



Euro w pigułce I

Nowa, wspólna waluta Unii Europejskiej, euro, zastąpi 1 stycznia jedenaście walut państwowych. Jej wprowadzenie będzie miało decydujący wpływ na przyszłość Unii Europejskiej. Może nawet spowodować zmianę międzynarodowego systemu walutowego.

Banknoty i monety w walutach państwowych będą w obiegu jeszcze przez najbliższe 3 lata. Dopiero w 2002 roku zobaczymy euro w gotówce. Jednak już od przyszłego roku banknot wyglądający jak dziesięciomarkowy będzie używany jako zastępca euro. Banki zaoferują konta w euro. Aż do 2002 roku ceny będą podawane w dwóch walutach.

Państwa wprowadzające euro zdecydowały się przekazać zarządzanie wspólną walutą jednej instytucji – Europejskiemu Bankowi Centralnemu (EBC), który oficjalnie rozpoczął działalność 1 czerwca. EBC jest niezależny od rządów poszczególnych państw, a statut założycielski zobowiązuje go do realizowania podstawowego celu, jakim jest utrzymywanie stabilności cen. Od stycznia EBC stanie na czele „Europejskiego systemu banków centralnych”. W jego zarządzie, który ustala politykę banku, zasiądą dyrektorzy centralnych banków narodowych.

Pod naciskiem Niemiec EBC zorganizowano na wzór niemieckiego Bundesbanku, najbardziej niezależnego i efektywnego banku centralnego w Europie. Jednak istnieją praktyczne ograniczenia niezależności każdej instytucji. Bundesbank działa w społeczeństwie, które akceptuje jego niechęć do inflacji i politycznej kontroli polityki pieniężnej. Natomiast poglądy na te kwestie są w Unii Europejskiej podzielone. Na przykład Francja uważa, że polityka pieniężna jest sprawą zarówno zarządu banku centralnego, jak i polityków.

Nowy rząd niemiecki prawdopodobnie przychylił się do takiej opinii. Wybrany przez Gerharda Schrödera minister finansów Oskar Lafontaine już dał do zrozumienia, że jest zwolennikiem większej kontroli politycznej nad polityką pieniężną i opowiedział się za niższymi stopami procentowymi w Europie.

Francuzi próbowali nawet upewnić się, że statut założycielski Europejskiej Unii Monetarniej będzie zawierał zobowiązanie do utrzymania zarówno wzrostu gospodarczego, jak i stabilności cen. Kiedy ustępujący niemiecki minister finansów Theo Waigel przedstawił projekt paktu stabilności, proponujący wprowadzenie automatycznych kar pieniężnych w celu zmuszenia członków euro do rozważenia finansowej, Francuzi nalegali, aby grzywny były ustalane dowolnie i aby nazwać to paktem stabilności i rozwoju, zdradzając w ten sposób z trudem wywalczony kompromis priorytetów niemieckich i francu-

skich. Francja dostrzega także dużą rolę „euro-11”, nieformalnej grupy ministrów finansów państw euro, która ma być polityczną przeciwwagą dla EBC. W maju '98 prezydent Jacques Chirac wytrwale walczył o to, by stanowisko przewodniczącego EBC piastował Francuz – Jean-Claude Trichet. Rozwścieczył tym pozostałe rządy, które optowały za kandydaturą Duńczyka – Wima Duisenberga. Inne kraje obawiały się, że apodyktyczna Francja może zawładnąć formującym się bankiem. W końcu kompromis został osiągnięty – Duisenberg otrzymał posadę, ale w połowie swojej ośmioletniej kadencji planuje ustąpić na rzecz kandydata francuskiego, prawdopodobnie Tricheta.

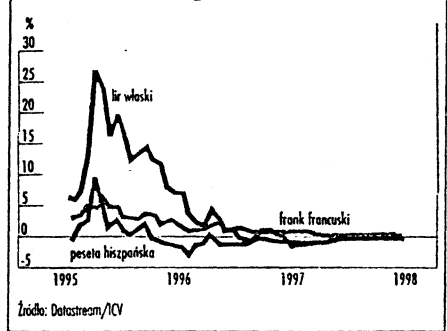
Od EMS do euro

Mimo napięć i problemów, przygotowania do wprowadzenia wspólnej waluty są szybkie. Projekt zaczął kształtować się w latach 1987-88 w dokumentach przygotowanych przez Edouarda Balladura, ówczesnego francuskiego ministra finansów, i Hansa-Dietricha Genschera, niemieckiego ministra spraw zagranicznych. Balladur twierdził, że próby powiązania kursów wymiany walut w ramach Europejskiego Systemu Walutowego (EMS) mają niepożądany skutek w postaci dominacji Niemiec w systemie. Uważał, że jedynym rozwiązaniem jest szybkie stworzenie wspólnej konstrukcji monetarnej Europy.

Genscher, ku zdziwieniu niektórych, mimo tradycyjnego przywiązania Niemiec do niezależnej polityki monetarnej, odparł, iż „europejski obszar walutowy i Europejski Bank Centralny” rzeczywiście mogłyby zapewnić rozwój, pod warunkiem jednak, że bank centralny zostanie utworzony zgodnie z wytycznymi Bundesbanku. Dowodziłoby to, że istnieje już polityczna zgoda między Francois Mitterrandem a Helmutem Kohlem na to, aby wspólna waluta europejska była ich wspólną spuścizną dla Europy.

W czasie spotkania na szczycie w Hanowerze, w czerwcu '88, głowy rządów krajów Unii Europejskiej zgodnie poprosiły

Odchylenie od kursu banku centralnego



Źródło: Datastream/ICV

przewodniczącego Komisji Europejskiej Jacquesa Delorsa o przygotowanie raportu o unii ekonomiczno-monetarnej. Rok później komitet Delorsa przedstawił propozycje wprowadzenia unii w trzech etapach. Pierwszy etap zakładał zgodny wysiłek w celu skoordynowania polityki walutowej poszczególnych państw. W etapie drugim kursy wymiany walut mających wejść do unii monetarnej nie byłyby ponownie wyrównane (oprócz „wyjątkowych okoliczności”), a Europejski Instytut Walutowy zostałby prekursorem Europejskiego Banku Centralnego. W etapie trzecim pojawiłaby się jednolita waluta pod nadzorem nowego banku centralnego.

Przywódcy europejscy postanowili rozpocząć pierwszy etap 1 stycznia '90, w dniu wcześniej wyznaczonym na termin zniesienia kontroli kapitałowej w Unii Europejskiej. Postanowili zorganizować konferencję międzyrządową w celu utworzenia traktatu zawierającego postanowienia potrzebne do wylansowania wspólnej waluty. Konferencja rozpoczęła się w grudniu '90, a zakończyła rok później w Maastricht. Zaowocowała traktatem, jednym z najbardziej ambitnych i spornych dokumentów w historii UE.

Źródłem różnicy zdań była Wielka Brytania. Margaret Thatcher utraciła funkcję premiera częściowo dlatego, iż tak zagorzale sprzeciwiała się głębszej integracji europejskiej. Jej następcą John Major pozostał niechętny wspólnej walucie europejskiej niezależnie od tego, jak miałby wyglądać projekt jej wprowadzenia. Jednak nie chciał, aby Wielka Brytania była wykluczona na zawsze, i zdawał sobie sprawę, że inne państwa są zdeterminowane, aby pójść naprzód.

Euro – plan wprowadzenia

Czerwiec 1989	Raport Delorsa na temat unii gospodarczej i walutowej
Lipiec 1990	Etap I, zniesienie kontroli kapitałowej
Grudzień 1991	Negocjacja Traktatu z Maastricht
Styczeń 1994	Etap II, stworzenie Europejskiego Instytutu Walutowego
Grudzień 1995	Wybranie nazwy dla wspólnej waluty – euro
Maj 1998	Wybranie członków euro, ustalenie kursów przeliczeniowych, założenie Europejskiego Banku Centralnego
Grudzień 1998	Ustalenie kursów przeliczeniowych euro
Styczeń 1999	Etap III, wprowadzenie euro
Styczeń 2002	Wprowadzenie do obiegu banknotów i monet euro
Lipiec 2002	Wycofanie banknotów i monet w walutach państwowych

► Tak więc w Maastricht negocjował dla Wielkiej Brytanii prawo niewchodzenia do systemu euro przy jego narodzinach oraz możliwość wejścia do niego później, jeśli będzie na to zdecydowana i przygotowana. Takie samo ustępstwo dotyczy Danii po tym, jak Duńczycy odrzucili Traktat z Maastricht w referendum z czerwca '92. Mimo to brytyjska opinia publiczna była zaniepokojona radykalną wymową traktatu, który obiecywał nie tylko unię walutową, ale i ściślejszą unię polityczną.

Ten dodatkowy element pojawił się po decyzji z ostatniej chwili, podjętej z inicjatywy Mitterranda i Kohla, aby konferencja międzyrządowa rozważała sprawy zarówno unii walutowej, jak i unii politycznej. To było zbyt dużo dla opinii publicznej w wielu krajach.

Dyskusje na temat tożsamości narodowej i europejskiej słyhać było wszędzie. We Francji, gdzie Traktat z Maastricht poddano pod referendum, przewaga głosów za była bardzo krucha – zaledwie 51 proc. Droga do ratyfikacji traktatu w innych krajach również była wyboista i kręta.

Awantura o Maastricht

Mimo wszystko Traktat z Maastricht został utrzymany, a jego idea wspólnej waluty była wystarczająco silna, aby przetrwać kilka trudnych momentów. Najgorszy był okres zamieszania w kursach walut w latach 1992-93. Fala spekulacji częściowo zaburzyła zdolność krajów Unii do utrzymania kursów walut w ramach Europejskiego Systemu Walutowego. EMS został wprowadzony w 1979 r. w celu ułatwienia stabilizacji kursów walut we Wspólnocie Europejskiej. Projekt etapu drugiego Delorsa wymagał, aby kursy walut w ramach EMS stopniowo usztywniały się, tworząc de facto unię walutową jako prekursora wspólnej waluty.

Jednakże we wrześniu '92 funt brytyjski i lir włoski wypadły z systemu. Sprawdziły się przewidywania spekulantów, że żaden z rządów nie będzie mógł sobie pozwolić na utrzymanie odpo-

Węże i drabiny

Dążenie do stabilności walutowej w Europie pochodzi z czasów XIX-wiecznej Łacińskiej Unii Walutowej obejmującej Francję, Belgię, Szwajcarię, Bułgarię i Grecję. W latach 1944-73 stabilność zapewniał system Bretton Woods, utrzymujący sztywne kursy walut. Kiedy system ten załamał się w 1970 r., Europejczycy opracowali nowy zwany węzłem. Kursy dla krajów członkowskich określono bardziej sztywno niż wymagał Bretton Woods. Do czasu wprowadzenia węzła w kwietniu '72, rosła inflacja uczyniła z niego łatwy cel dla spekulantów. Wielka Brytania ledwo zdążyła się przyłączyć, gdy została zmuszona do wypuszczenia swojej waluty na szerokie wody. Dania postąpiła podobnie. Wkrótce za nią Włochy. Francja opuściła system w 1974 r., wróciła i opuściła go znowu.

W 1976 r. w węzlu znalazły się Niemcy, Holandia, Belgia, Luksemburg i Dania oraz Szwecja i Norwegia jako „partnerzy”. Był to w efekcie blok marki niemieckiej: Bundes-

bank pokazywał swoją władzę gospodarczą w Europie, temperując wyobrażenia Francji, która przez długi czas uważała się za członka-seniora w spółce francusko-niemieckiej. W 1979 r. węzł wszedł do Europejskiego Systemu Walutowego (EMS). Francja chciała, aby EMS znalazł się pod nadzorem instytucjonalnym Wspólnoty Europejskiej, czyniąc kursy walut „elementem przetargowym wspólnoty i pozwalając na wzmocnienie znaczenia politycznego Francji”. Siła Bundesbanku została by wtedy nieco ograniczona. Formalnymi członkami EMS były wszystkie państwa członkowskie (choć Wielka Brytania, charakterystycznie, unikała pełnego wejścia do systemu aż do 1990 roku).

