkich 25 państw członkowskich UE.

Wykres 1 Dystrybucja walut w rezerwach walutowych EBC

a) Wielkość portfeli dolarowych i jenowych (wartość rynkowa)



b) Procentowy udział rezerw walutowych EBC zainwestowanych w dolary amerykańskie (wartość rynkowa; równowartość w EUR)



Źródła: EBC.

Uwaga: Wielkości portfeli oblicza się dodając do oficjalnych aktywów rezerwowych depozyty rezydentów w walutach obcych i odejmując wcześniej ustalone odpływy netto na aktywach w walutach obcych, wynikające z transakcji typu repo i forward.

Dystrybucja środków pomiędzy aktywa nominowane w dolarach amerykańskich i japońskich jenach odzwierciedla zarówno szacowane potrzeby na wypadek interwencji, jak i optymalizację ryzyka. Na początku 1999 r. stosunek aktywów dolarowych do jenowych wynosił 90/10. Na koniec 2005 r., w wyniku fluktuacji na rynku walutowym i pewnych operacji korygujących stosunek ten wynosił około 85/15 (patrz wykres 2).

Drugi portfel to portfel funduszy własnych. Bazą dla tego portfela, którego wartość na

koniec 2005 r. wynosiła około 6,4 miliarda euro, jest wniesiony kapitał i ogólny fundusz rezerwowy EBC. Celem posiadania portfela funduszy własnych jest zapewnienie EBC rezerw na pokrycie ewentualnych strat. Portfel inwestowany jest w aktywa nominowane w euro. Trzecim, i jak na razie najmniejszym portfelem jest portfel funduszu emerytalnego EBC, w którym inwestowane są środki programu emerytalnego EBC. Na koniec 2005 r. fundusz emerytalny EBC wynosił 161 milionów euro, z czego łączna wysokość składek wnoszonych przez EBC i jego pracowników wynosiła około 20 milionów euro. Aktywa funduszu emerytalnego znajdują się bezpośrednio w posiadaniu EBC, ale są wyodrębnione z myślą o programie emerytalnym; wynik finansowy z tytułu inwestycji tego portfela zwiększa środki funduszu.

Te trzy portfele różnią się znacząco, nie tylko pod względem wielkości, ale również jeśli chodzi o ich strukturę, cel i sposób zarządzania. EBC stosuje jednak pewne ogólne zasady zarządzania do wszystkich trzech portfeli.

– Po pierwsze, EBC stosuje tzw. zasadę neutralności rynkowej, czyli dokłada starań, by działaniami związanymi z zarządzaniem portfelem nie powodować żadnych niepożądanych zaburzeń cen rynkowych. W praktyce oznacza to, że działania EBC związane z zarządzaniem portfelem prowadzone są wyłącznie na rynkach na tyle głębokich i płynnych, by transakcje związane z zarządzaniem portfelem były łatwo absorbowane przy cenach wyznaczonych przez rynek.

– Po drugie, EBC stosuje zasady etyki zawodowej zawarte w „Kodeksie dobrych praktyk EBC” i „Zasadach profesjonalnego działania i zachowania tajemnicy służbowej”. Dokumenty te zawierają wskazówki dotyczące etyki zawodowej obowiązujące wszystkich pracowników EBC. W tym kontekście z oczywistych względów szczególne znaczenie mają zasady dotyczące transakcji z wykorzystaniem informacji poufnych, mające na celu uniknięcie wykorzystania takich informacji w prywatnych działaniach inwestycyjnych

podejmowanych przez osoby zaangażowane w zarządzanie portfelem³.

- Po trzecie, EBC stosuje ścisły rozdział pomiędzy zarządzaniem portfelem a innymi rodzajami działalności: Procedury tzw. Chińskiego Muru⁴, które znajdują odzwierciedlenie w strukturze organizacyjnej EBC, gwarantują, że osoby zaangażowane w zarządzanie portfelem nie otrzymują żadnych uprzywilejowanych informacji z innych jednostek organizacyjnych EBC. Ideą stojącą u podstaw takiego rozwiązania jest chęć zapobieżenia jakimkolwiek konfliktowi interesów pomiędzy polityką prowadzoną przez EBC a jego działalnością inwestycyjną.

2 ASPEKTY ORGANIZACYJNE

EBC w różny sposób zorganizował działania związane z zarządzaniem portfelem dla swoich rezerw walutowych, funduszy własnych oraz portfela funduszu emerytalnego, biorąc tym samym pod uwagę różne cele przypisane każdemu z portfeli.

W przypadku rezerw walutowych EBC celem zarządzania portfelem jest maksymalizacja zwrotu poprzez rozważne zarządzanie, które ograniczone jest ścisłymi wymogami dotyczącymi bezpieczeństwa i płynności, wynikającymi z celu istnienia portfela. Wytyczne inwestycyjne i wartości referencyjne (benchmarki) definiowane są w ramach EBC, przy pomocy wewnętrznie wypracowanych metod (patrz odpowiednio części 3 i 4).

Podczas gdy niektóre funkcje, takie jak ocena ryzyka i księgowość, realizowane są w scentralizowany sposób w EBC, większość działań transakcyjnych i funkcji zaplecza realizowana jest w sposób zdecentralizowany w obrębie Eurosystemu.

By odzwierciedlić to zdecentralizowane podejście, zdefiniowano dwa rodzaje zleceń⁵ w odniesieniu do zarządzania portfelami:

- Pierwsze zlecenie, dotyczące rezerw walutowych EBC zakłada osiągnięcie wyników lepszych niż strategiczne benchmarki dla portfela rezerw walutowych (jednego w dolarach amerykańskich i drugiego w jenach japońskich) przy jednoczesnym przestrzeganiu wytycznych inwestycyjnych oraz unikaniu częstego zmieniania pozycji (zazwyczaj pozycje są poddawane analizie i mogą być zmieniane tylko raz w miesiącu). Zlecenie to zostało udzielone Komitetowi Inwestycyjnemu EBC, który odpowiada przed Zarządem. W rezultacie pozycje przedstawione przez Komitet Inwestycyjny i zaaprobowane przez Zarząd stanowią taktyczne benchmarki dla rezerw walutowych EBC (jeden w dolarach amerykańskich i jeden w jenach japońskich).

- Drugie zlecenie zakłada osiągnięcie wyników lepszych niż benchmarki taktyczne; obejmuje również realizację transakcji rynkowych niezbędnych do inwestowania rezerw walutowych EBC, w zgodzie ze szczegółowymi wytycznymi inwestycyjnymi. Powstały w efekcie system zarządzania portfelem i przydział zadań zostały pokazane na wykresie 3 i w tabeli 1.

Aż do końca 2005 r. to drugie zlecenie udzielane było na identycznych warunkach każdemu z krajowych banków centralnych. Od 1 stycznia 2006 r. KBC strefy euro mają możliwość rezygnacji z przyjęcia zlecenia zarządzania rezerwami zagranicznymi EBC. Te z nich, które zrezygnują ze zlecenia, nie będą zaangażowane w działania operacyjne związane z zarządzaniem rezerwami walutowymi EBC, ale będą uczestniczyć w działaniach strategicznych, takich jak prace nad benchmarkami i wytycznymi inwestycyjnymi. Te z krajowych banków

³ Dalsze informacje na temat operacji walutowych Eurosystemu dostępne są pod następującym adresem internetowym: <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html>.

⁴ Zasady Chińskiego Muru oznaczają, że jakiegokolwiek informacje poufne nie mogą być dostępne dla osób zaangażowanych w proces zarządzania portfelem.

⁵ W tym kontekście termin „zlecenie” oznacza powierzenie odpowiedzialności za zarządzanie portfelem jednostce biznesowej lub jednostce zewnętrznej. Zlecenie określa portfel referencyjny, w stosunku do którego oceniany będzie wynik zarządzania portfelem, cele zarządzania portfelem i istotne wskazówki inwestycyjne, takie jak lista dozwolonych instrumentów i limit ryzyka.

Tabela 1 Rozdział zadań przy zarządzaniu portfelem rezerw walutowych

(* = pełna odpowiedzialność za zadanie, ° = lokalna odpowiedzialność za udział w zadaniu)

Czynności		EBC	Banki narodowe
Decyzje inwestycyjne		•	•
Realizacja			•
Rozrachunek	Potwierdzenie i dopasowywanie		•
	Instrukcje dla powierników i korespondentów		•
Uzgodnienie	System zarządzania portfelem/wyciągi z subkont	•	•
	Wyciągi z subkont/księgowość	•	
Księgowość		•	
Rejestrowanie transakcji i system zarządzania ryzykiem		•	°
Zarządzanie ryzykiem (atrybucja transakcji, limity, dopuszczalne kraje/kontrahenci/emitenci)		•	
System zarządzania rezerwami walutowymi		•	(Komitet ESCB)

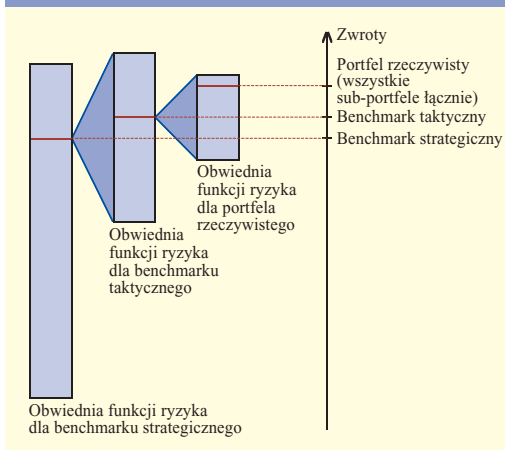
Źródło: EBC.

centralnych, które przyjmują zlecenie na zarządzanie rezerwami zagranicznymi EBC, są uprawnione do zarządzania albo subportfelem dolarowym, albo subportfelem jenowym. Deutsche Bank i Banque de France są uprawnione do przyjęcia obu zleceń. Wprowadzono zasadę, że przyznawanie zleceń będzie oceniane co trzy lata, lub za każdym razem, gdy pojawi się taka potrzeba. W porównaniu z systemem, który obowiązywał do końca 2005 r., nowy ma przynieść korzyści w postaci

większej efektywności. Wstępny rozdział zleceń na zarządzanie portfelem pokazany jest poniżej (patrz tabela 2). Jest on zasadniczo zgodny z kluczem subskrypcji kapitału EBC, czyli udziałem różnych KBC w kapitale wniesionym EBC⁶.

Jeśli chodzi o fundusze własne EBC, celem zarządzania portfelem jest generowanie w dłuższym okresie zwrotów przekraczających średnią główną stopę refinansową EBC. Sprecyzowane zostały wytyczne inwestycyjne oraz benchmark mający umożliwić realizację tego celu. Dział Inwestycyjny EBC otrzymał

Wykres 3 Struktura zarządzania portfelem rezerw walutowych EBC



Źródła: EBC.

Uwaga: Figury pokazują obwiednie ryzyka dla benchmarku strategicznego, benchmarku taktycznego i portfeli rzeczywistych; czerwone linie poziome reprezentują wybrane poziomy ryzyka, które odzwierciedlają, odpowiednio, wynik procesu konstrukcji benchmarku strategicznego, pozycjonowania benchmarku taktycznego i pozycjonowania portfela rzeczywistego; linia pionowa pokazuje zwroty wynikające z decyzji na portfelu.

⁶ Więcej informacji o opłaconym kapitale EBC można uzyskać pod następującym adresem internetowym: <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html>

Tabela 2 Alokacja subportfeli rezerw walutowych EBC

(na dzień 31 stycznia 2006 r.)

