

Spis treści

Wprowadzenie	13
1. Funkcjonowanie wybranych nowych krajów członkowskich strefy euro	17
1.1. Kryzys finansowy Cypru	19
1.1.1. Wstęp	19
1.1.2. Rozwój sytuacji gospodarczej Cypru przed wejściem do strefy euro ...	20
1.1.3. Gospodarka Cypru w okresie kryzysu finansowego 2008+	30
1.1.4. Analiza przyczyn narastania kryzysu finansowego Cypru	34
1.1.5. Skutki kryzysu cypryjskiego dla strefy euro	39
1.2. Funkcjonowanie Słowenii w strefie euro	43
1.2.1. Ogólna charakterystyka Słowenii	43
1.2.2. Charakterystyka gospodarki i rozwoju gospodarczego Słowenii przed wejściem do strefy euro	44
1.2.3. Polityka gospodarcza Słowenii	48
1.2.3.1. Polityka pieniężno-kursowa Słowenii	48
1.2.3.2. Polityka fiskalna	51
1.2.4. Gospodarka Słowenii po wejściu do strefy euro	53
1.2.5. Finanse publiczne Słowenii w okresie kryzysu	56
1.2.6. Przyczyny kryzysu gospodarki słoweńskiej	57
1.2.7. Podsumowanie	60
2. Sposoby i efekty przeciwdziałania kryzysowi zadłużenia w wybranych państwach członkowskich Unii Europejskiej	63
Wstęp	65
2.1. Odpowiedź na kryzys zadłużenia na szczeblu europejskim (reforma instytucjonalna) i w wybranych państwach członkowskich Unii Europejskiej	67
2.2. Wstępna ocena kondycji finansów publicznych poszczególnych państw członkowskich UE po podjęciu działań w reakcji na kryzys zadłużenia	72
Zakończenie	79

3. Niekonwencjonalna polityka monetarna w łagodzeniu kryzysu	83
3.1. Niekonwencjonalna polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego w latach 2013–2016	85
3.1.1. Konwencjonalne narzędzia polityki monetarnej stosowane przez EBC	85
3.1.2. Niekonwencjonalne narzędzia polityki monetarnej stosowane przez EBC	87
3.1.2.1. Długoterminowe operacje otwartego rynku	89
3.1.2.2. Zakupy papierów wartościowych	91
3.1.3. Wpływ polityki monetarnej EBC na kurs EUR/PLN i stopy procentowe w Polsce	99
3.1.3.1. Skutki niekonwencjonalnej polityki monetarnej stosowanej przez inne banki centralne dla gospodarki Polski	99
3.1.3.2. Czy NBP powinien stosować narzędzia niekonwencjonalnej polityki monetarnej?	101
3.1.4. Podsumowanie	101
3.2. Polityka monetarna banków centralnych Czech i Węgier a polityka monetarna Narodowego Banku Polskiego w latach 2013–2016	105
3.2.1. Polityka monetarna Narodowego Banku Polskiego	105
3.2.2. Polityka monetarna banku centralnego Węgier (MNB)	106
3.2.2.1. Operacje otwartego rynku MNB	107
3.2.2.2. Inne niekonwencjonalne programy MNB	108
3.2.3. Polityka monetarna Narodowego Banku Czech (CNB)	113
3.2.3.1. Polityka konwencjonalna CNB	113
3.2.3.2. Interwencje walutowe	114
3.2.4. Efekty gospodarcze	115
3.2.4.1. Stopy podstawowe banku centralnego	115
3.2.4.2. Stopy wzrostu PKB	116
3.2.4.3. Inflacja	117
3.2.4.4. Stopy bezrobocia	118
3.2.4.5. Dynamika kursów walutowych	118
3.2.4.6. CBS Basis	119
3.2.4.7. Stopy obligacji rządowych 10Y	120
3.2.4.8. CDS Spread	121
3.2.4.9. Indeksy giełdowe	121
3.2.4.10. Rezerwy walutowe	122
3.2.5. Podsumowanie	123
3.3. Struktura terminowa stóp procentowych dla papierów rządowych oraz na rynku międzybankowym	125
3.3.1. Papiery rządowe	125
3.3.1.1. Zadłużenie	125