Powstał plan stworzenia „Europejskiego Funduszu Walutowego” i wspólnego gromadzenia rezerw państwowych. EMS przekazał euro jeszcze jeden spadek, oszacował kursy wymiany w stosunku do syntetycznej waluty ecu, która żyje własnym życiem na rynku obligacji. Kiedy przywódca europejscy potwierdzili plany wprowadzenia euro, zgodnie przyjęli, że 31 grudnia '98 euro powinno być wprowadzone w stosunku 1:1 do ecu.

wiednio wysokich stóp procentowych przez wystarczająco długi okres, aby oprzeć się ich atakom. Ośmieleni, wzięli się za inne waluty. Funt irlandzki, escudo portugalskie i peseta hiszpańska zostały zdewaluowane. Punkt kulminacyjny nastąpił w momencie nagłego spadku franka francuskiego w czerwcu '93. Rządy krajów UE odpowiedziały zmianą zasad, zezwalając na 15-proc. wahania średnich kursów walut zamiast 2,25 proc. Ta nowo wprowadzona elastyczność i nieco spóźniona pomoc Bundesbanku uratowały franka i cały EMS przed kompletnym upadkiem.

Wielu sceptyków zadawało pytanie, jaka jest nadzieja dla unii walutowej krajów nie potrafiących utrzymać kursów swoich walut. Jednak większość pozostałych rządów Unii inaczej odczytała sens tych wydarzeń. Postanowiły one, że całkowita unia monetarna powinna zostać wprowadzona jak najszybciej, aby zabezpieczyć waluty przed nowymi burzliwymi atakami. Drugi etap unii walutowej rozpoczął się 1 stycznia '94. Powstał Europejski Instytut Walutowy. Na spotkaniu UE w Madrycie, w grudniu '95, liderzy potwierdzili swoją gotowość do wprowadzenia wspólnej waluty w styczniu '99. Zdecydowali, że nowa waluta powinna zostać nazwana euro oraz odziedziczyć wartość ecu, syntetycznej waluty dorzuconej do koszyka walut europejskich.

Dla krajów pragnących przyłączyć się do systemu wspólnej waluty lata 1996-97 oznaczały przede wszystkim walkę o dostosowanie swoich gospodarek do ścisłych kryteriów wpisanych pod naciskiem Niemców w Traktat z Maastricht. Tzw. kryteria jednolitości określały, że: inflacja w danym państwie oraz długoterminowe stopy procentowe mają kształtować się między 1,5 a 2 pkt. proc., deficyt budżetowy nie może przekra-

czać 3 proc. produktu krajowego brutto, deficyt budżetowy nie może wynosić więcej niż 60 proc. PKB, kraj ma wykazać się stabilnością walutową, zdefiniowaną jako utrzymanie „normalnej” według EMS rozpiętości kursów prze 2 lata.

W traktat wpisano klauzule dopuszczające odstąpienia od tych wymogów, które skwapliwie wykorzystano i niektóre liczby skorygowano. Wiele krajów przeszło autentyczną reformę. Szczególnie Włochy zaskoczyły swoich sąsiadów i rynki finansowe gotowością do przyjęcia sztywnych finansowych kryteriów. W czasie spotkania w maju '98 liderzy Unii zdecydowali, iż 11 krajów wspięło się na wyznaczony szczebel. Grecja chciała wejść do tej grupy, lecz nie spełniła wymogów. Wielka Brytania i Dania, które spełniły większość z nich, skorzystały ze swojego prawa do wstrzymania się. A Szwecja, formalnie nie posiadająca prawa do wstrzymania, zdecydowała się pozostać z boku, nie spełniła też wymogu stabilności walutowej. Jeśli którykolwiek z 11 krajów wchodzących w system euro ma jeszcze jakies wątpliwości, roztropnie zachowuje je dla siebie. Nie ma już drogi odwrotu.

Osobliwością umów na temat wspólnej waluty jest to, że nie zawierają żadnej klauzuli prawnej ani praktycznej umożliwiającej wycofanie się lub wykluczenie któregoś z uczestników. W tym przypadku Europa nie dała sobie wyboru, musi odnieść sukces.

Tłumaczyła Anna Maja Błaszczak



Na starcie		
Kraj	Status	Kurs waluty narodowej względem ecu
Austria	członek EMU	13,91
Belgia	członek EMU	40,78
Finlandia	członek EMU	6,01
Francja	członek EMU	6,63
Niemcy	członek EMU	1,98
Irlandia	członek EMU	0,79
Włochy	członek EMU	1957,61
Luksemburg	członek EMU	40,78
Holandia	członek EMU	2,23
Portugalia	członek EMU	202,69
Hiszpania	członek EMU	168,20
Grecja	nie spełnia wymogów	357,00
Wlk. Bryt.	wstrzymuje się	0,71*
Dania	wstrzymuje się	7,54
Szwecja	pozostaje z boku	9,64*

*obecne kursy wymiany



Euro w pigułce II

— zalety jednego pieniądza

Korzyści z wprowadzenia euro mogą być znaczne. Ale, jak pokazuje kolejny nasz raport (pierwszy w „GB” nr 44), pozostaje mnóstwo wątpliwości, związanych z tym procesem.

Przy całym zamieszaniu, jakie panuje obecnie na rynkach finansowych, wprowadzenie euro może być ryzykowne. Jak do tej pory, jest jednak błogosławieństwem dla chwiejnych niegdyś walut, jak np. frank francuski czy lir włoski. Gdy po uwolnieniu kursów inne waluty europejskie podlegają dużym wahaniom, te pozostają stałe (wykres 1). Okresowe kryzysy wstrząsające walutami europejskimi w ciągu ostatnich 30 lat powinny przejść do historii już w styczniu.

Stabilizacja walutowa wpłynie korzystnie na gospodarkę z obszaru euro. Podobnie obiecana przez Europejski Bank Centralny (EBC) niska inflacja. Będzie to szczególnie dobrodziejstwem dla krajów borykających się z inflacją, jak Włochy i Hiszpania. Większa stabilizacja makroekonomiczna jest nagrodą, o którą warto się starać (wykres 2).

Najwięcej na euro skorzysta jednak mikroekonomia. Dzięki operowaniu jedną zamiast wielu walut będą mogły zaoszczędzić instytucje i osoby prywatne. Jak twierdzi Komisja Europejska, oszczędności, jakie przyniosą niższe koszty transakcji i asekuracji, mogą wynieść około 0,5 proc. produktu krajowego brutto w krajach Unii, czyli około 40 mld dolarów rocznie.

Te korzyści znaczą niewiele w porównaniu z ożywieniem wspólnego rynku europejskiego. Kiedy euro zostanie wprowadzone, konsumenci i przedsiębiorstwa będą musieli traktować jego strefę jako całość, pomimo różnic w systemach podatkowych i przepisach.

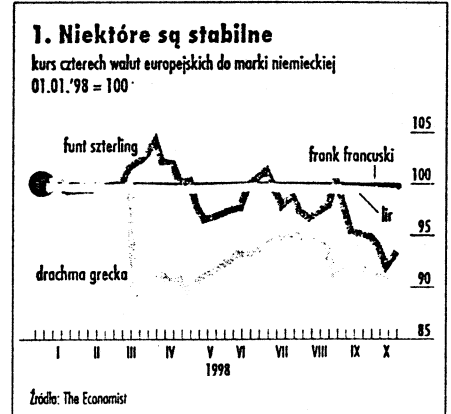
Znacznie łatwiejsze będzie porównywanie cen i płac. Zachęci to do stosowania arbitrażu rynkowego, a ten podniesie wydajność. Jasne i czytelne ceny zwiększą konkurencję, ponieważ przedsiębiorstwom łatwiej będzie sprzedawać, a konsumentom robić zakupy w obrębie strefy euro. To powinno zmusić przedsiębiorstwa europejskie do szybszej restrukturyzacji i większej gospodarności.

Wspólna waluta wzmocni rozwój europejskiego rynku kapitałowego, obniżając koszty kapitału i ułatwiając jego rozmieszczenie. Może to być szczególnie pomocne dla małych przedsiębiorstw, które dotąd korzystały z usług niezbyt sprawnych banków krajowych. Inwestorzy i fundusze emerytalne będą miały szerszy wybór papierów wartościowych po przystępniejszych cenach.

Stabilizacja pieniądza, niska inflacja, ożywienie handlowe, bardziej wydajne rynki – to brzmi obiecująco. Ale wprowadzenie wspólnej waluty wiąże się też z ryzykiem. Członkowie euro rezygnują z prawa do ustalania własnych stóp procentowych i manewrowania kursami walut. To może być dużym poświęceniem, jeśli gospodarki będą miały trudności z dopasowaniem się do siebie.

Sprawne funkcjonowanie strefy euro zależeć będzie od tego, co ekonomiści nazywają „optymalnym obszarem walutowym”. Jeśli, powiedzmy, Finlandia i Portugalia mają dzielić jedną walutę, nie powinny w idealnych warunkach być wystawiane na wstrząsy gospodarcze różnego rodzaju. Ich cykle koniunkturalne powinny być zgodne, a struktury gospodarcze podobne. A jeśli wstrząsy gospodarczy nie dotkną ich w takim samym stopniu – muszą być w stanie szybko się dostosować.

Jednym ze sposobów przeciwdziałania takim „asymetrycznym” wstrząsom jest przesunięcie kapitału i siły roboczej z osłabionego regionu (Portugalia, powiedzmy) do kwitującego (Finlandia). Inny sposób to obniżenie płac i, co za tym idzie, cen w Portugalii oraz podniesienie ich w Finlandii i podsyćcenie w ten sposób popytu na portugalskie produkty kosztem fińskich. Inna możliwość to transfery z regionów dobrze sobie radzących do tych gorszych przez rządowe lub indywidualne inwestycje w zagraniczne aktywa majątkowe. Jeśli



jednak skutki wstrząsu nie ustąpią, transfery pieniężne jedynie opóźnią dzień rozrachunku; ostatecznie płace lub ludzie (albo jedno i drugie) będą musieli się przemieścić.

Strefa euro nie bardzo przypomina optymalny obszar walutowy. Asymetryczne wstrząsy zdarzają się często. Niektóre, jak na przykład zjednoczenie Niemiec, są ogromne. A dostosowywanie się jest bolesnie powolne. Płace w Unii są niezmiernie sztywne. Europejczycy niechętnie poruszają się w granicach własnego kraju, a co mówić o przeprowadzce za granicę. Posiadają niewiele aktywów zagranicznych, płatności transferów w ramach Unii są niewielkie – a zwiększenie ich, gdy Niemcy i Duńczycy już teraz narzekają na swoje wkłady netto do budżetu Unii, byłoby trudne. Do tego wszystkiego rządy zdecydowały się na ryzykowny pakiet bezpieczeństwa zwany paktem stabilizacji.

Przybycie euro zmieni Europę. Wspólna waluta sama w sobie może przybliżyć strefę euro do ideału optymalnego obszaru walutowego. Asymetryczne wstrząsy mogą stać się rzadsze, gdy gospodarki ściślej się ze sobą splecą. A naciski na przeformowanie rynków pracy i zwiększenie elastyczności fiskalnej wzrosną.

Mniej wstrząsów

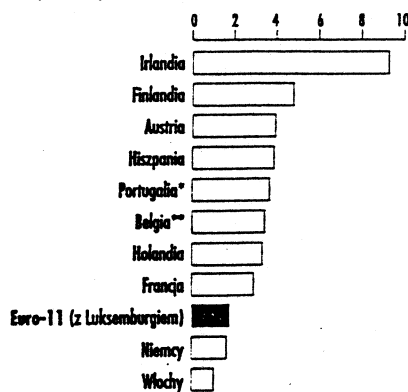
Po wejściu euro powinny osłabnąć przynajmniej wstrząsy wywołane polityką walutową. Z pewnością polityka pieniężna EBC w różny sposób wpłynie na gospodarki poszczególnych krajów, ponieważ niektóre z nich bardziej reagują na zmiany stóp procentowych. Ale nie będzie już różnic w polityce pieniężnej poszczególnych państw, a dewaluacje nie spowodują już, czy też nie zwiększą, skali wstrząsów, co nastąpiło w czasie kryzysu walutowego w latach 1992-93, kiedy Francuzi podnieśli stopy procentowe, aby chronić franka i kurs lira włoskiego spadł stanowczo za nisko.