Portfel w dolarach amerykańskich (w mld USD)		Portfel w jenach japońskich (w setkach mld JPY)	
BE	1.398	DE	628
DE	11.039	FR	442
GR	1.040	NL	2.510
ES	4.262	AT	1.307
FR	7.765	PT	1.109
IE	505	FI	810
IT	7.153		
LU	121		

Źródło: EBC.

zlecenie osiągnięcia wyników lepszych niż benchmark portfela funduszy własnych, w zgodzie z określonymi wytycznymi inwestycyjnymi.

Dla funduszu emerytalnego EBC celem zarządzania portfelem jest maksymalizacja wartości aktywów funduszu i minimalizacja ryzyka, że zobowiązania programu emerytalnego przekroczą jego aktywa. Obecnie całym portfelem funduszu emerytalnego zarządza firma zewnętrzna wybrana przez EBC.

3 WYTYCZNE INWESTYCYJNE

Wytyczne inwestycyjne przekładają ogólne cele zarządzania portfelem na konkretne zasady i reguły, w tym kryteria kwalifikujące dotyczące emitenta i kontrahenta, oraz na system zarządzania ryzykiem rynkowym i kredytowym. Pod względem wytycznych inwestycyjnych istnieją znaczące różnice pomiędzy funduszem emerytalnym i dwoma pozostałymi rodzajami portfeli. Ramka 1 zawiera informacje dotyczące funduszu emerytalnego; poniższe komentarze odnoszą się tylko do dwóch pozostałych portfeli.

Ramka 1

PRAWNE ASPEKTY ZARZĄDZANIA PORFEMEM EBC

Poniższa ramka przedstawia główne aspekty prawne związane z zarządzaniem portfelem EBC w odniesieniu do rezerw walutowych EBC, funduszy własnych oraz funduszu emerytalnego, a także z ustanowionym niedawno systemem usług w zakresie zarządzania rezerwami Eurosystemu.

Zarządzanie rezerwami zagranicznymi

Na potrzeby dokumentacji operacji dotyczących rezerwowych aktywów walutowych EBC używa:

- umowy ramowej Federacji Bankowej Unii Europejskiej (*Fédération Bancaire Européenne* – FBE) dla transakcji finansowych, wersja z 2004 r., zwanej dalej „europejską umową ramową” zawieranych z kontrahentami podlegającymi jurysdykcji 15 krajów UE i prawa szwajcarskiemu dla (i) umów z przyrzeczeniem odkupu i transakcji typu *buy-sell/back*; (ii) transakcji na instrumentach pochodnych rynku pozagiełdowego oraz operacji walutowych.
- umowy ramowej Stowarzyszenia Rynków Obligacji (*The Bond Market Association* – TBMA), wersja z 1996 r., dla umów z przyrzeczeniem odkupu i transakcji typu *buy/sell-back*, zawieranych z kontrahentami podlegającymi amerykańskiemu prawu federalnemu lub stanowemu.
- globalnej umowy ramowej TBMA/ISMA dla umów z przyrzeczeniem odkupu i transakcji typu *buy/sell-back* zawieranych z kontrahentami podlegającymi prawu innemu niż prawo UE, Szwajcarii i Stanów Zjednoczonych.
- umowy ramowej ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) (wersja wielowalutowa, transgraniczna z 1992 r.) dla transakcji na instrumentach pochodnych rynku pozagiełdowego i operacji walutowych ze wszystkimi kontrahentami za wyjątkiem podlegających prawu 15 państw UE i ustawodawstwu szwajcarskiemu;

- ramowej umowy kompensacyjnej EBC dla dokumentowania operacji ze wszystkimi kontrahentami za wyjątkiem tych, z którymi EBC ma podpisaną europejską umowę ramową i które podlegają jednej z 14 jurysdykcji unijnych lub prawu szwajcarskiemu.

Zarządzanie funduszami własnymi

Na potrzeby dokumentowania operacji na funduszach własnych EBC używa europejskiej umowy ramowej i umowy kompensacyjnej EBC. Postanowienia umowne dotyczące pożyczek papierów wartościowych w odniesieniu do portfela funduszy własnych EBC mają zagwarantować następujące cele:

- zminimalizować ryzyko związane z pożyczkami z portfela;
- ułatwić działalność pożyczkową;
- zapewnić poufność składu portfela EBC.

W tym celu umowa w sprawie pożyczek papierów wartościowych i usług agencyjnych gwarantuje m.in., że EBC jest zabezpieczony na wypadek jakichkolwiek ewentualnych strat powstałych w wyniku operacji z przyrzeczeniem odkupu i operacji odwracalnych w ramach programu pożyczek papierów wartościowych. Ważnym czynnikiem było to, by umowa została zawarta z podmiotem zlokalizowanym w strefie euro, który sam prowadzi działalność udzielania pożyczek papierów wartościowych, korzystając przy tym z gwarancji spółki-matki. By zapewnić, że skład portfela EBC będzie utrzymywany w tajemnicy, EBC wymaga, by stosowne (identyczne) środki poufności zostały podjęte zarówno przez agenta dokonującego pożyczek papierów wartościowych, jak i przez poszczególnych dopuszczalnych kontrahentów. Rozważa się zawarcie podobnej umowy w odniesieniu do aktywów dolarowych w portfelu rezerw walutowych.

Zarządzanie funduszem emerytalnym

Fundusz emerytalny inwestowany jest w obligacje, akcje i instrumenty rynku pieniężnego. EBC, działając w imieniu funduszu emerytalnego, jest stroną umowy z dostawcami usług na rzecz tego funduszu. Do niedawna zawarty był tylko jeden kontrakt z dostawcą usług, który pełnił funkcję zarówno zarządzającego inwestycjami, jak i powiernika. Obecnie funkcje te rozdzielono i istnieje osobna umowa o zarządzanie inwestycjami, zawarta z dostawcą usług działającym jako zarządzający inwestycjami funduszu emerytalnego, oraz umowa o powiernictwo z instytucją powierniczą.

Jako podstawy użyto standardowej umowy stosowanej w branży, przystosowanej do specyficznych wymagań funduszu emerytalnego EBC. W odniesieniu do umów tego typu kluczową sprawą pozostają oczywiście kwestie zobowiązań funduszu. Dodatkowo zapewniona musi być kontrola EBC nad używaną siecią powierniczą i stosowanymi instrumentami finansowymi. Ze względu na podwójną strukturę (oddzielenie powiernictwa od działalności inwestycyjnej) ustanowiony musiał również zostać wyraźny podział odpowiedzialności między tymi dwoma dostawcami usług. Jeśli chodzi o zarządzającego inwestycjami, umowa musiała obejmować limity ryzyka rynkowego (zdefiniowane za pomocą koncepcji błędu odwzorowania), które zagwarantują, że wyniki zarządzanych portfeli nie będą się zasadniczo różnić od odpowiednich benchmarków. Dla pewnych kategorii aktywów przewidziano wykorzystanie już istniejących funduszy zarządzanych przez wybranego zarządzającego inwestycjami

i posiadających również innych inwestorów. By sprostać wymaganiom EBC fundusze takie musiały dokonać pewnych modyfikacji swojej polityki. W opisanej strukturze tej należało uwzględnić również specjalny status podatkowy EBC – obecnie odpowiednią obsługę podatkową i korporacyjną zagwarantować ma powiernik. Ze względu na stosunkowo złożoną strukturę niezbędne było również zidentyfikowanie i ujawnienie wszelkich opłat, którymi obciążany jest bezpośrednio EBC.

KRYTERIA KWALIFIKUJĄCE EMITENTÓW I KONTRAHENTÓW

Portfele rezerw walutowych i funduszy własnych EBC inwestowane są w papiery dłużne, czyli instrumenty rynku pieniężnego, bony skarbowe i obligacje oraz odpowiadające im instrumenty pochodne.

Wybierając emitentów, w których papiery można inwestować rezerwy walutowe, EBC skupia się przede wszystkim na zagwarantowaniu, że rezerwy te są inwestowane zgodnie z podstawowymi celami operacyjnymi, czyli bezpieczeństwem i płynnością. W szczególności dopuszczalne są inwestycje: w papiery dłużne rządów Stanów Zjednoczonych, Japonii i Kanady; niektórych wysoko ocenianych agencji i organizacji międzynarodowych i ponadnarodowych, w których członkowie UE nie są akcjonariuszami większościowymi; oraz w papiery Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS).

Emitenci, w których papiery może inwestować EBC są podzieleni na trzy kategorie: emitenci rządowi, emitenci nierządowi i emitenci obligacji zabezpieczonych (ang. *covered bonds*). Do emitentów rządowych zalicza się w szczególności państwa członkowskie UE i samorządy, zakładając, że spełniają one minimalne kryteria ratingowe. Do emitentów nierządowych zalicza się niektóre agencje i korporacje o wysokich ratingach oraz BIS. Dodatkowo zarówno papiery rządowe, jak i nierządowe mogą być wykorzystywane w zarządzaniu przez EBC własnymi funduszami, jeśli obraca się nimi na głębokim i płynnym rynku, czyli takim, na którym transakcje EBC mogą być łatwo wchłonięte

bez niepożądanego wpływu na ceny. Emitenci nierządowi muszą również posiadać minimalny rating i spełniać inne kryteria, w tym minimalną wielkość kapitału podstawowego.

Kontrahenci EBC w operacjach zarządzania rezerwami walutowymi i funduszami własnymi wybierani są na zasadzie ostrożności i wydajności operacyjnej. Muszą to być podmioty: (i) nadzorowane przez uznane organy nadzoru; (ii) z siedzibą w dopuszczalnym kraju; (iii) spełniające minimalne kryteria wiarygodności kredytowej ustalone przez EBC; (iv) indywidualnie zaaprobowane przez EBC. Kryteria minimalnej wiarygodności kredytowej są zróżnicowane w zależności od ryzyka kredytowego, jakie niosą za sobą poszczególne instrumenty. I tak minimalny poziom wiarygodności kredytowej będzie wyższy w przypadku transakcji tworzącej bezpośrednio ryzyko kredytowe, takich jak depozyty niezabezpieczone, a niższe w przypadku transakcji typu dostawa za płatność. W odniesieniu do funduszy własnych depozyty niezabezpieczone są dopuszczalne tylko w przypadku BIS. W przypadku kontrahenta nie posiadającego ratingu warunkiem wstępnym zawarcia transakcji jest formalna gwarancja pisemna od spółki-matki kontrahenta, która musi mieć stosowny rating. Obecnie minimalny rating kredytowy dla kontrahentów, z którymi EBC może zawierać transakcje niezabezpieczone wynosi A (jest to drugi najlepszy rating stosowany przez kilka międzynarodowych agencji ratingowych).

Tabela 3 podsumowuje liczbę dopuszczalnych kontrahentów, emitentów i krajów, z którymi EBC może zawierać transakcje zarządzając rezerwami walutowymi i swoimi funduszami własnymi.

Tabela 3 Liczba dopuszczalnych kontrahentów, emitentów i krajów

(na dzień 31 stycznia 2006 r.)

	Rezerwy walutowe	Fundusze własne
Łączna liczba kontrahentów	119 ¹⁾	26 ²⁾
w tym: dopuszczonych do transakcji dostawa za płatność	81	26
w tym: dopuszczonych do depozytów	45	1 (BIS)
Dopuszczalni emitenci sektora prywatnego	1	521
Dopuszczalni emitenci sektora publicznego	8	35
Dopuszczalne kraje	21	2

Źródło: EBC.