Co ważniejsze, euro pobudzi handel. Jeśli zwiększy się wymiana handlowa podobnych produktów między krajami, np. francuskich renault na niemieckie volkswageny, ich cykle gospodarcze mogą się dostosować. A nawet jeśli tak się nie stanie, produkty handlowe będą częściej przemieszczać się między gospodarkami.

Istnieje jednak poważne niebezpieczeństwo, że asymetria może się zwiększyć, jeśli kraje

2. Każdy sobie

procentowy wzrost PKB w II kw. '98 do II kw. '97



► euro bardziej się wyspecjalizują. Jeśli Niemcy wyspecjalizują się, powiedzmy, w samochodach, a Francja w komputerach, ich gospodarki mogą przyjąć kurs bardziej rozbieżny niż dotychczas. Ale dowody empiryczne sugerują małe prawdopodobieństwo takich zdarzeń. Korzystając z danych zebranych w ciągu 30 lat w 20 bogatych gospodarkach, Jeffrey Frankel i Andrew Rose z University of California w Berkeley odkryli, że bliższa integracja gospodarcza powoduje większą synchronizację cykli koniunkturalnych.

Asymetryczne wstrząsy mogą być rzadsze po wejściu euro, ale nie znikną zupełnie, szczególnie w pierwszych latach. Ogólnie rzecz biorąc, gospodarki euro staną przed dwoma wyzwaniem: jak wyrównać różne cykle wzrostu oraz spadku ożywienia gospodarczego i jak dostosować się do zmian strukturalnych.

Jeśli gospodarki euro nie będą rozwijać się zgodnie, powstanie ryzyko, że wspólna polityka pieniężna będzie zbyt łagodna dla niektórych i zbyt sztywna dla innych. Stopy procentowe euro, ustalone przez EBC, mogą być zbyt niskie, aby ochronić przed inflacją dobrze prosperujące gospodarki, takie jak hiszpańska czy irlandzka, i zbyt wysokie, aby pobudzić rozwój kulejących, jak niemiecka czy włoska.

Utrata autonomiczności polityki pieniężnej nie musi mieć większego znaczenia, jeśli punkt

Fiskalny kaftan bezpieczeństwa

Rządy europejskie mogą zacząć żałować swojej decyzji podpisania „paktu stabilizacji i rozwoju”, który ogranicza deficyt budżetowy członków EMU do 3 proc. PKB i grozi ciężkimi grzywnami za przekroczenie limitu.

Bez „paktu stabilizacji” rządy miałyby wolną rękę: mogłyby lekkomyślnie pożyczać, ponieważ rynki nie ukarzą ich za taką rozrzutność, a EBC wyciągnie każdy rząd z kłopotów. W rezultacie wszyscy członkowie euro płaciliby większe odsetki.

Ale to uzasadnienie dla wprowadzenia paktu nie jest wystarczające. Niezależnie od tego, jak dużo Włochy będą pożyczać na międzynarodowych rynkach kapitałowych, raczej nie spowoduje to znacznego wzrostu stóp procentowych euro. Ogromne pożyczki dolarowe Meksyku w latach 1995-96 nie spowodowały zwiększenia amerykańskich stóp procentowych. Ponadto EBC formalnie nie może wyciągać rządów z finansowych kłopotów. Zatem każdy, kto zaciągnie nadmierne pożyczki, będzie musiał zapłacić karę. Jednakże czy ja-

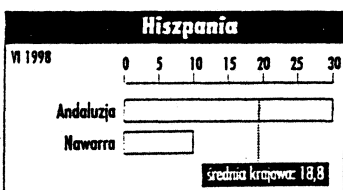
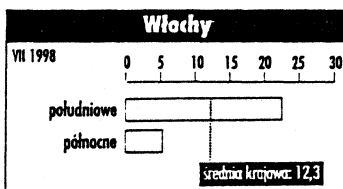
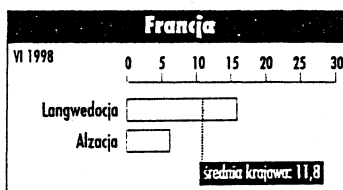
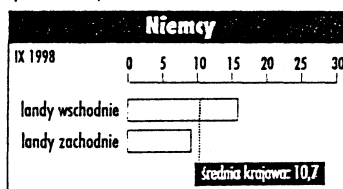
kałowiek, nawet źle pojmowana, dyscyplina pożyczania i wydawania nałożona na rządy jest dobrze przyjmowana? Tylko do pewnego stopnia. Kiedy kraj wpada w recesję, jego finanse publiczne podupadają, jako że wpływy podatkowe maleją, a wydatki na cele socjalne rosną. Jest to dobra rzecz, ponieważ działa jak siła kontracykliczna. Aby bardziej pobudzić rozwój, rządy mogą nawet bardziej rozluźnić politykę fiskalną. Kiedy wejdą w euro, ta elastyczność fiskalna może nawet okazać się konieczna, ponieważ nie będzie już możliwości obcinania stóp procentowych czy dewaluacji.

Jednakże „pakt stabilizacji” może przewrotnie zmusić kraj, którego deficyt budżetowy będzie bliski 3 proc. PKB – co może wkrótce stać się we Włoszech – do usztywnienia polityki wtedy, kiedy powinna być poluzowana.

A co z przejściowymi klauzulami wyjątkowymi, zawartymi w pakcie? Problem w tym, że mają one zastosowanie tylko wówczas, gdy kraj znajdzie się w głębokiej recesji, a nie, gdy zaledwie jego rozwój zostanie powstrzymany. Najlepsza rzecz w tym pakcie to nie klauzule wyjątkowe, ale fakt, że kary, które przewiduje, nie są automatyczne: wymagają poparcia większości członków euro i nie muszą być spłacane przez co najmniej 2 lata.

3. Trzeba więcej pracy

stopa bezrobocia, %



Źródło: The Economist

ciężkości przesunie się na politykę skarbową. Niemcy, powiedzmy, mogliby złagodzić politykę podatkową w celu rozruszania swojej gospodarki. Hiszpanie natomiast podnieść podatki lub obciążyć wydatki rządowe, aby ostudzić swoją. Ale ograniczenia zawarte w „pakcie stabilizacji” mogą powstrzymać tych pierwszych; podczas gdy kraje ożywione gospodarczo po latach oszczędności, aby spełnić wymogi euro, mogą mieć duże trudności polityczne z dalszym równoważeniem budżetu.

Innym sposobem na wyrównanie rozbieżnych cykli koniunkturalnych jest zwiększenie unijnych transferów fiskalnych. W celu nadania euro większego impetu, Bruksela mogłaby przeznaczyć wszystkie nadwyżki wpływów podatkowych na wydatki cykliczne, takie jak zasiłki dla bezrobotnych. Następnie, jeśli Hiszpania byłaby w rozkwicie, a Niemcy w recesji, Bruksela opodatkowałaby pracowników hiszpańskich, przeznaczając te kwoty na zasiłki dla bezrobotnych Niemców, hamując rozwój Hiszpanii i stymulując rozwój Niemiec. Ale wyobraźmy sobie sprzeczanie takiego pomysłu rządowi hiszpańskiemu.

Jeśli nie transfery publiczne, to może prywatne? Jeśli francuscy inwestorzy, powiedzmy, mieliby duży portfel aktywów międzynarodowych, dochód z tych inwestycji chroniłby ich w chwilach zastoju gospodarki francuskiej.

Niestety, większość obywateli Unii nie posiada zagranicznych aktywów majątkowych. Dochód netto z inwestycji zagranicznych wynosi zaledwie około 0,2 proc. PKB we Francji i Niemczech. Może się to jednak zmienić, gdy rozwiną się rynki kapitałowe euro.

Zmiana nawyków

Zmiana strukturalna prawdopodobnie przyniesie większe wyzwania niż rozbieżności cykliczne. Przystosowanie do wstrząsów będzie powolne i bolesne dopóty, dopóki płace w Unii będą tak nieelastyczne, a Europejczycy z powodów kulturalnych, językowych czy emerytalnych pozostaną niechętni lub niezdolni do wędrowania za pracą. Regiony poddane niekorzystnym wstrząsom mogą tkwić w zastoju związanym z bezrobociem tak długo, jak długo mieszkańcy nie będą w stanie się dostosować (wykres 3).

Do tej pory Włochy, Niemcy i Hiszpania przeważnie rzucały gotówkę w trudne regiony, zamiast dochodzić przyczyny problemów. Po wejściu euro będzie to bardziej kosztowne. Nacisk na większą pomoc unijną może wzrosnąć. Ale wrośnie też potrzeba uwolnienia rynków pracy i produktów.

Są oznaki uelastyczniania się unijnych rynków pracy. Przedsiębiorstwa coraz częściej omijają sztywne prawa ochrony pracy.

Jeśli Europa nie ureguluje rynków pracy i produktów, istnieje ryzyko, że pewne regiony „przeżreją się”, a inne ulegną stagnacji. Wiele korzyści mikroekonomicznych euro może zostać nie zrealizowanych. Dlatego też istnieje ryzyko, że bez reform strukturalnych ekonomiczny potencjał euro zostanie zmarnowany. A stagnacja i bezrobocie ma wpływ na wzrost napięć politycznych.

Tłumaczyła Anna Maja Błaszczak

Trzeci odcinek „Euro w pigułce” w następnym numerze

The Economist



Euro w pigułce III

— zamieszanie w twierdzy

Europejski Bank Centralny (EBC) będzie najbardziej niezależnym bankiem centralnym na świecie. Jednak, jak wyjaśnia III odcinek naszej serii o euro (I i II w „GB” nr 44, 45), jego zadanie, polegające na ustalaniu polityki pieniężnej strefy euro, będzie bardzo trudne.

1 stycznia 1999 roku EBC przejmie kontrolę nad polityką pieniężną 11 krajów należących do strefy euro. Tarcia, jakie ostatnio pojawiły się między przedstawicielami EBC i politykami, stanowią zaledwie przedsmak tego, co nastąpi.

Od stycznia Bundesbank i inne narodowe banki centralne staną się jedynie filiami EBC. To on będzie podejmował decyzje dotyczące polityki pieniężnej, banki narodowe będą ją tylko wdrażać. Razem – EBC i narodowe banki centralne – będą częściami tzw. Europejskiego Systemu Banków Centralnych. W Eurotower we Frankfurcie, siedzibie EBC, będą pracować dwa kluczowe zespoły: rada wykonawcza oraz rada zarządzająca. W skład pierwszej wchodzi prezes EBC, którym przez pierwsze cztery lata pozostanie Wim Duisenberg (były dyrektor banku centralnego Holandii), wiceprezes i czterech innych członków. Rada wykonawcza będzie prowadziła politykę pieniężną poprzez wydawanie instrukcji bankom centralnym „11”. Sama polityka będzie określana przez radę zarządzającą, składającą się z rady wykonawczej oraz prezesów banków centralnych.

Jeden plus jeden daje jeden

Pierwszym celem EBC jest stabilność kursów walutowych. Aby go osiągnąć, rada zarządzająca będzie podejmować decyzje dotyczące stóp procentowych przez głosowanie większościowe. Gdy głosy będą równo podzielone, decydujący będzie należał do prezesa EBC.

Długo miesiące EBC pracował nad określeniem kryteriów dla ustalenia stóp procentowych. Zaadaptował dwie linie polityki: „wartość referencyjną” i cel inflacyjny na poziomie 2 proc. lub mniej. Aby monitorować wykonanie celu inflacyjnego, EBC będzie używał koszyka wskaźników ekonomicznych, włączając w to prognozy dotyczące inflacji. Uwzględniając troskę o rzetelność tych danych, elastyczność ta może mieć sens, może jednak także powodować zamieszanie na rynkach finansowych.

Głównym instrumentem polityki pieniężnej EBC będzie stawka odkupowa udziałów (repo).

EBC, w celu utrzymania stóp procentowych w pożądanym przedziale, zaleci narodowym bankom centralnym prowadzenie operacji na otwartym rynku. Górny pułap będzie stanowił stopa procentowa, z jaką banki mogą zaciągać w EBC krótkoterminowe pożyczki na wyrównanie pozycji i spłacane następnego dnia rano; dolny pułap będzie stanowił stopa, z którą banki z nadwyżkami depozytów gotówkowych będą udzielać krótkoterminowych pożyczek na wyrównanie pozycji i spłacanych następnego dnia rano.

Dodatkowo EBC będzie narzucał wymagania dotyczące minimalnych rezerw bankowych – banki będą musiały deponować w nim ekwiwalent w wysokości 2 proc. wartości udzielonych kredytów. Bundesbank uważa, że wymagania stawiane bankom narodowym odnośnie wysokości minimalnych rezerw pomogą EBC lepiej kontrolować pożyczki udzielane przez banki i wyrównać stopy procentowe na rynku finansowym. Jednak EBC będzie wypłacał odsetki od depozytów złożonych w nim przez banki narodowe.

EBC został stworzony na wzór i podobieństwo Bundesbanku. Jednak jego status zapewni mu większą niezależność od polityki. Bę-

dzie zatem najbardziej niezależnym bankiem, jaki kiedykolwiek istniał, przynajmniej na papierze. Układ z Maastricht nie tylko zabrania mu wykonywania poleceń polityków. Członkowie zarządu wykonawczego są powoływani na ośmioletnie, nieodnawialne okresy, co eliminuje pokusę, aby zaspokajać żądania polityków w celu uzyskania ponownego mianowania. Prezesi EBC będą mieli co najmniej pięcioletnie kontrakty.

Formalna odpowiedzialność EBC przed obywatelami politykami jest bardziej ograniczona niż zależność innych banków centralnych. Nie ma jasnego kontekstu instytucjonalnego, w ramach którego EBC może odpowiadać za swoją działalność. To prawda, że prezes będzie wzywany do wystąpień przed Parlamentem Europejskim i często będzie uczestniczył w spotkaniach ministrów finansów „11”. Jednak Parlamentowi Europejskiemu jeszcze wciąż brakuje zaufania społecznego, a sekretne spotkania ministrów finansów nie służą jego pozyskaniu.

Na pozór taka niezależność powinna umocnić EBC. Ale niebezpieczeństwo tkwi w tym, że bez określenia granic odpowiedzialności, EBC będzie trudniej zyskać ten rodzaj społecznego wsparcia, którymi cieszą się Bundesbank i Bank Rezerwy Federalnej. Już pojawiają się sygnały, że niektórzy politycy szybko będą obwiniać EBC za wszystkie rodzaje gospodarczych chorób, jak np. uporczywe wysokie bezrobocie.

Kolejnym możliwym źródłem politycznych tarć będzie polityka dotycząca kursów wymiany walut. Chociaż to EBC dzierży monetarne cugle, traktat z Maastricht upoważnił ministrów finansów krajów „11” do decydowania w kwestiach polityki dotyczącej kursów wymiany walut na euro. Istnieje ryzyko, że ich strategia może być sprzeczna z ideą stabilności cen. Pojawiające się ostatnio głosy francuskich i niemieckich polityków, aby „ustabilizować” kurs wymiany euro w stosunku do dolara (tzn. zapobiegać jego wzrostowi), już spowodowały napięcie stosunków między politykami a przedstawicielami EBC.

Wiążące się z funkcjonowaniem EBC niepokoje przestały należeć do sfery teorii. Polityczny zwrot na lewo w krajach Unii Europejskiej, a szczególnie w Niemczech, uczynił je wszystkie nazbyt realnymi. Oskar Lafontaine, nowy minister finansów Niemiec, wydaje się optować za złagodzeniem wymagań EBC odnośnie zarówno wzrostu, jak i inflacji. Opowiedział się także za prowadzeniem bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej. Szczególnie popiera go francuski minister finansów Dominique Strauss-Kahn oraz nowy rząd Włoch, na którego czele stanął Massimo D'Alema. Kłótnie między politykami UE i EBC mogą stać się bardziej zacięte, jeśli wzrost gospodarczy w krajach „11” ostro przyhamuje w przyszłym roku.

Nowe, a już pęka

Z oczywistych powodów EBC nie ma jeszcze wyrobionej opinii, a więc sam wyda sobie listy uwierzytelniające. Niestety, nie przysłużyły mu się nieprzyzwoite sprzeczki na temat powołania

Małe jest piękne		
Głosy w EBC	Liczba członków w radzie zarządzającej EBC	Wartość PKB
		na głos mld ecu
Luksemburg	1	14
Finlandia	2	52
Irlandia	1	64
Portugalia	1	86
Holandia	2	160
Austria	1	182
Belgia	1	214
Hiszpania	2	235
Włochy	2	505
Francja	2	614
Niemcy	2	933

Źródło: OECD; 1 ecu = 1,134 USD (1997)

pierwszego prezesa. Duisenberga popierały rządy wszystkich państw członkowskich oprócz francuskiego. Przyjęto rozwiązanie, które tak naprawdę nikogo nie usatysfakcjonowało. Duisenberg został mianowany na pełną ośmioletnią kadencję, ale „na ochotnika” zgłosił chęć ustąpienia po czterech latach, aby kontrolę nad EBC mógł przejąć prezes Banku Francji Jean-Claude Trichet. Problem tkwi nie w tym, że Trichet jest mniej zaangażowanym zwolennikiem stabilności kursów walut – jest modelowym przedstawicielem banku centralnego. Jednak sposób, w jaki ta decyzja została podjęta, sprawił, że niezależność EBC została zachwiana.

Wysiłkom banku, aby zbudować swoją wiarygodność, nie będzie także sprzyjać jego decentralizacja. 11 z 17 członków rady zarządzającej reprezentuje narodowe banki centralne.

Niektórzy ekonomiści obawiają się, że decentralizacja może osłabić EBC. Rada zarządzająca ma ustanowić stopy procentowe zgodnie z warunkami w strefie euro jako całości. Istnieje jednak ryzyko, że prezesi banków centralnych zostaną poddani zbyt dużemu wpływowi warunków istniejących w ich krajach.

Mały kraj może także mieć nadmierną wagę w systemie (tabela). Austria, Belgia, Finlandia, Irlandia, Luksemburg, Holandia i Portugalia będą mieć 9 z 17 głosów w radzie zarządzającej (włączając w to członków rady wykonawczej), Niemcy natomiast 2, chociaż połączony PKB wymienionych krajów stanowi tylko połowę niemieckiego.

EBC będzie także w niekorzystnym położeniu, jeśli chodzi o jego zasoby ludzkie, z personelem liczącym tylko 500 osób, w porównaniu z 53 000 zatrudnionymi w 11 centralnych bankach narodowych (wykres 1). Te ostatnie będą nadal produkować własne prognozy, które mogą wywoływać zamieszanie. Połączenie słabego centrum z silnymi interesami narodowymi może rodzić konflikty, które podkopią wiarygodność całego systemu.

Najlepszą obroną byłaby maksymalna jawność. Ale EBC pokazał, że woli ukrywać się za woalką tajemniczości. Nie będzie publikował protokołów z zebrań dotyczących jego polity-

Kryzys bankowości

Kiedy EBC będzie miał większą władzę nad polityką monetarną niż którykolwiek inny bank centralny, wprowadzi nadzór bankowy. Rezultatem tego może być, iż strefa euro otrzyma wadliwy sprzęt do radzenia sobie z kryzysem finansowym. Nadzór bankowy pozostanie bowiem w rękach istniejących władz w poszczególnych krajach.

Ta zdecentralizowana struktura może być źródłem słabości, ponieważ banki będą się łączyć i stawać bardziej paneuropejskie. Integracja rynków finansowych utrudni nadzorowi w poszczególnych krajach monitorowanie i szacowanie ogólnego ryzyka banków, uniemożliwiając dokładne oszacowanie kondycji systemu bankowego.

Jeszcze większej troski będzie wymagać kwestia kredytodawcy. Wypłynie ona natychmiast, jeśli duży bank europejski (lub

gorzej – grupa europejskich banków) będzie miał poważne problemy z płynnością. Podziału odpowiedzialności między EBC i narodowe banki centralne nie uregulowano w układzie z Maastricht. Jednak w przyszłości narodowe banki centralne będą niezdolne, bez władz ECB, do zapewnienia płynności.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy ostrzegł ostatnio, że w pierwszych latach unii monetarnej może pojawić się tendencja do tymczasowego wzrostu akceptowalnego przez banki poziomu ryzyka. Kiedy powstanie nowy rynek paneuropejski, przyrost ilości nie zabezpieczonych pożyczek międzybankowych w krajach „11” może spowodować wzrost ryzyka międzynarodowych kryzysów finansowych. I zakładając, że banki europejskie są największymi kredytodawcami dla gospodarek Azji, Ameryki Łacińskiej i Rosji, w krótkim czasie system bankowy może zostać poddany testowi.

ki, prognoz dotyczących inflacji (czyli dotyczących łatwych do osądzenia działań) czy też szczegółów tego, jak głosowali jego członkowie. Na naciski Parlamentu Europejskiego w tej sprawie Duisenberg ironicznie powiedział, że opublikuje protokoły po 16 latach.

EBC argumentuje, że tajemność będzie chronić członków przed naciskami, aby głosowali zgodnie z interesami narodowymi. Zdaniem innych, interesy narodowe mogą mieć silniejszy wpływ, jeśli głosowania pozostaną tajne, ponieważ tajemność ułatwia głosowanie zgodnie raczej z lokalnymi interesami niż z interesami całej strefy euro.

Najsilniejsze wątpliwości dotyczą powiązań między stopami procentowymi, produkcją i inflacją. Fakt, że w unii monetarnej będą kraje znajdujące się w różnych fazach ekonomicznego cyklu, jest wystarczająco niepokojący – niektóre gospodarki, szczególnie Irlandii, przegrzewają się i potrzebują wyższych stóp procentowych niż Niemcy.

Rozmiar uniwersalny?

Badania przeprowadzone przez MFW („The Real Effects of Monetary Policy in the European Union”, nr 160) pokazały, że zmiana stóp procentowych w Austrii, Belgii, Finlandii, Niemczech i Holandii zabiera dwa razy więcej czasu niż we Francji, Włoszech, Portugalii i Hiszpanii. Ale jej efekt jest przeciętnie prawie dwukrotnie większy w pierwszej grupie niż w drugiej.

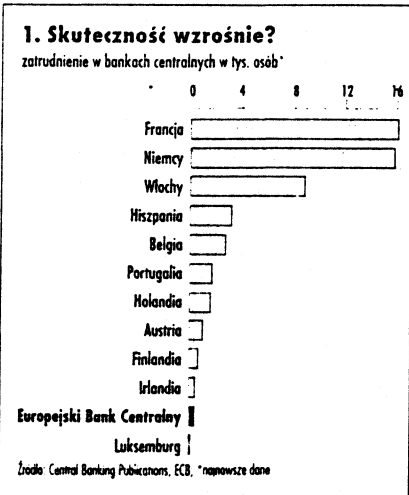
Kraje, w których powszechne są kredyty krótkoterminowe lub kredyty o skorygowanym wskaźniku, np. Włochy, także szybciej odpowiadają na zmiany stóp procentowych niż takie kraje jak Niemcy, gdzie dominują kredyty o stałej stopie procentowej (wykres 2).

Istnienie jednej waluty powinno z czasem zmniejszać te różnice, jednak przez kilka

pierwszych lat sytuacja się nie zmieni. Tymczasem, jak twierdzi jeden z ekonomistów, polityka pieniężna będzie trochę jak „strzelanie we mgle do ruchomego celu”. We mgle pomagają dobry kompas. Jednak, chociaż wyznaczenie przez EBC dwóch celów zwiększa możliwość trafienia, otaczająca go dyskretna mgiełka będzie podsycać niepewność. Polityka monetarna sprawdza się najlepiej, jeśli przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe i rynki finansowe dokładnie rozumieją, co robi bank centralny.

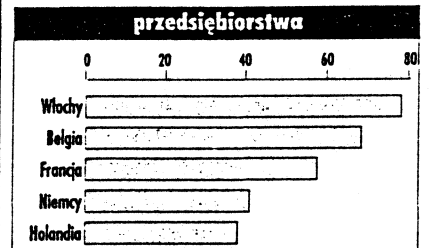
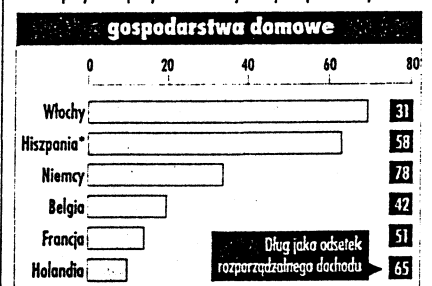
Tłumaczyła Inga Krzywiec

Czwarty odcinek „Euro w pigułce” w następnym numerze



2. Kto nie boi się kredytów

odsatek pożyczek opartych na zmiennych stopach procentowych



Źródło: BIS; *razem gospodarstwa i przedsiębiorstwa



Euro w pigułce

IV

— niegotowi na start

Pojawienie się euro będzie oznaczać ogromne zmiany dostosowawcze dla firm działających w Europie.