1) W przypadku rezerw walutowych 53 kontrahentów jest dopuszczonych zarówno do depozytów, jak i transakcji typu dostawa za płatność.

2) W przypadku funduszy własnych BIS jest dopuszczony zarówno do depozytów, jak i transakcji typu dostawa za płatność.

Warto również zauważyć, że transakcje dokonywane w kontekście zarządzania portfelem EBC zawierają jeszcze jedno ograniczenie, a konkretnie zakaz finansowania sektora finansów publicznych zawarty w Traktacie i związanych z nim rozporządzeniem Komisji⁷. W szczególności absolutnie zabronione jest nabywanie instrumentów dłużnych emitowanych przez państwa członkowskie lub Wspólnotę na rynku pierwotnym, zaś transakcje takie na rynku wtórnym, choć nie są zabronione, nie mogą być używane w celu obejścia zakazu. W tym kontekście zakupy na rynku wtórnym lub instrumenty dłużne emitowane przez państwa członkowskie podlegają określonym limitom. W kontekście portfela rezerw walutowych istnieje jednak wyjątek, który pozwala EBC na nabywanie instrumentów dłużnych emitowanych przez nieuczestniczące państwa członkowskie na rynku pierwotnym, jeśli zakupy te są prowadzone wyłącznie dla celu zarządzania rezerwami walutowymi⁸.

⁷ Zakaz nawiązuje do art. 101 Traktatu, z którym powiązane jest Rozporządzenie Komisji (EC) nr 3603/93 z 13 grudnia 1993 r.

⁸ Ten konkretny wyjątek wspomniany jest w art. 2 Rozporządzenia Rady (EC) nr 3603/93. Jak wspomniano wcześniej, wyjątek ten nie odnosi się do EBC, który zdecydował, że emisje przeprowadzane przez Państwa Członkowskie UE i międzynarodowe lub ponadnarodowe organizacje, w których państwa członkowskie są akcjonariuszami większościowymi nie mogą być brane pod uwagę przy zarządzaniu rezerwami zagranicznymi EBC.

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM KREDYTOWYM

Podczas gdy pierwsze ograniczenia inwestycyjne związane z ryzykiem kredytowym w kontekście rezerw walutowych i funduszy własnych EBC dotyczą spełniania przez emitenta lub kontrahenta kryteriów opisanych powyżej, do zarządzania ryzykiem kredytowym potrzebne są bardziej precyzyjne narzędzia. Są to limity, które gwarantują uniknięcie nadmiernego ryzyka i nadmiernej koncentracji. Poniżej przedstawiono różne rodzaje limitów wdrażanych i monitorowanych w ramach systemu zarządzania ryzykiem kredytowym EBC:

- limity ryzyka kraju. Zaangażowanie na poziomie kraju jest pochodną zaangażowania emitenta i kontrahenta, w związku z czym pod uwagę brany jest porządek prawny kraju ich pochodzenia. Limity krajowe zależą od znaczenia poszczególnych krajów w działalności inwestycyjnej EBC, ich ratingów kredytowych i ich rozmiarów pod względem PKB.
- limity ryzyka emitenta. Stosuje się je w stosunku do zaangażowania powstałego w wyniku posiadania papierów wartościowych emitenta lub grupy emitentów. Limity emitenta zależą od znaczenia emitentów, ich ratingów i rozmiarów niespłaconych emisji.
- limity ryzyka kontrahenta. Specyficzne limity dodatkowe dla ryzyka kontrahenta wynikają z niezabezpieczonych depozytów i stosowane są przy zarządzaniu rezerwami walutowymi. Limity kontrahenta zależą od ratingów kontrahentów (lub ratingów ich gwarantów) i ich kapitału. Co więcej, do wszystkich kontrahentów stosuje się ograniczenia pułapowe.
- limity rozrachunkowe kontrahenta. Limit ten stosuje się do zaangażowania powstałego w wyniku transakcji innych niż typu dostawa za płatność. W przypadku funduszy własnych EBC, ryzyko takie nie istnieje, ponieważ wszystkie transakcje są transakcjami tego typu.

Dla rezerw walutowych EBC łączne limity przyznane są krajowym bankom centralnym, które w zdecentralizowany sposób zarządzają subportfelami, zgodnie z kluczem dystrybucyjnym odzwierciedlającym wielkości portfela.

Zasadniczo całościowe ryzyko rynkowe zarządzane jest poprzez zagwarantowanie, że indywidualne portfele inwestycyjne mają przy ostrożnie określonym poziomie ufności unikać strat.

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM RYNKOWYM

Ryzyko rynkowe dla portfeli rezerw walutowych i funduszy własnych EBC zarządzane jest za pomocą wielowarstwowej struktury benchmarków i przedziałów odchyłeń zbudowanych wokół tych benchmarków dla działalności w zakresie zarządzania portfelem.

Stopień narażenia na ryzyko rynkowe wszystkich portfeli inwestycyjnych i przestrzeganie zasad zarządzania ryzykiem rynkowym monitorowane są codziennie przy użyciu narzędzi informatycznych opisanych w ramce 2. Narażenie na ryzyko rynkowe mierzone jest różnymi wskaźnikami, między innymi metodą „wartości zagrożonej” (*Value-at-Risk*, VaR) dla aktywów wyrażonych w walutach krajowych i euro, zmodyfikowanym okresem trwania, za pomocą

Ramka 2

SYSTEMY INFORMATYCZNE DO ZARZĄDZANIA PORTEFEM EBC

Wszystkie czynności związane z zarządzaniem portfelem EBC (poza zarządzaniem funduszem emerytalnym) obsługuje jednolity, zintegrowany system informatyczny. System ten zapewnia, że wszystkie instrumenty dostępne w operacjach dotyczących rezerw walutowych i funduszy własnych EBC są prowadzone i monitorowane w zgodzie z zasadami obowiązującymi zarówno zespół transakcyjny, zespół kontroli transakcji jak i funkcje zaplecza EBC. W celu spełnienia specyficznych wymogów rachunkowości EBC opracowano specjalny moduł księgowy zintegrowany z systemem.

W 1997 r. ogłoszono przetarg na dostarczenie systemu. W wyniku procesu selekcyjnego na krótkiej liście znalazło się siedem ofert, które oceniono według kryterium zgodności z warunkami wstępnymi, by następnie wybrać jeden, który najlepiej spełniał funkcjonalne i techniczne wymogi EBC. System wdrażano w 1998 r., tak by mógł zacząć działać od 1 stycznia 1999 r.

Od tego czasu system kilkakrotnie aktualizowano, tak aby w każdej chwili spełniał zmieniające się potrzeby EBC, np. wspierał nowe cechy i instrumenty, wprowadzone w wyniku zmian zasad działalności inwestycyjnej EBC.

Od 1997 r. kilka krajowych banków centralnych w ramach ESCB wdrożyło ten sam system informatyczny do zarządzania własnymi portfelami. Rosnąca liczba banków centralnych używających tej samej platformy informatycznej dla własnych potrzeb stwarza wyjątkową okazję do podejmowania wspólnych projektów, wykorzystywania efektu synergii i lepszego zarządzania relacjami z dostawcą systemu.

Architektura techniczna gwarantuje, że zgodnie ze zdecentralizowaną strukturą każdy z krajowych banków centralnych uczestniczących w zarządzaniu rezerwami walutowymi EBC podłączony jest do tych samych serwerów centralnych, ale ma dostęp tylko do transakcji

związanych ze swoimi portfelami inwestycyjnymi i interwencyjnymi. Nie są zatem potrzebne żadne interfejsy ani transfery transakcji zbiorczych.

Choć system obejmuje również funkcje zaplecza, w EBC użytkowane są jedynie funkcjonalności zespołu transakcyjnego i zespołu kontroli transakcji, natomiast za rozrachunek transakcji poprzez własny system odpowiadają poszczególne krajowe banki centralne działające w roli agentów EBC.

EBC używa również kilku innych systemów w czynnościach dotyczących zarządzania portfelem. Należą do nich system administrowania funduszem emerytalnym, system uzgadniania transakcji gotówkowych i w papierach wartościowych, elektroniczną platformę handlową dla transakcji papierami wartościowymi oraz system analizy ryzyka. Obecnie trwają prace nad stworzeniem bazy danych na potrzeby analizy historycznej ryzyka i danych związanych z wynikami.

błędu odwzorowania i pomiaru zagrożeń charakterystycznych dla konkretnej klasy instrumentów⁹. Dane dotyczące VaR w odniesieniu do odpowiednich benchmarków obliczane są zarówno w ujęciu względnym, jak i bezwzględnym.

W ramach tej struktury przedziały odchyień wokół benchmarków wyrażone zmodyfikowanym okresem trwania i względnej VaR oferują pole manewru dla czynności zarządzania portfelem. Podczas gdy dane VaR są monitorowane od kilku lat, względne limity VaR zaczną obowiązywać dopiero w tym roku, a limity zmodyfikowanego okresu trwania odpowiednio przestaną być stosowane. Limity ryzyka rynkowego są określane po to, by zagwarantować możliwość zajmowania pozycji przy jednoczesnym utrzymaniu potencjalnego ryzyka rynkowego na rozsądnym poziomie. W przeszłości zajmowane pozycje pozostawały średnio poniżej dopuszczalnego przedziału odchyień, co odzwierciedlało ostrożne podejście do ryzyka ze strony zarządzających portfelami w EBC i w krajowych bankach centralnych. Benchmarki i przedziały odchyień są regularnie

korygowane, by zapewnić ich zgodność z ogólną polityką EBC dotyczącą ryzyka.

Profil ryzyka płynności dla rezerw walutowych EBC jest także monitorowany codziennie, by zagwarantować, że odpowiednia ilość aktywów trzymana jest w gotówce lub w wysoko płynnych papierach wartościowych.

4 KONSTRUKCJA BENCHMARKU

Dla rezerw walutowych EBC określenie strategicznej alokacji aktywów jest procesem dwustopniowym. Pierwszym krokiem jest określenie składu rezerw walutowych, tak by udział w nich dolarów amerykańskich i japońskich jenów był optymalny z punktu widzenia, po pierwsze, potrzeb polityki EBC, a po drugie – ryzyka. Krokiem drugim jest propozycja optymalnej alokacji aktywów w ramach każdej z walut. Obecnie preferencje co do pożądanego zwrotu w kontekście dopuszczalnego ryzyka formułowane są osobno dla zarządzania alokacją walut i dla zarządzania subportfelami w dolarach amerykańskich i jenach japońskich.

Dla funduszy własnych EBC proces strategicznej alokacji aktywów jest zbliżony do drugiego kroku opisanego powyżej, jednak z różnymi do pewnego stopnia parametrami, odzwiercie-

⁹ Zmodyfikowany okres trwania jest miarą ekspozycji portfela na poziom stóp procentowych. Odzwierciedla średnią ważoną okresu pozostałego do terminu zapadalności instrumentów trzymany w portfelu. VaR jest szacunkiem maksymalnej możliwej straty przy danym poziomie ufności (np. 95%) w danym horyzoncie inwestycyjnym (np. jeden rok). Błąd odwzorowania to standardowe odchylenie różnic pomiędzy zwrotem z portfela a zwrotem z benchmarku, obserwowane z daną częstotliwością (np. codziennie) w danym okresie czasu (np. trzy miesiące).

Tabela 4 Roczny wynik finansowy EBC od 1999 roku

(w mln EUR)

Rok	Wynik finansowy
1999	-247
2000	1,990
2001	1,822
2002	1,220
2003	-477
2004	-1,636
2005	0

Źródło: EBC.

dlażącymi bardziej długoterminową orientację i niższe wymagania płynnościowe w przypadku funduszy własnych EBC.

Ze względu na wagę wyboru stosownych benchmarków inwestycyjnych (którą pokazało wiele badań empirycznych i teoretycznych) rozwój metodologii wykorzystywanej w procesie projektowania benchmarków pochłania znaczne ilości środków. W ramach pionu inwestycji w EBC opracowano celowościowy model ekonometryczny, który na podstawie publicznie dostępnych prognoz makroekonomicznych pozwala wyprowadzić oczekiwania dotyczące przyszłych zwrotów dla poszczególnych kategorii aktywów dostępnych w przestrzeni inwestycyjnej dla rezerw walutowych i funduszy własnych. Oparcie się na przyszłych zwrotach z inwestycji stanowi znaczący postęp w procesie konstruowania benchmarków w porównaniu z używaniem przeszłych zwrotów z inwestycji. Standardowa technika optymalizacji metodą średniej wariancji wspierana jest przez techniki alternatywne w celu wzmocnienia wiarygodności analizy. Proces projektowania benchmarku jest nieustannie analizowany pod kątem możliwych usprawnień i udoskonaleń.

5 WYNIKI ZARZĄDZANIA PORTFELEM

EBC ogłasza swoje wyniki finansowe w raportach rocznych. W 2005 r. zysk netto był równy zeru, wobec straty na poziomie 1,6 mld euro w 2004 r. (patrz tabela 4). Na wynik finansowy

EBC znaczący wpływ mają niekorzystne zmiany kursów walutowych: dla przykładu umocnienie się euro wobec dolara spowodowało straty w latach 2003-2004, ponieważ znaczną część aktywów EBC stanowią niezabezpieczone rezerwy walutowe. Zgodnie z ostrożną polityką księgową EBC, która uwzględnia to znaczące zaangażowanie, dodatnie różnice z aktualizacji wyceny nie są ujmowane jako przychód, lecz przenoszone na konto różnic z aktualizacji wyceny, podczas gdy ujemne różnice są ujmowane jako koszt. Efektem takiego asymetrycznego traktowania niezrealizowanych zysków i strat jest odraczanie zysków aż do czasu sprzedaży lub upływu terminu zapadalności odnośnych aktywów. Roczny wynik finansowy będzie się zatem różnił od tego, który sugerowałaby bieżąca wycena rynkowa.

Szoki wywołane zmianami kursów walutowych tylko po części tłumaczą zmiany zysków rocznych EBC. Dla przykładu, zyski z lata 2001 i 2002 wynikały w dużej mierze z ówczesnej sytuacji na rynku obligacji: rentowności obligacji spadły znacząco do bardzo niskich poziomów, pociągając za sobą istotne zyski kapitałowe. Jednak niskie stopy procentowe pozostawiły bardzo niewiele miejsca na to, by przychody odsetkowe zrównoważyły straty, poniesione w latach 2003-2004 z powodu zmian kursowych. Od 2004 r. poziom ryzyka stopy procentowej, na który narażone są trzy portfele znacząco się zmniejszył ze względu na niski poziom stóp procentowych oraz poziom ich zmienności.

Zlecenia na zarządzanie portfelem, które EBC zdefiniował dla swoich rezerw walutowych i funduszy własnych przypisują ważną rolę maksymalizacji wyników portfela ponad zwrot z benchmarku. Odzwierciedla to założenie, że w ramach ścisłych ograniczeń narzuconych przez rolę i cele portfeli, które znajdują odbicie w systemie zarządzania ryzykiem, zarządzający portfelami mogą wytworzyć po pewnym czasie wartość dodaną. Choć w niektórych okresach wyniki zarządzania portfelem były ujemne (szczególnie w 2002 r.), to przez większość czasu w okresie 1999-2005 były one dodatnie

ARTYKUŁY

Zarządzanie
portfelem
w EBC

i dość wysokie. W związku z tym są też dodatnie w ujęciu skumulowanym. Jest to w dużej mierze zasługą codziennej aktywności różnych zarządzających portfelem.

Zarządzający portfelem wytwarzają także wartość dodaną dla portfeli EBC proponując dodawanie nowych instrumentów do przestrzeni inwestycyjnej. Stopniowo przestrzeń inwestycyjna EBC powiększa się poprzez dodawanie nowych kategorii instrumentów (np. obligacji zabezpieczonych), nowych emitentów w ramach dostępnych kategorii instrumentów oraz instrumentów pochodnych (np. kontraktów terminowych rynku pieniężnego i rynku obligacji). Zarządzający portfelem proponują również nowe zlecenia na zarządzanie portfelem, takie jak wspomniane powyżej pożyczki papierów wartościowych dla portfela funduszy własnych i dla portfela dolarowego rezerw zagranicznych.

Zarządzający portfelem odgrywają również ważną rolę w zakresie monitorowania rynku finansowego przez EBC i Eurosystem. Zarządzający portfelem muszą uważnie śledzić i analizować rozwój wydarzeń na rynku finansowym – zarówno bieżących, jak i strukturalnych – na różnym poziomie szczegółowości, od szerokich kategorii aktywów do poszczególnych instrumentów finansowych. Opierają się oni na wielu źródłach informacji, w tym w szczególności na badaniach i opiniach przedstawianych przez kontrahentów.

Powstała w wyniku tych działań, nieustannie uaktualniana wiedza na temat rozwoju rynków finansowych postrzegana jest jako istotna wartość dla EBC i Eurosystemu. By rozpowszechnić tę wiedzę, menadżerowie portfela są odpowiedzialni za przygotowywanie regularnych raportów na temat rozwoju rynku finansowego, widzianego z punktu widzenia inwestora. Dodatkowo odpowiadają także na pojawiające się niekiedy pytania dotyczące rynków finansowych. W ten sposób wiedza gromadzona w czasie procesu zarządzania portfelem pozwala na pogłębienie analiz rozwoju sytuacji na rynku finansowym oraz pojawiających się na nim innowacji i zmian strukturalnych.

6 SYSTEM ROZRACHUNKU

Dla różnych typów portfeli posiadanych przez EBC istnieją różne typy rozrachunku. Podczas gdy te krajowe banki centralne, które chcą partycypować w zarządzaniu rezerwami zagranicznymi EBC (obecnie są to wszystkie KBC strefy euro) dokonują rozrachunku regularnych transakcji EBC dotyczących rezerw walutowych, EBC samodzielnie rozlicza wszystkie transakcje dotyczące funduszy własnych. Transakcje związane z funduszem emerytalnym EBC są obecnie przetwarzane przez podmiot zewnętrzny.

EBC stara się wprowadzać najwyższe standardy przetwarzania transakcji dotyczących rezerw walutowych i funduszy własnych. We współpracy z kontrahentami podejmowane są również starania na rzecz dalszej poprawy bezpieczeństwa i skuteczności przetwarzania transakcji w całej branży, ze szczególnym uwzględnieniem stosowania najlepszych praktyk przy wymianie potwierdzeń zawarcia transakcji.

Krajowe banki centralne prowadzą operacje dotyczące aktywów wchodzących w skład rezerw walutowych EBC jako oficjalni przedstawiciele EBC. W związku z tym w kontaktach z kontrahentami rozróżniają one operacje prowadzone na własny rachunek i te prowadzone w imieniu i na rachunek EBC (tj. ich status jako przedstawiciela jest jawny). By ułatwić ten proces, rachunki do transakcji z pośrednikami finansowymi (np. bankami-korespondentami, powiernikami lub depozytariuszami papierów wartościowych i złota oraz instytucjami rozliczeniowymi dla handlu instrumentami pochodnymi) są otwierane w imieniu EBC, natomiast pełnomocnictwa do wykonywania operacji na tych rachunkach mają krajowe banki centralne. Ponadto w celu zachowania rozdziału aktywów EBC i krajowych banków centralnych określono wspólne wymagania i procedury dotyczące operacji EBC i operacji krajowych banków centralnych. Te wspólne wytyczne gwarantują również, że transakcje zarządzania rezerwami walutowymi EBC prowadzone są w zharmonizowany sposób w całym Eurosystemie, w zgodzie

z najlepszymi praktykami i najwyższymi standardami bezpieczeństwa. Wszelkonna kontrola prowadzona jest zarówno na poziomie EBC, jak i KBC. Obejmuje ona regularne, szczegółowe uzgadnianie zewnętrznych wyciągów z rachunków, na których trzymana jest należące do EBC gotówka, papiery wartościowe, złoto i kontrakty terminowe z danymi z różnych systemów wewnętrznych. Szczegółowe dane dotyczące błędów w rozrachunku są gromadzone i analizowane przez EBC, a regularne raporty w tej sprawie są przedstawiane organom decyzyjnym banku.

EBC i KBC aktywnie zarządzają zabezpieczeniami otrzymywanymi w ramach transakcji zarządzania funduszami własnymi EBC i rezerwami walutowymi. Po przeprowadzeniu kompensaty lub łączenia określonych operacji zabezpieczonych kalkulowane jest zaangażowanie wobec poszczególnych kontrahentów i oceniana ewentualna potrzeba złożenia wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego¹⁰.

7 WNIOSKI

EBC posiada trzy rodzaje portfeli, którymi zarządza: portfel rezerw walutowych, portfel funduszy własnych i portfel funduszu emerytalnego. Każdy portfel powstał w określonym celu, który znajduje odzwierciedlenie w sposobie jego zarządzania. Działania EBC związane z zarządzaniem portfelami jest przedmiotem restrykcyjnych zasad, które gwarantują neutralność rynkową, etyczne zachowanie i rygorystyczne oddzielenie zarządzania portfelem od procesu podejmowania decyzji dotyczących polityki EBC. Stosuje się szczególne wytyczne inwestycyjne, które mają zagwarantować, że ryzyko rynkowe i kredytowe jest uważnie kontrolowane, a kryteriów doboru

dopuszczalnych emitentów i kontrahentów są jasne i uczciwe.

Znaczne środki przeznacza się na projektowanie benchmarków dla portfeli, które stanowią podstawowe determinanty zwrotu z danego portfela oraz ryzyka. Zlecenia na zarządzanie portfelem są definiowane i przyznawane z myślą o maksymalizacji (w ramach istniejących ograniczeń) wyników portfela powyżej benchmarku, przy jednoczesnym utrzymaniu kosztów administracyjnych i innych na najniższym możliwym poziomie. W odniesieniu do rezerw zagranicznych EBC w styczniu 2006 r. wprowadzono zmiany w procesie alokacji subportfeli, które mają doprowadzić do poprawy efektywności.

Uaktualnione informacje będą publikowane w miarę potrzeby, w szczególności w raporcie rocznym EBC.

¹⁰ Wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego: procedura polegająca na tym, że jeżeli systematycznie mierzona wartość aktywów zabezpieczających spada poniżej określonego poziomu, bank centralny żąda od kontrahenta przekazania dodatkowych aktywów (lub środków pieniężnych).