Większość z nich już nerwowo reaguje na problemy związane z wprowadzeniem euro.

Jak pokazuje czwarty odcinek naszej serii, przedsiębiorstwa mogą żałować tej wymiany.

Poczynając od 1 stycznia 1999 europejskie firmy będą mogły – jednakże nie będzie to wymagane – prowadzić księgowość i dokonywać rozliczeń w euro. Banki muszą być przygotowane na to, że przyjdzie im prowadzić obsługę kont i operacji handlowych jednocześnie w euro i w walutach narodowych. Na tym etapie pojawi się masa pytań. Trzeba będzie przeszkolić personel, przeprowadzić odnowę oprogramowania, zmienić niektóre umowy prawne.

Jeszcze więcej trudności pojawi się w 2002 r., kiedy euro wyjdzie poza system księgowania i zostanie wypuszczone w formie banknotów i monet. Wtedy pojawią się problemy z dystrybucją nowych pieniędzy, z maszynami konwertującymi, które przyjmują pieniądze, z określeniem cen i z zabezpieczeniem przed oszustwami.

Większość wielkich firm zamierza przestać się na euro z początkiem 1999 r. Ankieta przeprowadzona w 124 wielkich firmach przez Stowarzyszenie na rzecz Unii Monetarnej w Europie (Assosiation for Monetary Union in Europe) pokazała, że ponad połowa natychmiast przyjmie euro przynajmniej dla swoich kont i oszacowania majątku.

Wczesne przestawienie się na nowy pieniądz wielkich firm może zmusić mniejsze do tego samego. Ale wiele małych firm jest źle przygotowana. Badanie przeprowadzone we Francji pokazało, że tylko co trzecia firma zatrudniająca 10 lub mniej pracowników cokolwiek zrobiła, aby przygotować się na wprowadzenie euro. Jest to częściowo wynikiem tego, że małe firmy mają mniej personelu zaangażowanego w kwestie euro. Philips, holenderski gigant w dziedzinie elektroniki, szacuje, że ma 500 osób (spośród personelu liczącego 275 000) pracujących nad wyzwaniem związanym z euro i informatycznym efektem końca tysiąclecia.

Banki na pierwszy ogień

Banki natomiast są najlepiej przygotowane, ponieważ to ich wprowadzenie euro osiągnie

najpierw. Kurs przeliczeniowy zostanie ustalony 31 grudnia, istnieją reguły dla wielowalutowych transakcji (każda wymiana musi odbywać się za pośrednictwem euro, aby ograniczyć gromadzenie się błędów wynikających z zaokrąglenia).

Koszty dostosowania się banków będą ogromne (Deutsche Bank planuje np. wydać 500 mln DEM). Będą one ponosić niektóre koszty obsługi różnorodnych walut przez kilka kolejnych lat: pomiędzy 1999 a 2002 r. muszą wymienić każdą walutę wypuszczoną przez 11 państw strefy euro, nie pobierając prowizji.

Obciążenie banków pracą również wzrośnie. Ankieta przeprowadzona wśród małych i średnich firm europejskich przez firmę konsultingową Deloitte & Touche pokazała, że więcej niż połowa z nich oczekuje, iż bank będzie głównym źródłem praktycznej pomocy w kwestiach związanych z euro. Ale za sprawą euro znikną także niektóre ważne źródła bankowych dochodów, np. wpływy z transakcji dewi-

zowych, które obecnie szacowane są na ok. 3 mld USD rocznie. Spodziewany jest ogólny spadek wpływów banków Unii Europejskiej z obsługi transakcji dewizowych o 70 proc. (patrz wykres 1).

Dla większości firm największe koszty adaptacji do euro wynikną z aktualizacji systemów informatycznych. Ile pochłoną – szacunki konsultantów znacznie się różnią. Cap Gemini np. określa koszty adaptacji na poziomie 0,5-2 proc. normalnej sprzedaży firm. Około połowy z nich przypadnie na systemy informatyczne, jedna czwarta na zmiany oprogramowania serwerowego i biurowego, reszta na szkolenia i relacje z klientami. Moody's, firma badająca opinię publiczną, wycenia to na 100 mld USD. Gartner Group, inna firma konsultingowa zajmująca się technologiami informatycznymi (IT), określa łączny koszt na 150-400 mld USD.

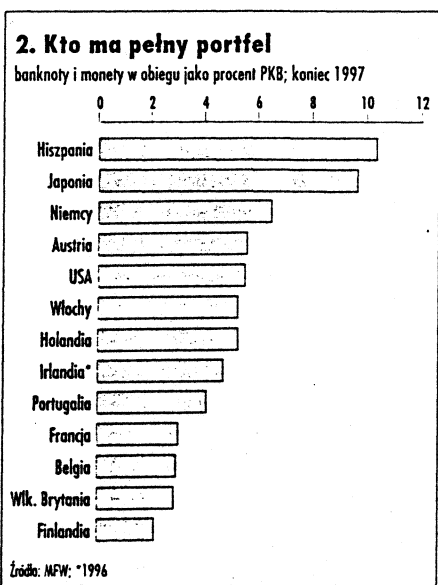
Przestawienie się na euro jest zupełnie innym wyzwaniem niż absorbujące działy IT skutki dla systemów informatycznych nadejścia 2000 r. Efekt milenium jest problemem technicznym i da o sobie znać w precyzyjnie określonym momencie. Co musi zostać zrobione, aby wyeliminować to zagrożenie, jest przynajmniej jasne, podczas gdy w kwestii euro każdy może dokonać innego wyboru. Gartner Group szacuje, że w zależności od tego przystosowanie się do euro może kosztować firmy o jedną czwartą do pięciu razy więcej niż porządzenie sobie z efektem milenium.

Biorąc pod uwagę jedynie systemy operacyjne w 75 milionach komputerów osobistych w europejskich firmach oraz wprowadzenie do nich funkcji wspomagającej wpisywanie nowego symbolu euro, może kosztować 10-20 miliardów USD. Jednak najbardziej zwodniczą częścią aktualizowania systemów informacyjnych będzie zmiana programów użytkowych.

Uaktualnienia do standardowych pakietów oprogramowania, takich jak edytory tekstu i arkusze kalkulacyjne, są proste. Wiele jest faktycznie osiągalnych już w tej chwili – kod Microsoftu instruujący Windowsa, jak wprowadzać euro, może być ściągany do komputerów z sieci. Jednak zmiany małych aplikacji, aby dopasować indywidualnych użytkowników, mogą być dużo trudniejsze. Jeśli użytkownicy nie dokonają aktualizacji swoich komputerów jednocześnie, dane przedstawiające kwotę np. w DEM łatwo mogą zostać wprowadzone do arkusza kalkulacyjnego z kwotami w euro, czyniąc całą operację niezrozumiałą. To może źle określić progi liczbowe, takie jak limity kredytowe, oraz zaśmiecić konta błędami.

Lepiej powiadom swojego prawnika

W teorii, przynajmniej, wprowadzenie euro nie powinno stanowić dużej różnicy, jeśli chodzi o kontrakty i wynikające z nich zobowiązania prawne firm. Dwa przepisy przyjęte na szczycie w Amsterdamie w czerwcu 1997 r. ▶



► ustalają ramy prawne funkcjonowania nowej waluty. Regulacje te powinny zapewnić ciągłość realizacji kontraktów, wyjaśniając, że od końca okresu przejściowego wszystkie odniesienia do walut narodowych w dokumentach prawnych powinny być czytane jako odniesienia do euro.

Lex monetae, zasada prawa międzynarodowego, powinno także zapewnić, że kontrakty europejskie nie stracą ważności w innych krajach. Kilka stanów USA przyjęło prawodawstwo uznające euro i wpisujące kontynuowanie kontraktów w okresie przejściowym.

Generalne zamieszanie w momencie, kiedy ceny w krajach „11” zostaną wyrażone w euro, na pewno stworzy zasłonę dymną dla różnego rodzaju oszustw. Niezależny przedsiębiorca, uaktualniający system księgowy firmy, może np. przenieść na prywatne konto bankowe wszystkie ułamki centów, które znikają w obiegu. Kilka podobnych przypadków praktyki „odcinania drobnych” zostało ujawnionych w Wielkiej Brytanii po przejściu na system dziesiątą w 1971 r.

Rzecz twarda, lecz trudna

Kiedy banknoty i monety euro zostaną wprowadzone do obiegu w 2002 r., pojawią się nowe problemy. Stare i nowe pieniądze będą krążyć równocześnie przez najwyżej sześć miesięcy, w którym to czasie cały nakład banknotów i monet w walutach krajów „11” musi zostać zastąpiony przez nową walutę. Dystrybucja euro będzie logistycznym koszmarem dla europejskich banków i sklepów, które będą głównym źródłem monet. To wprowadzi bezprecedensowe wymagania dotyczące transportu i składowania. Największe problemy czekają detalistów, którzy będą w okresie natężenia styczniowej sprzedaży, kiedy ilość monet w obiegu jest największa.

Masowa produkcja banknotów przez 11 banków centralnych strefy euro rozpocznie się w 1999 roku. Celem jest wyprodukowanie 13 mld banknotów o siedmiu nominalach (5, 10, 20, 50, 100, 200, 500) do czasu, kiedy euro wejdzie w obieg 1 stycznia 2002. Amerykańskie władze martwią się, że banknot 500 euro (o wartości 600 USD) uczyni nową europejską walutę środowiskiem sprzyjającym oszustwom i praniu pieniędzy: portfel banknotów euro o nominale 500 zastąpi walizkę 100-dolarówek,

Zakupy a zmiany

1 stycznia 2002 sklepy będą na pierwszej linii, wsysając stare monety i banknoty i wpompowując nowy pieniądz w kieszenie konsumentów. Eurocommerce, grupa lobbująca reprezentująca europejskich detalistów, szacuje, że przestawienie na euro będzie kosztowało właścicieli sklepów w UE 1,8 proc. obrotu, tzn. około 24 mld USD.

Część tych wydatków przypadnie na sklepy notujące większy przepływ gotówki niż normalnie, ponieważ będą wydawać reszty tylko w euro, przyjmując zarówno nową jak i starą walutę. Aby się na to przygotować, sklepy będą musiały przyjąć dostawę dużych ilości nowej waluty w grudniu 2001, w okresie świątecznych zakupów. Będzie to oznaczać wyjątkową ostrożność, szczególnie kosztowną, kiedy zatrudnia się największą liczbę pracowników sezonowych

Podczas wymiany i jakiś czas potem sklepy będą musiały wywieszać dwie ceny: w euro i w lokalnej walucie. To może być mylące dla personelu i kupujących. Jawność różnic cen między krajami może także być poważnym problemem, jednak niektóre firmy twierdzą, że nie są tym zaniepokojone.

Abstrahując od tego, ile kosztują napoje gazowane i lizaki, ponad 3,2 mln automatów sprzedających będzie potrzebować nowych wlotów na monety i urządzeń sprawdzających pieniądze. Jean-Luis Bariller z francuskiego stowarzyszenia maszyn sprzedających jest zdania, że dostosowanie jednej maszyny wyniesie 3000 franków (540 USD) za najstarsze z mechanicznymi mózгами, do 500 za te najnowocześniejsze, w których dostosowanie jest tylko kwestią przeprogramowania wewnętrznego komputera. Podobne dostosowania będą potrzebne w parkometrach, bankomatami, otwartych maszynach ze znaczkami pocztowymi i telefonach.

najwyższego nominalnie amerykańskiego banknotu.

Najważniejszą sprawą dla Europejczyków będzie utrata własnego charakteru ich waluty narodowej. Wszystkie banknoty będą zaprojektowane w ten sam sposób: zwycięzcy uczestnicy zawodów w 1996 r. z flagą Unii Europejskiej oraz mosty, okna i drzwi (wyrażające europejską otwartość i wspólnotę). Sugestia, żeby na banknotach znalazło się miejsce na narodowe symbole, została odrzucona przez Europejski Bank Centralny.