USTALENIA W SPRAWIE REŻIMU PIENIĘŻNEGO I KURSOWEGO POMIĘDZY STREFĄ EURO A WYBRANYMI KRAJAMI I TERYTORIAMI TRZECIMI

ARTYKUŁY

Ustalenia w sprawie reżimu pieniężnego i kursowego pomiędzy strefą euro a wybranymi krajami i terytoriami trzecimi

Strefa euro od momentu powstania utrzymuje bliskie relacje monetarne i kursowe z szeregiem krajów i terytoriów trzecich. W Europie euro stosują (i emitują) Monako, San Marino i Watykan, choć nie są członkami Unii Europejskiej. Poza Europą wspólną walutą posługują się dwa terytoria zamorskie Francji – Majotta oraz Saint Pierre i Miquelon – które także nie należą do Unii Europejskiej. Stosowanie euro w tych krajach i terytoriach nie stanowi „jednostronnej euroizacji”, ale odbywa się za formalną zgodą Wspólnoty Europejskiej. Dodatkowo wiele krajów i terytoriów mających długą tradycję więzi gospodarczych i politycznych z jednym z państw członkowskich strefy euro – w tym Polinezja Francuska, Nowa Kaledonia, wyspy Wallis i Futuna, Zielony Przylądek, Komory oraz państwa ze strefy franka CFA¹ – powiązało swoje waluty z euro za oficjalną zgodą Wspólnoty Europejskiej.

Prezentowany artykuł omawia istniejące ustalenia strefy euro w sprawie reżimu pieniężnego i kursowego². Najpierw pokrótce przedstawia uzasadnienie dla podejmowania takich ustaleń oraz ich podstawy prawne, a następnie opisuje w skrócie poszczególne rozwiązania w zakresie oficjalnego stosowania wspólnej waluty poza Wspólnotą lub wykorzystania jej do usztywnienia kursu innej waluty krajowej. Omówiono także możliwe przyszłe ustalenia monetarne i kursowe dotyczące strefy euro.

I WSTĘP

Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską (zwany dalej Traktatem) wprost zezwala na zawieranie umów monetarnych i kursowych z krajami trzecimi i organizacjami międzynarodowymi. Art. 111 Traktatu wymienia trzy rodzaje rozwiązań. Po pierwsze, zgodnie z art. 111 ust. 1 Traktatu, Wspólnota może – pod pewnymi warunkami i zgodnie z określoną procedurą – zawierać formalne umowy dotyczące systemów kursów walutowych, wiążące euro z walutami pozawspólnotowymi, wzorowane na systemie z Bretton Woods, w ramach którego kursy wymiany były stałe, ale z możliwością korekty. Po drugie, w przypadku braku systemu kursów walutowych, zgodnie z art. 111 ust. 2 Traktatu Wspólnota może „określić ogólne kierunki polityki kursów walutowych” strefy euro w stosunku do walut pozawspólnotowych. Po trzecie, jak stanowi art. 111 ust. 3 Traktatu, Wspólnota może zawierać umowy w sprawach monetarnych i kursowych z jednym lub większą liczbą krajów lub organizacji międzynarodowych. Zaangażowanie EBC we wszystkich dopuszczalnych rodzajach działań Wspólnoty gwarantuje art. 111 Traktatu.

Zakres umów kursowych, których dotyczy art. 111 ust. 3 Traktatu obejmuje – na zasadzie wyłączenia – wszystkie przypadki nieujęte w ust. 1 i 2 przytoczonego artykułu. Należy przy tym wyjaśnić, że wspólnotowy mechanizm kursowy (ERM II) nie mieści się w żadnej z opcji wymienionych w art. 111 Traktatu. Mechanizm ten dotyczy relacji kursowych między euro i innymi walutami wspólnotowymi; nie wchodzi do niego waluty pozawspólnotowe, które z kolei są wyłącznym przedmiotem art. 111 Traktatu.

Dotychczas Wspólnota stosowała jedynie ustalenia trzeciego rodzaju³, czyli takie, o jakich mówi art. 111 ust. 3 Traktatu⁴. Niniejszy artykuł omawia ustalenia monetarne i kursowe zawarte

¹ Skrót CFA oznacza Communauté Financière Africaine.

² Prezentowany artykuł nie zajmuje się przypadkami „jednostronnej oficjalnej euroizacji”, gdy decyzja o nadaniu euro – lub jednej z walut zastąpionych przez euro w 1999 roku – statusu prawnego środka płatniczego była podejmowana bez udziału Unii Europejskiej. Jednostronna oficjalna euroizacja miała miejsce dwukrotnie – w Czarnogórze i Kosowie.

³ Termin „ustalenia” jest użyty w artykule na określenie zarówno umów dwustronnych, jak i jednostronnych decyzji Rady.

⁴ Formalnie ustalenia monetarne i kursowe dotyczące euro są zawierane lub dokonywane przez Wspólnotę Europejską. Jednak wszelkie decyzje w tej sprawie podejmują wyłącznie te państwa członkowskie, które wprowadziły euro. Dlatego też przedstawione ustalenia określane są jako ustalenia strefy euro.

zgodnie z przytoczonym przepisem. W części 2 krótko przypomniano uzasadnienie dla przyjmowania ustaleń monetarnych i kursowych. Część 3 przedstawia wspólnotowe podstawy prawne takich ustaleń. Bardziej szczegółowe omówienie różnych istniejących rozwiązań zawiera część 4, w której omówiono także możliwe przyszłe ustalenia monetarne i kursowe dotyczące strefy euro.

2 UZASADNIENIE PRZYJMOWANIA USTALEŃ Z WYBRANYMI KRAJAMI I TERYTORIAMI TRZECIMI W SPRAWIE REŻIMU PIENIĘŻNEGO I KURSOWEGO

Wszystkie kraje i terytoria będące obecnie stroną ustaleń w sprawie reżimu pieniężnego ze Wspólnotą Europejską miały jeden i ten sam powód, by wprowadzić euro – ich prawnym środkiem płatniczym była jedna z walut zastąpionych przez euro⁵. Walutą urzędową Monako, Majotty oraz Saint Pierre i Miquelon był frank francuski, a San Marino i Watykanu – lir włoski. Najprostszym rozwiązaniem po zniesieniu tych walut krajowych było ich zastąpienie nową walutą – euro; pozwoliło to na utrzymanie ciągłości więzów między krajami i terytoriami trzecimi a Wspólnotą Europejską.

Fakt używania dawnych walut narodowych przez te kraje i terytoria ma oczywiście szersze tło. Wspólnym elementem są tradycyjne bliskie więzi gospodarcze i polityczne pomiędzy tymi krajami czy terytoriami a danym państwem członkowskim. W przypadku Monako, San Marino i Watykanu głównym czynnikiem rozwoju takich więzi było położenie geograficzne oraz wielkość kraju.

Wspólną istotną i namacalną korzyścią wprowadzenia euro na mocy porozumienia ze Wspólnotą Europejską była eliminacja kosztów transakcyjnych związanych z wymianą walut. Korzyść ta jest większa w przypadku małych

otwartych gospodarek, gdzie rezydenci większość transakcji zawierają z nierezydentami. Pozostałe korzyści wprowadzenia waluty innego kraju – często wymieniane w literaturze przedmiotu – obejmują większą stabilność makroekonomiczną, niższe premie za ryzyko dla kredytobiorców, rozwój krajowego sektora finansowego oraz międzynarodową integrację gospodarczą i finansową.

Głównym powodem zawarcia ustaleń kursowych omawianych w tym artykule było utrzymanie istniejących relacji. Na poziomie bardziej ogólnym uważa się, że korzyści z usztywnienia kursu walutowego dla kraju wprowadzającego takie rozwiązanie związane są ze stabilnością gospodarczą. W opisywanych przypadkach na stabilność wpływa nie tyle samo usztywnienie kursu, co znaczne transfery finansowe dokonywane przez kraj-gwaranta, jakich kraj-beneficjent potrzebuje do sfinansowania deficytu w rachunku obrotów bieżących. Ponadto stabilny kurs sprzyja zwykle integracji gospodarczej i finansowej z danym krajem członkowskim czy wspólnym obszarem walutowym.

Wprowadzenie euro w krajach i terytoriach trzecich oraz gwarantowane usztywnienie kursów może być pod wieloma względami korzystne także dla samej strefy euro. Wprowadzenie euro poza Wspólnotą prowadzi do wzrostu dochodów z tytułu renty menniczej. W omawianych przypadkach dochody te jednak są dość niskie z uwagi na niewielkie rozmiary gospodarek oraz na fakt, że Monako, San Marino i Watykan mają prawo do emisji pewnej ilości własnych monet euro (zob. niżej). Ponadto umowy z krajami trzecimi mogą być także podstawą współpracy w dziedzinach zainteresowania strefy euro, takich jak zwalczanie fałszerstw, pranie brudnych pieniędzy, unikanie opodatkowania czy nadzór i regulacje bankowe. Wreszcie wprowadzenie euro w krajach i terytoriach trzecich może być dla Wspólnoty drogą do potwierdzenia i dalszego umacniania więzi gospodarczych, finansowych i historycznych z tymi obszarami.

Ustalenia monetarne i finansowe uzasadnia się potencjalnymi korzyściami, ale należy podkreślić,

⁵ W artykule waluty państw członkowskich, które zostały zastąpione przez euro, określa się niekiedy jako „waluty wycofane”.

że wiąże się też z nimi pewne ryzyko. Trzeba na przykład wspomnieć o kosztach związanych z zobowiązaniem krajów trzecich do zapewnienia przestrzegania odpowiednich przepisów unijnych. Również rezygnacja z możliwości dostosowywania kursu walutowego może być postrzegana jako koszt przez kraj trzeci, który wprowadził euro⁶.

3 RAMY PRAWNE

Jak wyjaśniono powyżej, zastosowanie art. 111 ust. 1 i 2 Traktatu dotyczących, odpowiednio, systemu kursów walutowych oraz ogólnego kierunku polityki kursowej strefy euro jest dość jednoznaczne. Nie można tego samego jednak powiedzieć o ust. 3 tego artykułu, zwłaszcza w odniesieniu do zawierania umów „w sprawach odnoszących się do reżimu pieniężnego”. Pojawia się w związku z tym podstawowe pytanie, czy Traktat daje podstawę prawną do zawierania takich umów. Traktat przewiduje wprowadzenie wspólnej waluty w granicach Wspólnoty, ale nie wspomina o jej wprowadzeniu poza Wspólnotą. Tymczasem osiągnięto konsensus w sprawie rozciągnięcia interpretacji wyrażenia „umowy w sprawach odnoszących się do reżimu pieniężnego” (art. 111 ust. 3) na obszar poza granicami Wspólnoty. Obecnie przyjmuje się powszechnie, że art. 111 ust. 3 odnosi się także do wprowadzania euro poza granicami Wspólnoty. Dotychczas przepis ten przywołano jedynie przy zawieraniu umów monetarnych z krajami, gdzie używano walut narodowych zastąpionych następnie przez euro.

Niezależnie od powyższego (co świadczy o początkowych wątpliwościach co do właściwej podstawy prawnej) euro wprowadzono we francuskich terytoriach zamorskich (Majotta oraz Saint Pierre i Miquelon) jednocześnie z wprowadzeniem we Wspólnocie, tj. 1 stycznia 1999 r. na mocy art. 123 ust. 4, który zezwala Radzie

na podejmowanie działań w celu „szybkiego wprowadzenia [...] jednej waluty”⁷.

Zakres umów monetarnych z krajami i terytoriami trzecimi może znacznie wykraczać poza samo stosowanie euro jako oficjalnej waluty. Umowy monetarne obejmują szereg pokrewnych zagadnień, takich jak zwalczanie fałszerstw i kwestie będące w kompetencji Eurosystemu, np. operacje polityki pieniężnej, systemy płatnicze czy banknoty.

Natomiast zakres ustaleń dotyczących kursów walutowych według art. 111 ust. 3 można najlepiej opisać na zasadzie wyłączenia, jak wyjaśniono powyżej. W związku z tym można przyjąć, że zakres ten obejmuje wszystkie kwestie nie ujęte w ust. 1 i 2 przedmiotowego artykułu. Do tej pory najistotniejsze w tej dziedzinie były ustalenia dotyczące sztywnego powiązania kursów walutowych z euro.

Procedura zawierania ustaleń monetarnych i kursowych określona w art. 111 ust. 3 Traktatu przewiduje udział Rady, Komisji i EBC. Procedurę można podzielić na trzy etapy. Na początku Rada – na podstawie rekomendacji Komisji Europejskiej i po konsultacji z EBC – decyduje o zasadach negocjacji i zawarcia umów. Drugi etap obejmuje negocjacje i kończy się sporządzeniem wstępnej wersji umowy obejmującej wszystkie istotne zagadnienia. Oprócz Komisji Europejskiej, która z mocy prawa musi uczestniczyć w negocjacjach, bierze w nich udział EBC. W końcu Rada zawiera umowę (na mocy której Rada może upoważnić państwo członkowskie do występowania w swoim imieniu).

Odchodząc od procedury dotyczącej zawierania dwustronnych umów monetarnych i kursowych, art. 111 ust. 3 Traktatu dopuszcza także jednostronne podejmowanie przez Radę decyzji w sprawie relacji monetarnych i kursowych pomiędzy strefą euro i krajami trzecimi. Przed podjęciem takich decyzji Rada także zasięga opinii EBC.

⁶ Potencjalne koszty i ryzyko związane z ustaleniami monetarnymi i kursowymi są omówione w następujących artykułach w Biuletynie Miesięcznym (dostępnych jedynie po angielsku): „Exchange rate regimes for emerging market economies” (luty 2003) oraz „The international role of the euro: main developments since the inception of Stage Three of Economic and Monetary Union” (listopad 2003).

⁷ Decyzja Rady 1999/95/EC z dnia 31 grudnia 1998 r. w sprawie ustaleń monetarnych z Saint Pierre i Miquelon oraz Mayotta; Dz.U. L 30, 4.2.1999, str. 29.

4 ISTNIEJĄCE USTALENIA MONETARNE I KURSOWE

Poniżej przedstawiono ustalenia monetarne i kursowe zawarte przez Wspólnotę Europejską. Najpierw omówione zostały umowy zawarte z Monako, San Marino i Watykanem jako niezależnymi państwami europejskimi, dotyczące zastąpienia ich walut przez euro. Wspomniano także o negocjacjach prowadzonych z Andorą. Następnie omówiono ustalenia w sprawie wprowadzenia euro we francuskich terytoriach zamorskich Majotta oraz Saint Pierre i Miquelon, które są częścią Francji, ale nie Wspólnoty Europejskiej. Wyjaśniono także zasady stosowania euro we francuskich departamentach zamorskich stanowiących integralną część strefy euro. W części trzeciej przedstawione zostały istniejące sztywne powiązania kursu walutowe pomiędzy euro a escudo Zielonego Przylądka, frankiem CFA i frankiem komoryjskim. Sztywne powiązanie pomiędzy euro a frankiem CFP⁸, walutą obowiązującą w Polinezji Francuskiej, Nowej Kaledonii oraz na Wyspach Wallis i Futuna jest z uwagi na specjalną podstawę prawną omówione osobno w części 4. Część piąta omawia potencjalne przyszłe ustalenia monetarne i kursowe na wypadek przystąpienia do strefy euro Danii i Wielkiej Brytanii. Dotyczyłyby one Grenlandii i Wysp Owczych – autonomicznych obszarów w ramach Królestwa Danii, oraz Wysp Normandzkich (Jersey i Guernsey), wyspy Man, Gibraltaru, Falklandów oraz Świętej Heleny i Dependencji, utrzymujących specjalne relacje z Wielką Brytanią.

4.1 UMOWY MONETARNE Z MONAKO, SAN MARINO I WATYKANEM ORAZ NEGOCJACJE Z ANDORĄ

Po wprowadzeniu euro w 1999 r. Wspólnota Europejska rozpoczęła renegocjowanie istniejących wówczas porozumień z Monako, San Marino i Watykanem. Do końca 2001 r. frank francuski pozostawał walutą Monako na podstawie umowy monetarnej z Francją, natomiast w San Marino i Watykanie oficjalną

Tabela 1 Maksymalna ilość monet euro, jaką obecnie mogą emitować Monako, San Marino i Watykan

Monako	San Marino	Watykan
1/500 ilości monet wybitych w danym roku przez Francję	1.944.000 EUR	1.000.000 EUR plus 300.000 EUR w roku: – sediswakancji, – jubileuszowym, – ekumenicznym.

walutą był lir włoski na podstawie umowy z Włochami. W Deklaracji nr 6 stanowiącej aneks do Traktatu Wspólnota zobowiązała się do renegocjacji tych umów w związku z wprowadzeniem euro. W imieniu Wspólnoty negocjacje z Monako prowadziła Francja, a z San Marino i Watykanem – Włochy. EBC uczestniczył w negocjacjach w sprawach podlegających jego kompetencji. Pod koniec 2000 r. zawarto umowy z San Marino i Watykanem, a w 2001 r. – tuż przed wprowadzeniem banknotów i monet euro – z Monako⁹. Umowy te są do siebie bardzo zbliżone.

Po pierwsze zezwalają trzem wymienionym krajom na stosowanie euro jako oficjalnej waluty, zobowiązując je przy tym do nadania banknotom i monetom euro statusu prawnego środka płatniczego z dniem 1 stycznia 2002 r. Po drugie krajom tym nie wolno emitować banknotów, mogą natomiast emitować co roku określoną liczbę monet euro. W przypadku San Marino i Watykanu ilość wybijanych monet podawana jest w wartości bezwzględnej, natomiast dla Monako określa się ją jako procent

⁹ Umowa monetarna pomiędzy Republiką Włoską, występującą w imieniu Wspólnoty Europejskiej, oraz Republiką San Marino (2001/C 209/01 z dnia 27.7.2001 r., podpisana 29.11.2000 r.); umowa monetarna pomiędzy Republiką Włoską, występującą w imieniu Wspólnoty Europejskiej, oraz Stolicą Apostolską występującą w imieniu Państwa Watykańskiego (2001/C 299/01 z dnia 25.10.2001 r., podpisana 29.12.2000 r.); Decyzja Rady z dnia 7 października 2003 r. w sprawie przyjęcia poprawek do art. 3 i art. 7 Konwencji Monetarniej pomiędzy Republiką Włoską, występującą w imieniu Wspólnoty Europejskiej, a Państwem Watykańskim, reprezentowanym przez Stolicę Apostolską, upoważniająca Republikę Włoską do wprowadzenia w życie tych poprawek (2003/738/EC); Umowa Monetarna pomiędzy Rządem Republiki Francuskiej, występującym w imieniu Wspólnoty Europejskiej, i Rządem Najjaśniejszego Księcia Monako (2001/L 142/59 z dnia 31.05.2002 r., podpisana 24./26.12.2001 r.).

⁸ Skrót CFP oznacza Change Franc Pacifique.

Narodowe strony monet 1 euro emitowanych przez Monako, San Marino i Watykan



ilości monet wybitych w tym samym roku we Francji. Nakład emisji monet dla San Marino i Watykanu okresowo koryguje się zgodnie z włoskim wskaźnikiem cen konsumpcyjnych. Umowa z Monako nie przewiduje takich korekt. W tabeli 1 przedstawiono ilość monet euro, jaką trzy omawiane kraje mogą rocznie emitować. Przyczyny różnic w metodzie określania rocznej wielkości emisji są historyczne: poprzednia dwustronna umowa z Włochami również podawała wielkości bezwzględne, natomiast umowa między Francją a Monako odwoływała się do współczynnika nakładu monet.

Monety euro bite przez te trzy kraje muszą być identyczne z monetami emitowanymi przez państwa strefy euro pod względem wartości nominalnej, statusu prawnego środka płatniczego, właściwości technicznych, szaty graficznej strony wspólnej oraz standardowych elementów szaty graficznej stron narodowych. Powyżej przedstawiono strony narodowe obiegowych monet 1 euro.

Monako, San Marino i Watykan mogą bić monety obiegowe, kolekcjonerskie i okolicznościowe. Monety obiegowe emituje się w uzgodnionych nominałach (1, 2, 5, 10, 20 i 50 centów oraz 1 i 2 euro); są one prawnym środkiem płatniczym we wszystkich krajach, których walutą jest euro. Monety kolekcjonerskie emituje się przy okazji świąt narodowych w innych nominałach niż monety obiegowe. Te monety są prawnym środkiem płatniczym jedynie w kraju emisji. I wreszcie, podobnie jak wszystkie państwa strefy euro, kraje te mogą bić okolicznościowe monety obiegowe o nominale 2 euro, upamiętniające zdarzenia wagi historycznej. Podobnie jak zwykle monety obiegowe są one prawnym

środkiem płatniczym w całej strefie euro. Ogólna wartość nominalna monet obiegowych, kolekcjonerskich i okolicznościowych emitowanych przez Monako, San Marino i Watykan nie może przekroczyć wyznaczonych limitów rocznych. San Marino może nadal emitować złote monety o nazwie „scudi” bez wpływu na dopuszczalną wielkość emisji monet euro¹⁰. Monety scudi nie są prawnym środkiem płatniczym nigdzie poza San Marino. Watykan może emitować monety kolekcjonerskie w walucie innej niż euro, ale również te monety nie są prawnym środkiem płatniczym we Wspólnocie Europejskiej.

Biciem monet euro Monako, San Marino i Watykanu zajmują się odpowiednie instytucje francuskie i włoskie¹¹. Trzy wymienione kraje ponoszą koszty emisji, ale jednocześnie do ich budżetów wpływają wszystkie przychody z tego tytułu.

Po trzecie, aby podkreślić współodpowiedzialność za banknoty i monety euro uzgodniono, że Monako, San Marino i Watykan będą ściśle współpracować ze Wspólnotą Europejską w zwalczaniu fałszerstw banknotów i monet euro oraz będą zatrzymywać i karać osoby prowadzące taką działalność na ich terytorium.

W przypadku Monako uzgodniono, że miejscowe instytucje kredytowe będą mieć dostęp do systemów płatniczych strefy euro oraz operacji polityki pieniężnej Eurosystemu. Zasada ta opiera się na ustaleniach monetarnych między Francją i Monako obowiązujących do końca 2001 r., na mocy których wszystkie instytucje kredytowe z siedzibą w Monako były praktycznie traktowane tak samo jak instytucje kredytowe mające siedzibę we Francji. Podlegały one nadzorowi właściwych organów francuskich, miały dostęp do operacji polityki pieniężnej Banque de France na takich samych zasadach jak banki francuskie i podlegały tym samym wymogom dotyczącym rezerwy obowiązkowej i sprawozdawczości statystycznej. Francuskie statystyki

¹⁰ Po raz pierwszy złote monety denominowane w „scudi” (l. poj. „scudo”) zostały wyemitowane w San Marino w 1974 r.

¹¹ We Francji monety euro bite są w Hôtel de la Monnaie de Paris, a we Włoszech przez Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.