Monety natomiast utrzymają narodowe symbole. Bicie w ośmiu nominalach (1, 2, 5, 10, 20 i 50 centymów oraz 1 i 2 euro), będą miały wspólny awers, na którym zostanie przedstawiona wartość i mapa, i rewers o charakterze narodowym.

Jednym z poważniejszych problemów, wobec których stoi ECB, jest oszacowanie zapotrzebowania na europieniądze i zapewnienie ich dystrybucji. Nikt nie wie, jak dużo banknotów i monet będzie potrzebnych – nawyki są bardzo różne w krajach strefy euro (patrz wykres 2). Bicie idzie do przodu, jako że będzie potrzebna większa ilość monet niż banknotów – obecnie w obiegu w krajach strefy euro jest w obiegu około 76 mld monet.

Francja musiała przetopić 9 milionów 10-centymowych monet, ponieważ Europejska Unia Niewidomych orzekła, że są mylące. Producenci automatów sprzedających również zażądali zmian, kiedy stwierdzili, że elektroniczne właściwości niektórych proponowanych monet były zbyt podobne.

Dostosowywanie się do nowych monet będzie szczególnie trudne. Włosi będą musieli poradzić sobie z liczbami mniejszymi o trzy zera niż te, których używają obecnie. Irlandczycy, których funt jest wart ok. 1,25 euro, będą mieli do czynienia z nowymi cenami wy-

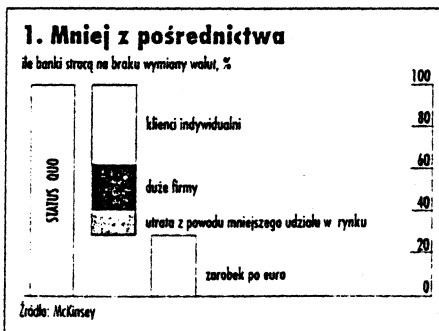
starczająco podobnymi do dotychczasowych, więc istnieje niebezpieczeństwo zamieszania. Nawet dzisiaj można spotkać Francuzów wyrażających ceny w starych frankach, które zostały wymienione 40 lat temu.

Inny skutek to problemy z polityką cenową. Jeśli przedsiębiorstwa będą chciały utrzymać ceny na psychologicznie znaczącym poziomie, jak np. 9,99 czy 0,19, konieczna okaże się zmiana wielkości, w jakich sprzedają swoje produkty. Stworzy to sposobność do naciągania cen, co często towarzyszy wymianie pieniądza. W istocie, każde oszustwo, włączając proste wygórowywanie cen, będzie trudniejsze do wykrycia we wczesnej fazie funkcjonowania euro.

Fałszerze mogą też w większości dokonać totalnych fałszerstw także w 2002. Banknoty euro będą pełne zmyślnych znaków zabezpieczających, ale dopóki ludzie nie przyzwyczają się do nowego pieniądza, będzie szansa na przemykanie podróbek. Na dodatek matryca hologramu, który miał być jednym z zabezpieczeń banknotów euro, została skradziona na trasie przelotu samolotu Air France z Paryża do Monachium w maju. ECB uparcie twierdzi, że to był tylko próbny model.

Koszt przejścia na euro może więc okazać się znacznie wyższy od oczekiwanego. Czyni to jeszcze bardziej żywotną kwestię, aby europejskie rządy i biznes rozpropagowały potencjalne zalety jednego pieniądza.

Tłumaczenie Inga Krzywiak
Odcinek piąty w następnym numerze





Euro w pigułce V

— międzynarodowy pieniądz

Euro stanie się drugą walutą na świecie. Jednak, jak mówi piątą z serii naszych artykułów, nie wiadomo, czy i kiedy zagrozi dominującej roli dolara w światowym systemie finansowym.

W gospodarczym i finansowym aspekcie 11 krajów euro prawie dorównuje USA. Ich połączony PKB w 1997 r. wyniósł 6,5 bln USD, amerykański – 8,1 bln USD. Udział krajów „11” w międzynarodowym handlu poza obszarem UE (19 proc.) jest odrobinę większy niż udział USA (17 proc.). Wzięte razem rynki papierów wartościowych w krajach euro są nieco mniejsze niż amerykańskie, a rynki akcji dużo mniejsze niż Wall Street.

Rola dolara w międzynarodowych finansach jest jednak znacznie większa, niż sugerowałyby to znaczenie Ameryki. Dolar jest główną walutą używaną w handlu międzynarodowym i inwestycjach. Około połowa światowego handlu jest fakturowana w tej walucie. Jak wskazuje ankieta Banku Rozrachunków Międzynarodowych, dolar pojawia się w 87 proc. wszystkich transakcji międzynarodowych, marka niemiecka w 30 proc., a inne waluty tylko w 24 proc.

Chociaż udział dolara w emisji obligacji na rynku międzynarodowym spadł od początku lat 80., ponad 50 proc. międzynarodowych weksli i papierów wartościowych jest w dolarach, porównując z 28 proc. dla walut wszystkich krajów strefy euro. Kredyty bankowe pokazują taką samą przewagę: 45 proc. międzynarodowych pożyczek jest wyrażonych w tej walucie (wykres 1).

Prawie połowa światowych depozytów trzymany w zagranicznych bankach jest w dolarach. Waga dolara w prywatnych transakcjach międzynarodowych powoduje także, że to on jest walutą obieraną dla oficjalnych rezerw krajowych. W 1997 r. około 57 proc. światowych rezerw stanowiły dolary, jednak ich udział zmalał w ostatnich dwóch dekadach (wykres 2).

Ameryka ciągnie liczne zyski z dominującej roli swojej waluty. Po pierwsze, państwo zarabia na monopolu na druk banknotów, weksli i monet. Różnica między wartością kruszcu i kosztem bicia monet a ich nominalną wartością z dolarów trzymany za granicą jest szacowana na około 0,1 proc. amerykańskiego PKB.

Po drugie, przewaga dolara na rynkach papierów wartościowych daje także Ameryce „zniżkę płynnościową” na dług rządowy. Płynność rynku papierów wartościowych pozwala skarbowi państwa płacić niższe premie kupującym. Richard Portes z London Business School i Hele-

ne Rey z London School of Economics oszacowali, że rabat między ceną sprzedaży towarów za gotówkę a ceną transakcji terminowej wynosi 25-50 punktów.

Trzecią, być może największą, korzyścią z dominacji dolara jest zdolność Ameryki do finansowania deficytu na rachunkach bieżących we własnej walucie. Charles de Gaulle skarżył się, że niewspółmierny przywilej dolara „umożliwia Stanom Zjednoczonym to, iż pozostają kredytobiorcami wobec innych państw bez żadnych obciążeń”. Rzeczywiście, Ameryka spłaca odsetki ze wszystkich rządowych długów, jakie emituje. Nawet jeśli de Gaulle uchwycił sedno sprawy, Ameryka mogłaby mieć większe trudności, wynikające z dużego deficytu na rachunkach bieżących, jeśli dolar nie zostałby walutą międzynarodową.

Euro rzuca wyzwanie

Czy jest możliwe, że Europa wyciągnie korzyści z euro dla siebie? Czy euro będzie silną czy słabą walutą? Czy jego wartość w stosunku do dolara będzie rosła, czy też malała?

Rozważający te kwestie ekonomiści podzielili się na dwa obozy. Do jednego należą entuzjaści, liczący, że euro będzie silną i stabilną walutą, która szybko stanie się wyzwaniem dla dominującego dolara. Uważają także, że będzie to szło w parze z szybkością dzisiejszych rynków kapitałowych.

W drugim obozie są sceptycy, którzy uważają, że euro będzie musiało wyrobić sobie dobrą opinię, zanim inwestorzy w nie wejdą. Szacują oni także, że inercja w schematach np. lokowania re-

zerw jeszcze przez kilka dekad może przynosić korzyści dolarowi.

Fred Bergsten, dyrektor Institute for International Economics, jest najbardziej prominentnym amerykańskim entuzjastą euro. Oczekuje on, że Europejski Bank Centralny (EBC) będzie prowadził konsekwentną politykę monetarną. Uważa także, że inwestorzy i banki centralne wymienią z dolarów na euro istotną część swoich środków finansowych; ich wielkość związana będzie ze znaczeniem gospodarczym obszaru euro.

Bergsten uważa również, że około 30-40 proc. światowych środków finansowych będzie wyrażanych w euro, 40-50 proc. w dolarach, reszta w jenach i mniejszych walutach, takich jak frank szwajcarski i funt szterling. Taka zmiana w portfelu może oznaczać transfer w wysokości 500 mld do 1 bln USD na euro. I jeśli stanie się to tak szybko, jak przewiduje Bergsten, spowoduje stały wzrost euro w stosunku do dolara.

Portes i Rey, także entuzjaści euro, argumentują, że kluczowym wyznacznikiem przyszłego znaczenia euro będą koszty transakcji z jego użyciem w wymianie międzynarodowej i na rynkach papierów wartościowych. Kiedy nastąpi integracja kapitału europejskiego i rynku papierów wartościowych, co wpłynie na zwiększenie ich płynności, koszty transakcji zmaleją. Niższe koszty uatrakcyjnią inwestowanie w euro, zwiększając z kolei ich rozmiary, dalszą redukcję kosztów itd.

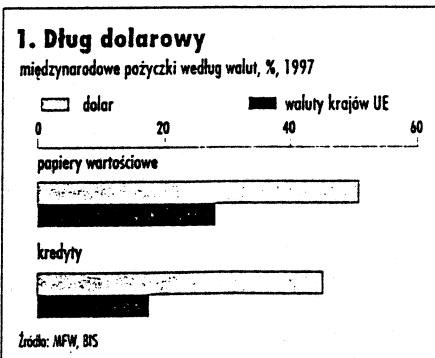
Niższe koszty transakcji na rynkach zagranicznych zwiększą także atrakcyjność euro jako waluty wymiany handlowej. Jeśli na europejskich rynkach finansowych będą następować dalsze zmiany instytucjonalne i jeśli Wielka Brytania, która ma lepiej rozwinięte rynki kapitałowe niż kontynent, przyłączy się do euro, ekonomiści szacują, że euro może całkiem szybko i z łatwością stać się wyzwaniem dla dolara.

Wersja sceptyków

Wielu ekonomistów podkreśla, że euro jest ciągle nie wypróbowane i że rynki będą potrzebowały czasu, zanim przekonają się do jego stabilności i wartości. Co ważniejsze, inwestorzy wykazują historycznie uwarunkowaną skłonność do określania swojego portfela w rodzimych walutach. Aby nastąpiła zmiana w portfelu netto, zagraniczni inwestorzy muszą lokować większość środków finansowych w euro.

Nie ma też całkowitej gwarancji, że powstanie jeden rynek kapitałowy. Jedna waluta nie oznacza, że europejski rynek papierów wartościowych zostanie całkowicie zintegrowany. Chociaż euro wyeliminuje ryzyko związane z kursem wymiany walut na terenie Europy, nie znaczy to, że niemieckie i włoskie papiery wartościowe staną się doskonałymi substytutami. Różnice w braku ryzyka i opodatkowaniu spowodują, że pojedyncze rynki kapitałowe pozostaną podzielone – jednak w stopniu mniejszym niż obecnie.

Nieprawdopodobne są także nagłe zmiany w oficjalnych rezerwach. Kiedy euro zostanie wprowadzone, narodowe banki centralne krajów



„11” będą mieć stosunkowo wysokie zapasy zagranicznych rezerw, których nie będą już dłużej potrzebować, ponieważ duża część tego, co teraz stanowi handel zagraniczny, stanie się handlem wewnętrznym strefy euro. Te „nadmiarowe” rezerwy są szacowane na 50 do 230 mld USD. Banki centralne w pewnym stopniu będą chciały je zredukować.

Banki centralne nie należące do strefy euro (które w swoich rezerwach mają łącznie jakieś 775 mld USD) mogą także chcieć posiadać więcej euro i mniej dolarów. Jeśli oficjalne rezerwy dolarowe zostałyby nagle sprzedane, jasne jest, że nastąpiłaby zniżka dolara. Jednak banki centralne na pewno będą chciały uniknąć jakichkolwiek działań destabilizujących rynki finansowe. W każdym razie, oficjalne rezerwy dolarowe są trudno porównywalne z całością amerykańskich inwestycji i zobowiązań międzynarodowych, które według MFW osiągnęły 3,5-4 bln USD. Faktycznie istotne jest więc, aby utrzymać prywatnych inwestorów.

Zależność między dostosowaniem portfela i kursem wymiany euro jest skomplikowana. W teorii, jeśli rządy i firmy będą zaciągali pożyczki w euro i zapewnią jego podaż odpowiednią do wysokości popytu inwestorów prywatnych na aktywa w tej walucie, może to nie mieć żadnego skutku. W praktyce jednak istotny wpływ kursu wymiany może być oczekiwany głównie dzięki schematowi deficytu na rachunkach bieżących i nadwyżek w rozliczeniach pomiędzy Ameryką a Europą.

Jeśli zapotrzebowanie na aktywa euro przyjdzie z zewnątrz Europy, spowoduje napływ kapitału do regionu. Będzie to oznaczać konieczność przerzucenia się z dzisiejszych ogromnych nadwyżek na rachunkach bieżących (1,8 proc. PKB krajów „11” w 1997 r.) na duży deficyt, aby ulokować napływający kapitał. Ameryka z kolei byłaby zmuszona do wyrównania radykalnie swojego deficytu na rachunku bieżącym (2,1 proc. PKB w 1997 r.). Taką huśtawkę prawdopodobnie wywołałyby zmiany w kursach wymiany walut i ostro rosnące euro w stosunku do dolara. Co więcej, jeśli z kolei zapotrzebowanie na aktywa euro będzie rosło szybciej niż ich podaż, wartość euro będzie stale rosła. Aby przybliżyć rząd wielkości, Portes i Rey podają, że zmiana portfe-

Wielogłosowe euro

Kto będzie zajmował się międzynarodowymi relacjami euro? Kto będzie reprezentował je w G7, MFW czy OECD? Na te pytania wciąż nie ma jasnej odpowiedzi. Monetarna polityka euro jest określana przez EBC, którego głównym celem jest wewnętrzna stabilność cen walut, podczas gdy polityka fiskalna pozostaje sprawą poszczególnych rządów. Za nadzór bankowy odpowiadają instytucje krajowe, a rola EBC jako kredytodawcy w ostateczności nie jest jednoznacznie określona. Tymczasem odpowiedzialność za politykę kursów wymiany walut jest podzielona między rządy krajów i EBC.

W ten sposób rządy utrzymały prawo ingerencji w formalne ustalenia kursów wymiany. W wypadku braku takich ustaleń klub ministrów finansów 11 krajów strefy euro może, w wyjątkowych okolicznościach, wskazać generalne kierunki w kwestii polityki dotyczącej kursów wymiany walut, chociaż ministrowie już w tej chwili powiedzieli, że ich interwencja jest mało prawdopodobna. W ten sposób na EBC może spaść obowiązek „opieki” nad wartością euro na zewnątrz w kontekście monetarnej polityki banku.

Można się pogubić? Do kogo miałby zadzwonić Robert Rubin, amerykański sekretarz stanu, w momencie wybuchu globalnego kry-

zysu? Co najmniej do trzech osób – zgodnie z ostatnimi propozycjami Komisji Europejskiej. Na początku tego miesiąca komisja zasugerowała, że od momentu wprowadzenia euro powinno być reprezentowane za granicami unii przez biblijnie brzmiącą „trójcę”, składającą się z reprezentantów rady, komisji i EBC. Reprezentant rady pochodziłby z kraju, który sprawowałby przewodnictwo w UE. Jeśli kraj ten nie jest członkiem unii monetarnej, jak np. Szwecja (będzie przewodniczyć unii w pierwszej połowie 2001), wtedy „trójca” powoła członków z następnego kraju, który w kolejności będzie sprawował przewodnictwo.

A co z G7 (z MFW)? Komisja akceptuje formalną przynależność tylko niezależnych rządów; jednak nie wydaje się, aby Niemcy, Francja i Włochy miały zamiar odstąpić swoje miejsce. Ale „trójca” też będzie chciała mieć swoją reprezentację w G7. Kłopot w tym, że Europa jest już reprezentowana zbyt licznie (czterech z siedmiu członków G7 na 30 proc. kapitału MFW). I jak w takim przypadku zapewnić, że „trójca” będzie mówić jednym głosem? Nie przekonują sugestie komisji, że szybka i skuteczna będzie koordynacja poprzedzająca takie ustalenia. Proponuje ona nawet wprowadzenie połączenia wideo-konferencyjnego między ciałami wchodzącymi w skład „trójcy”. Na razie telefony od pana Rubina, czy też od kogokolwiek innego, przypuszczalnie będą przełączane na tryb „proszę czekać”.

la w wysokości 700 mld USD na euro może zbić dolara o 40 proc. Taka zmiana musiałaby mieć duży wpływ na gospodarkę globalną.

Polityka pieniężna EBC (a także fiskalna polityka rządów krajów „11”) będzie miała wpływ na popyt i cenę euro. Najważniejsze jest więc to, czy EBC, który układem z Maastricht został zobligowany tylko do utrzymania stabilności cen, poświęci wiele uwagi kursowi wymiany euro. Czy strefa euro będzie gospodarką stosunkowo zamkniętą; bilans handlu zagranicznego wyniesie około 10 proc. PKB. Europejczyków może skusić niedbałość, o którą często oskarżali Amerykanów w odniesieniu do dolara. W rzeczywi-

stości, niektórzy ekonomiści myślą, że z dwoma największymi walutami na świecie, z których każda jest skoncentrowana na wewnętrznych celach, może wzrosnąć niestabilność walutowa.

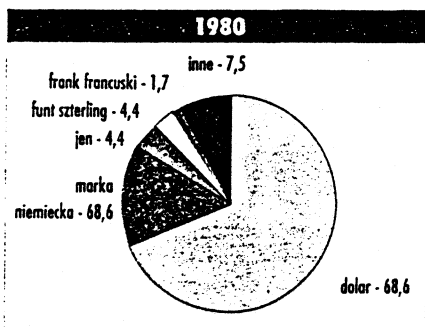
Stąd, być może, ponowne wołania o bardziej formalną międzynarodową koordynację. W najprostszym kształcie, może to znaczyć nie więcej niż bliższą współpracę między głównymi blokami walutowymi – dolara, euro i jena. Ale były także głosy za wprowadzeniem „stref” dla euro i innych walut.

Formalne cele co do kursów wymiany wydadają się wykonalne, nawet jeśli byłaby pożądana koordynacja między największymi walutami świata. Jeśli jednak weźmiemy pod uwagę kwestię odpowiedzialności za funkcjonowanie nowej waluty na arenie międzynarodowej, ciężko wyobrazić sobie, że zadziałają one w przypadku euro. Jak pokazały lata 30., istnienie dwóch współdominujących walut (funta i dolara) może być destabilizujące. Kraje trzecie mogą cierpieć z powodu dużych wahań kursów walut. Wyzwanie, jakie stoi przed Europejczykami (i nie tylko), to wyciągnięcie korzyści z rosnącej wagi ich nowego pieniądza i jednocześnie minimalizowanie ryzyka negatywnych konsekwencji w skali globalnej.

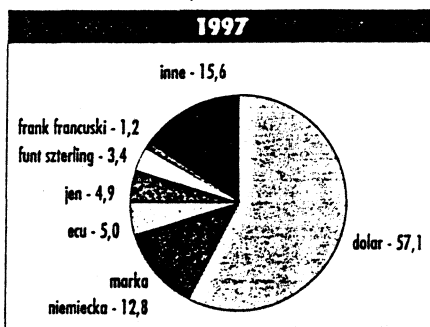
Tłumaczyła Inga Krzywiec
Szósty odcinek w następnym numerze

2. Mniej dolarów w rezerwach

światowe rezerwy walut, %



Źródło: MFW





Euro w pigułce

— „amerykańskie marzenie” Europy

Wprowadzenie wspólnej waluty doprowadzi do znacznej poprawy na europejskim rynku finansowym, mają nadzieję jedni. Zmiany mogą jednak nie przyjść szybko, twierdzą inni.

W porównaniu z rynkami obligacji i akcji w USA, rynki 11 krajów zamierzających wprowadzić euro mają skromne środki. Przedsiębiorstwa kontynentalnej części Europy ciągle zbyt mocno polegają na bankach. Wprowadzenie euro stwarza szansę na płynny rynek kapitałowy, który mógłby rywalizować z amerykańskim. Europa rozpaczliwie tego potrzebuje. Podzielone rynki kapitałowe nie zapewniają starzejącym się Europejczykom najlepszych dochodów z ich oszczędności, a przedsiębiorstwa traktują swoich akcjonariuszy z pogardą.

Rynek obligacji rządowych wyrażony w euro będzie duży. Wartość nie wykupionych papierów skarbowych emitowanych przez kraje „11” może dochodzić do 1,8 bln ecu, co dorówna rynkowi obligacji skarbowych Ameryki.

Obecnie niemal 3/4 środków finansowych firm kontynentalnej Europy pochodzi z banków i od innych kredytodawców, a tylko 1/4 z rynków kapitałowych. W Ameryce natomiast tylko 1/4 finansowych potrzeb przedsiębiorstw jest zaspokajana przez banki.

Większość obligacji emitowanych w UE pochodzi z przedsiębiorstw z najwyższą oceną zdolności kredytowej (AA i powyżej), w Ameryce – 30 proc. Kredyty o większym ryzyku są w znacznej części wykluczone z rynku kapitałowego. Rynek obligacji korporacji wszystkich krajów unii walutowej (EMU) stanowi połowę amerykańskiego. Jednak około 4/5 europejskich pożyczek bankowych dla przedsiębiorstw udzielanych jest przez instytucje finansowe.

Z klapkami na oczach

Obecnie najbardziej elastyczna forma kapitału spekulacyjnego – emisje akcji zwykłych – nie jest dostatecznie rozwinięta. Dla wielu przedsiębiorstw przeprowadzenie emisji akcji jest bardzo trudne. Nic więc dziwnego, że współczynnik kapitalizacji giełdy papierów wartościowych dla 11 krajów unii monetarnej wynosi tylko 58 proc. w stosunku do ich PKB, zaś w Ameryce 120 proc. (wykres). Średnia kapitalizacja 25 największych przedsiębiorstw w Europie stanowi mniej niż połowę kapitalizacji amerykańskich.

Giełdy europejskie będą się łączyć, tworząc jeden rynek akcji. Na początku 1999 r. London Stock Exchange ma połączyć się z Deutsche Boerse w celu rozwinięcia rynku akcji dla 300 największych przedsiębiorstw Europy. Silniejsze rynki kapitałowe powinny uczynić finansowanie

bardziej elastycznym i tańszym. To poprawiłoby ich zyskowność i produktywność.

Komisja Europejska wprowadziła postępowanie unifikacji rynku kapitałowego Europy. Teoretycznie banki mogą operować na terytorium całej UE. Giełdy mogą zakładać swoje placówki w każdym z krajów UE. Firmy zarządzające ka-

pitalem mogą sprzedawać swoje produkty w całym regionie.

Wydany przez którykolwiek z krajów członkowskich „paszport” pozwala firmie finansowej działać na terenie UE tak długo, jak długo będzie zarejestrowana w jednym z krajów należących do unii. Zaplecze dla takiej działalności tworzy system „skonsolidowanego nadzoru”. Zgodnie z nim, za ustalenie zasad działalności firmy odpowiedzialny jest przede wszystkim „regulator” w kraju, w którym ma ona swoją bazę.

Postęp jest jednak powolny. „Zakumulowały się znaczące opóźnienia we wdrażaniu uzgodnionych zasad” – stwierdzono w ostatnim raporcie komisji. Różnice między krajami UE dotyczą: zasad w handlu, wymagań dotyczących publikacji sprawozdań finansowych spółek akcyjnych, które chcą emitować papiery wartościowe, standardów księgowych, opodatkowania (na przykład ubezpieczeń na życie i emerytur) lub odsetek (w Niemczech np. pobiera się 25 proc. podatku od dywidend, we Włoszech – tylko 12,5 proc.).