ARTYKUŁY

Ustalenia w sprawie reżimu pieniężnego i kursowego pomiędzy strefą euro a wybranymi krajami i terytoriami trzecimi

pieniężne, bankowe i bilansu płatniczego obejmowały dane monakijskie. Instytucje kredytowe z siedzibą w Monako uczestniczyły we francuskich systemach płatniczych na tych samym zasadach co banki francuskie. Zgodnie z umową monetarną zawartą w końcu 2001 r. między Wspólnotą Europejską i Monako ten stan rzeczy miał nadal obowiązywać po wprowadzeniu wspólnej waluty. Umowa stanowi, że monakijskie instytucje kredytowe mają dostęp do systemów rozrachunków międzybankowych oraz systemów rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej na takich samych warunkach jak instytucje kredytowe z Francji, oraz że będą je obowiązywać te same co banki francuskie środki stosowane przez Banque de France do realizacji przepisów EBC w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej. Aby ułatwić kontynuację tych ustaleń po wprowadzeniu euro, umowa z Monako określa warunki, na jakich monakijskie instytucje kredytowe mogą korzystać z systemów płatniczych strefy euro i z operacji polityki pieniężnej Eurosystemu. Zgodnie z tymi warunkami banki monakijskie mają podlegać nadzorowi właściwych organów francuskich, a przepisy unijne dotyczące wspólnej waluty – w tym akty prawne EBC – mają także zastosowanie do Monako. Postanawiając o objęciu Monako unijnymi przepisami regulującymi działalność instytucji kredytowych Wspólnota Europejska pragnie zapewnić równe warunki konkurencji w sektorze finansowym.

Umowy z San Marino i Watykanem również przewidują możliwość dostępu instytucji kredytowych działających w tych krajach do systemów płatniczych strefy euro w przyszłości, ale dotychczas dostępu tego nie ustanowiono.

Aby ułatwić realizację umowy monetarnej między Wspólnotą Europejską i Monako ustanowiono wspólny komitet, w którego skład weszli przedstawiciele Monako, Francji, Komisji Europejskiej i EBC. Posiedzenia komitetu odbywają się z reguły raz w roku.

Od początku 2002 r. euro jest także stosowane w Andorze. Jednak w przeciwieństwo do Monako, San Marino i Watykanu nie odbywa się

to na mocy umowy monetarnej ze Wspólnotą Europejską. Andora, gdzie do końca 2001 r. w użyciu były franki francuskie i pesety hiszpańskie, jednostronnie nadała status prawnego środka płatniczego banknotom i monetom euro z dniem 1 stycznia 2002 r.¹² W 2003 r. Andora wystąpiła z formalnym wnioskiem do Wspólnoty Europejskiej o zawarcie umowy monetarnej. W 2004 r. wspólnota zdecydowała o rozpoczęciu negocjacji, które obecnie jeszcze trwają.

4.2 EURO JAKO WALUTA MAJOTTY, SAINT PIERRE I MIQUELON ORAZ FRANCUSKICH DEPARTAMENTÓW ZAMORSKICH

Cztery państwa członkowskie UE (Dania, Francja, Holandia i Wielka Brytania) utrzymują specjalne relacje krajami i terytoriami zamorskimi, będącymi bez wyjątku częścią odpowiedniego państwa członkowskiego i w związku z tym niesuwerennymi¹³. Kraje i terytoria zamorskie nie należą do Wspólnoty, ale są z nią w specjalny sposób stowarzyszone. Istotą tego stowarzyszenia określa część czwarta Traktatu; jest nią „promowanie rozwoju gospodarczego i społecznego krajów i terytoriów oraz ustanowienie ścisłych stosunków gospodarczych między nimi i Wspólnotą jako całością”. Załącznik 1 przedstawia pełny wykaz reżimów pieniężnych i kursowych w 21 krajach i terytoriach zamorskich stowarzyszonych ze Wspólnotą.

Z tych 21 krajów i terytoriów siedem należy do państw strefy euro, w tym pięć do Francji (Polinezja Francuska, Majotta, Nowa Kaledonia, Saint Pierre i Miquelon oraz Wyspy Wallis i Futuna), a dwa (Aruba i Antyle Holenderskie) do Holandii¹⁴.

Do 1998 r. pięć z tych siedmiu krajów i terytoriów miało własną walutę; oficjalną walutą Majotty oraz Saint Pierre i Miquelon był

¹² Ustawę w sprawie jednostronnego przyjęcia euro przez Andorę przyjęto 11 października 2000 r.

¹³ Kraje i terytoria zamorskie nie są wprawdzie niepodległe, ale większość z nich cieszy się pewną autonomią.

¹⁴ Holandia (Królestwo Niderlandów) obejmuje Arubę, Antyle Holenderskie oraz Niderlandy.

frank francuski. Ponieważ żadne z tych dwóch terytoriów nie należy do Wspólnoty Europejskiej (czyli euro nie zastąpiło automatycznie franka z dniem 1 stycznia 1999 r.), uzgodniono specjalne rozwiązanie. 31 grudnia 1998 r. Rada UE postanowiła, że euro zastąpi franka francuskiego jako oficjalna waluta Majotty oraz Saint Pierre i Miquelon z dniem 1 stycznia 1999 r., a Francja nada banknotom i monetom euro status prawnego środka płatniczego na tych terytoriach z dniem 1 stycznia 2002 r. Majotta oraz Saint Pierre i Miquelon (w przeciwieństwie do Monako, San Marino i Watykanu) nie mają prawa emitować własnych monet euro.

Decyzja Rady rozstrzygnęła jeszcze dwie pokrewne kwestie. Do końca 1998 r. banki działające na Saint Pierre i Miquelon miały dostęp do refinansowania przez Institut d'Emission des Départements d'Outre-Mer (IEDOM), francuską instytucję publiczną niezależną finansowo i mającą osobowość prawną. Władze francuskie planowały, że IEDOM będzie nadal pełnić tę funkcję od 1 stycznia 1999 r. zarówno na Majotcie, jak i Saint Pierre i Miquelon, tym samym zapewniając działającym tam bankom dostęp do operacji refinansujących. Zadaniem IEDOM miało być także wprowadzenie banknotów i monet euro do obiegu na tych terytoriach. Jednak z uwagi na fakt, że IEDOM nie ma statusu krajowego banku centralnego strefy euro, zwłaszcza pod względem niezależności, uznano, że powierzenie tej instytucji pełnienia zadań Eurosystemu we francuskich terytoriach zamorskich byłoby niezgodne z Traktatem oraz ze Statutem ESBC. W związku z tym w decyzji z 31 grudnia 1998 r. Rada odnotowała, że Francja zreformuje status i funkcję IEDOM dla zapewnienia zgodności z Traktatem; cel ten osiągnięto przez nadanie IEDOM statusu agencji Banque de France.

Kolejnym problemem była możliwość rozciągnięcia na Majottę i Saint Pierre i Miquelon unijnych aktów prawnych dotyczących wspólnej waluty pomimo tego, że terytoria te nie należą do Wspólnoty Europejskiej. By problem ten rozwiązać, Rada wydała decyzję zobowiązującą Francję do stosowania na obu terytoriach

odpowiednich części prawa wspólnotowego.

Specjalnych relacji z francuskimi terytoriami Majotta i Saint Pierre i Miquelon nie należy mylić ze statusem departamentów, jakim cieszą się Gujana Francuska, Martynika, Gwadelupa i Réunion. Departamenty te są integralną częścią Francji i Wspólnoty Europejskiej, dzięki czemu wspólną walutę wprowadzono tam jednocześnie i na tych samych warunkach, co we Francji metropolitalnej.

4.3 USZTYWNIENIE KURSU ESCUDO ZIELONEGO PRZYŁĄDKA, FRANKA CFA I FRANKA KOMORYJSKIEGO WOBEC EURO

Wraz z powstaniem UGW Wspólnota przejęła nie tylko kompetencje w dziedzinie polityki pieniężnej, ale także polityki kursowej. W rezultacie państwa strefy euro nie mogą już zawierać umów kursowych z krajami trzecimi. Z przeniesienia kompetencji wynika także, że kontynuacja umów kursowych zawartych przez 1999 r. wymaga zgody Wspólnoty.

W 1998 r. Francja i Portugalia wystąpiły o przedłużenie istniejących umów kursowych. W przypadku Francji chodziło o trzy umowy. Umowa z zachodnioafrykańską wspólnotą gospodarczą i walutową (Benin, Burkina Faso, Gwinea Bissau, Wybrzeże Kości Słoniowej, Mali, Niger, Senegal i Togo) i umowa ze środkowoafrykańską wspólnotą gospodarczą i walutową (Kamerun, Republika Środkowoafrykańska, Czad, Kongo, Gwinea Równikowa i Gabon) dotyczą walut o tej samej nazwie – frank CFA. Trzecia umowa została zawarta między Francją i Komorami. Wszystkie trzy umowy dotyczyły zapewnienia wymienialności franka CFA i franka komoryjskiego na franki francuskie po sztywnym kursie. Portugalia zawarła umowę kursową z Zielonym Przylądkiem w celu umożliwienia wymienialności escudo Zielonego Przylądka na escudo portugalskie po sztywnym kursie. Dla zapewnienia wymienialności franka CFA i franka komoryjskiego na franka francuskiego oraz escudo Zielonego Przylądka na escudo portugalskie, zarówno Fran-

ARTYKUŁY

Ustalenia
w sprawie reżimu
pieniężnego
i kursowego
pomiędzy strefą
euro a wybranymi
krajami
i terytoriami
trzecimi

cja jak i Portugalia zapewniły ograniczoną linię kredytową na pokrycie ewentualnego niedoboru dewiz potrzebnych do sfinansowania wymiany waluty krajowej na walutę referencyjną.

Wniosek o przedłużenie tych umów kursowych oraz zastąpienie powiązania z dwiema wycofanymi walutami powiązaniem z euro został przyjęty przez Radę Unii Europejskiej. W rezultacie z dniem 1 stycznia 1999 r. frank CFA, frank komoryjski i escudo Zielonego Przylądka zostały powiązane z euro¹⁵. Jednak w decyzjach z dnia 13 listopada 1998 r. (w sprawie franka CFA i franka komoryjskiego) oraz z dnia 21 grudnia 1998 r. (w sprawie escudo Zielonego Przylądka) Rada wyraźnie stwierdziła, że pomimo zezwolenia na powiązanie tych trzech walut z euro ani Wspólnota, ani EBC, ani żadna część Eurosystemu nie staje się stroną tych umów. W szczególności decyzje Rady wykluczają powstanie wskutek powiązania kursów walut jakichkolwiek zobowiązań finansowych i niefinansowych ze strony Unii Europejskiej i Eurosystemu, zwłaszcza zaś obowiązku interwencji walutowej przez EBC lub Eurosystem. Wszystkie zobowiązania w ramach tych umów dwustronnych ponoszą Francja i Portugalia, finansując je z własnych budżetów. Dlatego też Francja i Portugalia zapewniły, że potencjalne konsekwencje finansowe udzielenia gwarancji nie będą znaczące.

Wprawdzie wszystkie koszty związane z powyższymi umowami kursowymi ponoszą Francja i Portugalia, ale nowelizacja umów wymaga zgody Wspólnoty. Dlatego planowane zmiany charakteru lub zakresu umów należy najpierw przedstawić Komisji, EBC oraz Komitetowi Ekonomiczno-Finansowemu, w ramach przygotowania do procedury określonej w art. 111 ust. 3 Traktatu (zob. część dotycząca ram prawnych). Dodatkowo, gdyby strony chciały zmienić parytet pomiędzy euro i jedną lub więcej spośród walut trzecich, musiałyby powiadomić o tym Komitet Ekonomiczno-Finansowy.

4.4 SZTYWNY KURS FRANKA CFP DO EURO

Oprócz umów opisanych w poprzedniej części ustanowiono także sztywny kurs pomiędzy euro i frankiem CFP, walutą stosowaną w Polinezji Francuskiej, Nowej Kaledonii i na Wyspach Wallis i Futuna. Terytoria te, będące częścią Francji, ale nie należące do Wspólnoty¹⁶, wcześniej wiązały swoją walutę z frankiem francuskim.