Obciążeniem dla rynku jest też prawo, które skłania europejskich ubezpieczycieli do lokowania 80 proc. aktywów i pasywów w tych samych walutach. Fundusze emerytalne podlegają podobnym, chociaż mniej drakońskim, restrykcjom.

Jak zatem widać, Europa nie ma obecnie zunifikowanego rynku kapitałowego. Czy wprowadzenie euro przyspieszy proces jego powstawania?

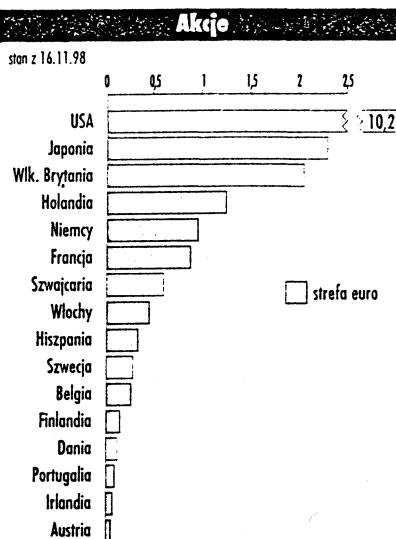
Na rynku obligacji

Pierwszy krok w tej dziedzinie zostanie zrobiony 1 stycznia 1999 r. Unia walutowa 11 krajów wyeliminuje ryzyko walutowe. Jednak ten rynek nie będzie tak jednorodny jak rynek amerykańskich weksli skarbowych. Różnice stóp procentowych między krajami pozostaną. Przynajmniej w teorii Europejskiemu Bankowi Centralnemu (EBC) nie wolno będzie ręczyć za kraje, które popadną w tarapaty. Różne są stawki podatku od dywidend z obligacji w krajach „11”, chociaż Komisja Europejska chce je zharmonizować. Różne są także sposoby emisji obligacji rządowych i zawierania transakcji (np. Francja regularnie organizuje aukcje obligacji o różnych terminach płatności, Niemcy nie). Usuwanie tych różnic będzie się odbywało stopniowo.

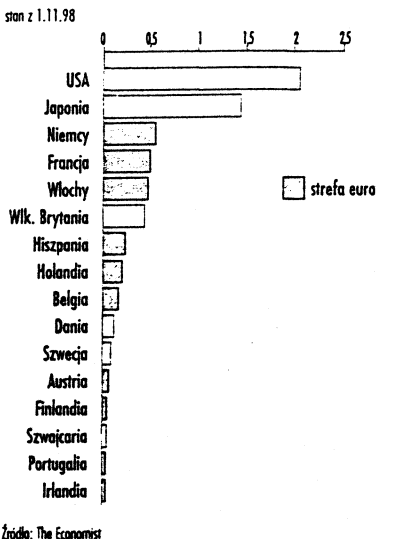
Czy rynek kapitałowy będzie rozwijać się, nawet jeśli rynek europejskich obligacji rządowych nie zostanie zunifikowany? Możliwe, że niska i wciąż zmniejszająca się inflacja przekona do ob-

USA poza zasięgiem

kapitalizacja rynkowa bln USD



Papiery rządowe



Źródło: The Economist

nizienia oprocentowania obligacji rządowych dla krajów „11”; np. do 3,75 proc. w roku następnym – szacuje Goldman Sachs. To zachęci starzejących się Europejczyków do szukania nowych możliwości oszczędzania.

Obecnie niemal 90 proc. oszczędności jest inwestowane na rynku krajowym, często z bardzo małym zyskiem. A coraz więcej pieniędzy trzeba inwestować. W 1996 r. wartość aktywów emerytalnych w Europie wynosiła 630 mld USD, do 2001 – oblicza Bank Anglii – będzie to 1800 mld USD. Dla firm ubezpieczeniowych liczby te wynoszą odpowiednio 2600 mld USD i 6300 mld USD.

Unia walutowa pozwoli inwestorom rozwinąć skrzydła. Kiedy aktywa i pasywa zostaną wyrażone w euro, ograniczenia inwestycyjne dla funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych staną się zbędne.

Przy niskim oprocentowaniu rządowych papierów skarbowych w Europie inwestorzy będą mieli większy apetyt na bardziej ryzykowne, wyżej oprocentowane aktywa, np. obligacje korporacji lub gwarantowane papiery wartościowe, a także najbardziej ryzykowne, lecz potencjalnie najbardziej opłacalne akcje.

Banki zależą od pożyczkobiorców

Wydaje się, że podaż zarówno obligacji, jak i akcji korporacji także zaczyna wzrastać. W przypadku obligacji korporacji podaż zależy od stopnia, w jakim przedsiębiorstwa przerzucą się z pożyczek bankowych na szukanie środków na rynkach kapitałowych. Powód, dla którego większość przedsiębiorstw nie wykorzystuje rynków kapitałowych, jest jasny – kredyty bankowe są tańsze. Teraz to się zmieni, choć powoli, ponieważ coraz trudniej będzie bankom obniżyć marżę.

Spadek kosztów zaciągania kredytów na rynku obligacji w końcu nastąpi, po prostu dlatego, że będzie rosła zapotrzebowanie na wysoko oprocentowane obligacje korporacji. To przekona przedsiębiorstwa, aby korzystały raczej z rynków kapitałowych niż banków. Goldman Sachs przypuszcza, że rynek obligacji korporacji może wzrosnąć pięciokrotnie.

Ile trzeba na to czasu? Odpowiedź zależy od tego, jak energiczne wysiłki podejmą europejskie banki w obronie kredytów. Generalnie w bankach pieniądze można zdobyć taniej niż na rynkach kapitałowych, ponieważ liczą one na inne zlecenia od przedsiębiorstw, które kredytują. Co więcej, mają deponentów, którzy – uwzględniając ryzyko związane z różnicami kursów walut – ze zrozumiałą niechęcią inwestują swoje pieniądze za granicą. Także akcjonariusze banków nie naciskali, aby zwiększyły one zyski ograniczając nisko oprocentowane kredyty.

Wprowadzenie jednego pieniądza spowoduje wzrost nacisków na banki. W krótkim okresie co najmniej kilka źródeł dochodów banków wyschnie, np. handel walutami między członkami strefy euro (handel obligacjami rządowymi i w obrębie usług bankowych dla przedsiębiorstw). Doradcy szacują, że łącznie z tych źródeł pochodzi 40-80 proc. dochodów europejskich banków.

Co grozi giełdzie w Londynie

Londyn długo był największym centrum finansowym Europy i faktycznie świata. W City zostało przeprowadzonych więcej operacji walutowych niż w którymkolwiek innym centrum finansowym. Banki inwestycyjne, zarówno z Europy, jak i reszty świata, obrały to miejsce za swoją bazę wypadową na kontynent. Ciekawe, czy z nadejściem euro Frankfurt, siedziba Europejskiego Banku Centralnego, zepchnie londyńskie City na ubocze.

Pewne oznaki wskazują, że Frankfurt może przyjmować taką postawę. Londyńska giełda została popchnięta ku partnerstwu z giełdą niemiecką, aby obsługiwać indeks 300 giełd w Europie. Chociaż inne europejskie giełdy snują spóźnione plany połączenia, jasne jest, że to Frankfurt siedzi za kierownicą. Giełda we Frankfurcie przejęła niemal wszystkie większe kontrakty LIFFE na 10-letnie obligacje niemieckiego rządu i przyłączyła się do giełdy szwajcarskiej (SOFSEX); tym samym zajęła miejsce LIFFE – drugiej największej na świecie giełdy transakcji termino-

wych. Wiele osób sądzi, że EBC okaże się magnesem przyciągającym firmy finansowe.

W rzeczywistości rozwój innych giełd nie świadczy o zmierzchu Londynu jako centrum finansowego. Prawdopodobnie nie będzie miało znaczenia, że EBC ma swoją bazę we Frankfurcie. Amerykańska Rezerwa Federalna ma swoją siedzibę w Waszyngtonie, a główne centrum finansowe Ameryki mieści się w Nowym Jorku. Nie ma też znaczenia, gdzie będzie mieścić się największa giełda w Europie, jeśli transakcje i tak zawiera się na podstawie instrukcji pochodzących z Londynu. Poza tym większa część zysków City pochodzi z obrotu na wolnym rynku, handlu obligacjami, wymiany walut. Udział Londynu w handlu walutą faktycznie wzrósł – tutaj jest zawierana 1/3 wszystkich transakcji dewizowych, porównując z 5 proc. transakcji zawieranych we Frankfurcie. Londyn wciąż ma wiele zalet: mnóstwo inwestorów instytucjonalnych (zarządzający środkami czterokrotnie wyższymi niż we Frankfurcie), dobre kontakty z regulatorem i talent – więcej jest ludzi w Londynie zaangażowanych w usługi finansowe niż mieszkańców we Frankfurcie.

Deponenci będą mogli włożyć swoje pieniądze do dowolnego banku w Europie. Może to spowodować erozję podstaw tradycyjnych detalicznych funduszy banków. Droższa będzie konsolidacja rynku hurtowego. Większa konkurencja w Europie już doprowadziła do wielu fuzji.

Jedna waluta będzie oznaczać większą konsolidację.

Czy banki mogłyby sprostać większej konkurencji obniżając coraz bardziej marżę? Są trzy powody, aby sądzić, że nie:

- bankom, które pożyczają zbyt tanio, po wprowadzeniu euro coraz trudniej będzie przyciągać pieniądze inwestorów. Tak dzieje się już obecnie, jedna waluta nasili jednak ten proces;
- proporcje nakładów inwestycyjnych do ogólnego funduszu inwestycyjnego banków zostały zachwiane, m. in. w wyniku strat poniesionych w handlu i na wschodzących rynkach. Banki będą musiały wyprzedawać majątek lub podwyższyć kapitał;
- wydaje się, że banki już zaczęły dbać o spoiwość kryteriów kredytowych; euro prawdopodobnie przyspieszy ten proces.

Uplynie jednak dużo czasu, zanim kłopoty banków nasilą się. Większość deponentów włoży swoje pieniądze do banku, którego nazwa jest im znana. Banki pożyczą tym, których znają; wciąż bowiem liczy się znajomość miejscowych realiów, szczególnie kiedy udziela się pożyczek małym przedsiębiorstwom. Potrzeba dużo czasu, aby odzwyczaić europejskich przedsiębiorców od banków i przyzwyczaić do obligacji.

Na rynku papierów wartościowych

Inne czynniki będą wpływać na podaż w przypadku akcji. Częściowo będzie ją wprawiać w ruch fa-

la początkowych publicznych ofert subskrypcyjnych (które pojawiają się, gdy przedsiębiorstwa zaczynają się łączyć i rozwijać, co umożliwi im zbieranie owoców nowo powstałej wielkiej gospodarki) oraz ciągła prywatyzacja firm (częściowo wprawiana w ruch przez ograniczenia na rządowe pożyczki, które pociągnie za sobą przynależność do euro). Doradcy spodziewają się, że w ciągu 5 lat zostanie sprywatyzowany majątek o wartości około 125 mld USD.

Europejscy inwestorzy będą mogli wybierać między różnymi akcjami w wielu krajach. To może w końcu wpłynąć na właściwy sposób traktowania akcjonariuszy przez europejskie przedsiębiorstwa, zmusić je, aby pokazały inwestorom, że ich papiery wartościowe będą przynosić przyzwoity zysk.

Tak... może być. Jednak Europa ciągle ma do przejścia długą drogę, a ochrona inwestorów w wielu krajach jest ciągle słaba. Wcześniej czy później rządy zwrócą uwagę, że kraje, w których jest ona najsłabsza (np. Francja czy Włochy), mają jedne z najmniej rozwiniętych rynków papierów wartościowych.

Komisja Europejska przyznaje, że konieczne jest przeprowadzenie wielu zmian, zanim Europa rzeczywiście będzie miała jednorodny rynek kapitałowy. Podatki, regulacje, nadzór, przepisy regulujące dopuszczenie walorów do obrotu na giełdzie, księgowość, reguły handlu – wszystko to wymaga znacznie głębszej harmonizacji. I, chociaż unia monetarna prawdopodobnie przyspieszy bieg rzeczy, postęp będzie mozolny i powolny.

Tłumaczyła Inga Krzywiacz
Odcinek siódmy w następnym numerze