Zmiana sztywnego kursu wobec wycofanych walut na sztywny kurs wobec euro¹⁷ z dniem 1 stycznia 1999 r. nie wymagała decyzji Rady, inaczej niż w przypadku escudo Zielonego Przylądka, franka CFA i franka komoryjskiego, gdyż zmiana ta została wcześniej ustalona w załączonym do Traktatu Protokole w sprawie Francji. Protokół ten stanowi, że „Francja zachowuje swój przywilej emisji pieniądza na swoich terytoriach zamorskich na warunkach określonych jej prawem krajowym i posiada wyłączne prawo określenia parytetu franka CFP”. Wynika stąd, że Francja może zmieniać parytet franka CFP wobec euro bez konieczności odwoływania się do jakiegokolwiek instytucji wspólnotowej.

Emisję banknotów i monet franka CFP powierzone Institution d’Emission d’Outre-Mer (IEOM), która podobnie jak IEDOM (zob. wyżej) jest instytucją publiczną Republiki Francuskiej z osobowością prawną i niezależną finansowo. Nie ma wprawdzie powiązań finansowych z Banque de France ani z inną częścią Eurosystemu, ale prezes banku centralnego jest członkiem władz IEOM jako przewodniczący rady nadzorczej.

4.5 MOŻLIWE PRZYSZŁE USTALENIA MONETARNE I KURSOWE

Wszystkie ustalenia monetarne i kursowe przyjęte przez Wspólnotę dotyczyły przypadków, gdy państwa członkowskie UE były stronami analogicznych umów dwustronnych przed wejściem

¹⁵ Sztywne kursy walutowe wynoszą odpowiednio: 1 EUR = 655,957 XAF; 1 EUR = 491,96775 KMF; 1 EUR = 110,265 CVE.

¹⁶ Terytoria te należą do grupy krajów i terytoriów zamorskich, które – jak wspomniano powyżej – mają status stowarzyszonych ze Wspólnotą.

¹⁷ Sztywny kurs walutowy wynosi 1 EUR = 119,332 XPF.

do strefy euro. Spośród państw członkowskich, które jeszcze nie przyjęły wspólnej waluty, jedynie Dania i Wielka Brytania są stroną ustaleń monetarnych i kursowych o podobnym charakterze. Gdyby więc kraje te weszły do strefy euro, konieczne byłoby zastosowanie podobnych rozwiązań. Poniżej przedstawiono pokrótce przedmiotowe relacje monetarne i kursowe, aby zobrazować, czego można się spodziewać w przyszłości. Chodzi tu o relacje między Grenlandią i Wyspami Owczymi a Danią oraz między Wyspą Man, Falklandami (Malwinami), Świętą Heleną i Dependencjami oraz Gibraltarem a Wielką Brytanią.

Zarówno Grenlandia, jak i Wyspy Owce są autonomicznymi regionami Królestwa Danii, nie będąc jednocześnie częścią Wspólnoty, chociaż Grenlandia ma status kraju lub terytorium zamorskiego stowarzyszonego ze Wspólnotą.

Prawnym środkiem płatniczym na Wyspach Owczych są banknoty korony Wysp Owczych oraz korona duńska¹⁸. Miejscowe banknoty są identyczne z duńskimi pod względem nominałów i rozmiarów, a kurs wymiany wynosi 1:1. Wyspy Owce nie biją własnej monety, więc w obiegu są jedynie monety korony duńskiej. Prawo emisji banknotów na Wyspach Owczych należy do premiera Danii, a wykonywane jest wspólnie z miejscowym rządem. Banknoty korony Wysp Owczych drukuje Danmarks Nationalbank. Banki na Wyspach Owczych mają dostęp do operacji polityki pieniężnej Danmarks Nationalbank na tych samych zasadach co banki duńskie i podobnie jak one podlegają duńskiemu nadzorowi bankowemu.

Relacje monetarne z Grenlandią są jeszcze bliższe, gdyż region ten jest integralną częścią obszaru walutowego Danii. Jedynym prawnym środkiem płatniczym na Grenlandii jest korona duńska; pod pozostałymi względami sytuacja jest taka sama, jak na Wyspach Owczych.

Zgodnie z załączonym do Traktatu Protokołem w sprawie Danii, ewentualne przyjęcie przez to państwo wspólnej waluty nie naruszy „prawa Na-

rodowego Banku Danii do wykonywania obowiązujących go zadań w tych częściach Królestwa Danii, które nie stanowią części Wspólnoty”.

Z kolei Wielka Brytania utrzymuje w Europie specjalne relacje monetarne z Wyspami Normandzkimi (Jersey i Guernsey), Wyspą Man i Gibraltarem, a poza Europą z Falklandami oraz Świętą Heleną i Dependencjami. Wyspy Normandzkie mają specjalny status Dependencji Korony Brytyjskiej, co oznacza, że nie są niezależne, ale należą do Korony. Nie są natomiast częścią ani Wielkiej Brytanii, ani Unii Europejskiej. Każda dependencja ma prawo do emisji własnej waluty i z prawa tego korzysta (emitując odpowiednio funta Jersey, funta Guernsey i funta manx). Prawnym środkiem płatniczym na każdej wyspie jest zarówno lokalna waluta, jak i funt brytyjski, wymienialne według parytetu.

Gibraltar cieszy się specjalnym statusem terytorium zamorskiego Wielkiej Brytanii, a jednocześnie części Unii Europejskiej¹⁹. Jednak pewne przepisy wspólnotowe nie stosują się do Gibraltaru. Prawnym środkiem płatniczym są funt szterling i funt gibraltarski emitowany przez miejscowe władze; waluty są wymienialne według parytetu.

Falklandy oraz Święta Helena i Dependencje mają status brytyjskich terytoriów zamorskich oraz krajów i terytoriów zamorskich stowarzyszonych z Wspólnotą. Emitują także własną walutę – funta falklandzkiego i funta Świętej Heleny. Miejscowy funt i funt szterling są prawnym środkiem płatniczym i są wymienialne po kursie 1: 1. Funt falklandzki i funt szterling są także prawnym środkiem płatniczym na Wyspach Południowa Georgia i Południowy Sandwich.

5 UWAGI KOŃCOWE

Utrzymywanie relacji monetarnych i kursowych nie jest samo w sobie celem Wspólnoty, ale – co wyjaśnia niniejszy artykuł – wynikiem

¹⁸ W przeciwieństwie do Grenlandii Wyspy Owce nie należą do grupy 21 krajów i terytoriów zamorskich stowarzyszonych ze Wspólnotą.

¹⁹ Gibraltar nie należy do grupy 21 krajów i terytoriów zamorskich stowarzyszonych ze Wspólnotą.

szczególnych okoliczności. Głównym celem wszystkich ustaleń jest zapewnienie ciągłości istniejących rozwiązań po wprowadzeniu euro, dla podtrzymania istniejących relacji. Nieliczne zawarte dotychczas ustalenia funkcjonują sprawnie i na razie nie stworzyły żadnych problemów dla prowadzenia polityki Unii Europejskiej, w tym zwłaszcza pieniężnej

i kursowej. Ustalenia kursowe pomagają krajom i terytoriom trzecim w rozwijaniu więzi gospodarczych z Wspólnotą (zwłaszcza w dziedzinie handlu) dzięki stabilnym kursom walutowym. Jest to jeszcze bardziej widoczne w przypadku krajów i terytoriów, z którymi Wspólnota zawarła umowy monetarne.

Załącznik I Reżim pieniężny i walutowy w krajach i terytoriach zamorskich stowarzyszonych ze Wspólnotą

Kraj lub terytorium zamorskie (państwo członkowskie)	Waluta	Reżim pieniężny i kursowy
1. Kraje i terytoria zamorskie, gdzie wprowadzono euro		
Majotta (FR)	euro	Obowiązuje system pieniężny i polityka pieniężna Eurosystemu
Saint Pierre i Miquelon (FR)		
2. Kraje i terytoria zamorskie, których waluta jest sztywno powiązana z euro		
Polinezja Francuska (FR)	Frank CFP (Change Franc Pacifique)	Parytet wobec euro gwarantowany przez francuski skarb państwa (1000 CFP = 8,38 EUR)
Nowa Kaledonia (FR)		
Wyspy Wallis i Futuna (FR)		
3. Kraje i terytoria zamorskie należące do unii walutowej z państwem członkowskim UE spoza strefy euro		
Grenlandia (DK)	Korona duńska	Grenlandia jest częścią obszaru walutowego Danii
4. Kraje i terytoria zamorskie, gdzie działa izba walutowa w powiązaniu z walutą państwa członkowskiego UE spoza strefy euro		
Falklandy (Malwiny) (UK)	Funt falklandzki (FKP) i funt szterling	Izba walutowa, sztywne powiązanie z funtem szterlingiem (FKP i SHP: GBP = 1:1)
Wyspy Południowa Georgia i Południowy Sandwich (UK)	Funt falklandzki (FKP) i funt szterling	
Święta Helena i Dependencje (UK)	Funt Świętej Heleny (SHP) i funt szterling	
5. Kraje i terytoria zamorskie, których waluta jest sztywno powiązana z dolarem amerykańskim		
Aruba (NL)	Gulden arubański	Jednostronnie powiązany z dolarem amerykańskim
Antyle Holenderskie (NL)	Gulden antylski	Jednostronnie powiązany z dolarem amerykańskim
Bermudy (UK)	Dolar bermudzki	Jednostronnie powiązany z dolarem amerykańskim
Wyspy Kajmany (UK)	Dolar kajmański	Izba walutowa, powiązany z dolarem amerykańskim
6. Kraje i terytoria zamorskie należące do unii walutowej z krajami trzecimi		
Anguilla (UK)	Dolar wschodniokaraibski	Część Wschodniokaraibskiej Unii Walutowej, opartej na systemie izby walutowej w powiązaniu z dolarem amerykańskim ¹⁾
Montserrat (UK)		
7. Kraje i terytoria zamorskie, które jednostronnie wprowadziły walutę nieeuropejską		
Wyspy Pitcairn (UK)	Dolar nowozelandzki	Jednostronna dolaryzacja (dolar nowozelandzki)
Wyspy Turks i Caicos (UK)	Dolar amerykański	Jednostronna dolaryzacja
Brytyjskie Wyspy Dziewicze (UK)		
8. Kraje i terytoria zamorskie bez własnej waluty		
Francuskie Terytoria Południowe i Antarktyczne (FR) ²⁾	brak waluty	-
Brytyjskie Terytorium Antarktyczne (UK)		
Brytyjskie Terytorium Oceanu Indyjskiego (UK)		

1) Do Wschodniokaraibskiej Unii Walutowej należą następujące kraje: Anguilla, Antigua i Barbuda, Dominika, Grenada, Montserrat, Saint Christopher i Nevis, Saint Lucia oraz Saint Vincent i Grenadyny.

2) Układ Antarktyczny tworzący ramy prawne zarządzania Antarktyką został podpisany 1 grudnia 1959 r. i wszedł w życie 23 czerwca 1961 r. Na koniec 2003 r. do układu należało 45 państw, w tym 28 tzw. doradczych i 17 bez prawa do udziału w konferencjach. Wśród członków doradczych jest siedem krajów roszcujących sobie prawo do części Antarktyki jako własnego terytorium: Argentyna, Australia, Chile, Francja, Nowa Zelandia, Norwegia i Wielka Brytania (źródło: CIA, The World Factbook). Roszczenia te nie są uznane w Układzie Antarktycznym.