3.3.1.2. Ceny rynkowe	130
3.3.1.3. Stopy rentowności	131
3.3.1.4. Struktura terminowa stóp rentowności dla obligacji benchmarkowych	135
3.3.1.5. Wyglądzone krzywe rentowności	135
3.3.1.6. Krzywa stóp spot dla papierów rządowych	137
3.3.2. Stopy rynku międzybankowego	138
3.3.2.1. Stopy depo	139
3.3.2.2. FRA (<i>Forward Rate Agreement</i>)	141
3.3.2.3. Swap procentowy (<i>Interest Rate Swap</i>)	144
3.3.3. Porównanie struktury terminowej stóp dla papierów rządowych oraz stóp z rynku międzybankowego	147
3.3.4. Podsumowanie	152
3.4. Ryzyko kredytowe Polski na tle innych krajów Unii Europejskiej	155
3.4.1. Opis transakcji CDS	155
3.4.2. Globalny indeks CDS dla papierów rządowych	159
3.4.3. Wskaźnik relatywnego poziomu ryzyka	164
3.4.4. Kwotowania CDS a udział zadłużenia w relacji do PKB	165
3.4.5. Porównanie Polski z krajami Unii Europejskiej	167
3.4.5.1. Polska, Finlandia, Niemcy, Austria	168
3.4.5.2. Polska, Szwecja, Dania, Wielka Brytania	169
3.4.5.3. Polska, Holandia, Belgia, Francja	169
3.4.5.4. Polska, Czechy, Słowacja	170
3.4.5.5. Polska, Estonia, Litwa, Łotwa	171
3.4.5.6. Polska, Bułgaria, Rumunia, Węgry	172
3.4.5.7. Polska, Chorwacja, Słowenia, Malta	173
3.4.5.8. Polska, Włochy, Hiszpania	174
3.4.5.9. Polska, Irlandia, Portugalia	175
3.4.5.10. Cypr	176
3.4.5.11. Grecja	176
3.4.6. Podsumowanie	178
3.5. Uczestnictwo Polski w pomocy MFW dla peryferyjnych krajów strefy euro ..	181
3.5.1. Cele działalności MFW	181
3.5.2. Programy pomocowe MFW	185
3.5.3. Źródła finansowania programów pomocowych	187
3.5.3.1. System kwotowy	187
3.5.3.2. Pożyczki dwustronne	189
3.5.3.3. Pożyczki wielostronne	189
3.5.4. Stopy procentowe	192
3.5.5. Kurs SDR	193
3.5.6. Pozycja finansowa Polski w MFW	194

3.5.7. Podsumowanie	195
3.6. Długoterminowe stopy procentowe w Polsce i krajach Unii Europejskiej	197
3.6.1. Struktura terminowa stóp procentowych	197
3.6.1.1. Stopy rentowności obligacji rządowych	197
3.6.1.2. Stopy spot i forward	201
3.6.1.3. Stopy rynku międzybankowego	204
3.6.2. Dynamika stóp procentowych	206
3.6.2.1. Kryzys bankowy	207
3.6.2.2. Kryzys budżetowy	207
3.6.2.3. Kontrolowane bankructwo Grecji	208
3.6.2.4. Kryzys hiszpański i groźba rozpadu strefy euro	208
3.6.2.5. Stopy rentowności obligacji Włoch i Hiszpanii w drugiej połowie 2011 r.	210
3.6.3. Spready kredytowe	211
3.6.4. Podsumowanie	214
3.7. Polityka monetarna EBC w stosunku do krajów PIIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain)	217
3.7.1. Wspólna polityka monetarna	218
3.7.2. Niezależna polityka budżetowa	219
3.7.3. Mierniki wiarygodności kredytowej	225
3.7.3.1. Stopy rentowności obligacji rządowych	225
3.7.3.2. Spready CDS	229
3.7.3.3. Prawdopodobieństwa bankructwa	230
3.7.4. Programy pomocowe dla krajów w trudnej sytuacji finansowej	231
3.7.4.1. Europejski Bank Centralny	231
3.7.4.2. Komisja Europejska	234
3.7.5. Podsumowanie	238
3.8. FX swap jako narzędzie polityki monetarnej NBP w łagodzeniu kryzysu	241
3.8.1. Istota transakcji FX swap	241
3.8.2. Deformacje na rynku walutowym	243
3.8.2.1. Punkty swapowe w warunkach deformacji rynkowych	243
3.8.2.2. Stopy implikowane z transakcji FX swap	246
3.8.2.3. CBS basis	248
3.8.3. Transakcje FX swap realizowane przez banki centralne	253
3.8.4. Stosowanie FX swap przez banki w Polsce	256
3.8.5. Transakcje FX swap przeprowadzone przez NBP	257
3.8.6. Podsumowanie	261
Zakończenie	263

4. Koordynacja polityki gospodarczej w Unii Europejskiej	265
Wstęp	267
4.1. Koordynacja polityki gospodarczej w okresie kryzysu finansowego i gospodarczego	269
4.1.1. Podstawy traktatowe koordynacji polityki gospodarczej	269
4.1.1.1. Procedura wielostronnego nadzoru	270
4.1.1.2. Procedura nadmiernego deficytu budżetowego	271
4.1.2. Koordynacja polityki gospodarczej do 2011 r.	273
4.1.2.1. Dialog makroekonomiczny	274
4.1.2.2. Otwarta metoda koordynacji	274
4.1.2.3. Pakt stabilności i wzrostu	276
4.1.3. <i>Europejski plan naprawy gospodarczej</i>	276
4.1.4. Propozycje wzmocnienia koordynacji polityki gospodarczej	278
4.1.5. Wzmocnienie sektora finansowego jako odpowiedź na kryzys finansowy i gospodarczy	280
4.1.5.1. Dokapitalizowanie instytucji finansowych	280
4.1.5.2. Europejski Fundusz Stabilności Finansowej	282
4.1.5.3. Europejski mechanizm stabilizacji finansowej	283
4.1.5.4. Wzmocnienie nadzoru sektora finansowego	283
4.1.6. Podsumowanie	285
4.2. Wzmocnienie koordynacji polityki gospodarczej w latach 2011–2013	289
4.2.1. Zapobieganie zakłóceniom równowagi makroekonomicznej i ich korygowanie	290
4.2.1.1. Wszczęcie procedury dotyczącej nadmiernego zakłócenia równowagi	290
4.2.1.2. Plan działań naprawczych	291
4.2.1.3. Monitorowanie działań naprawczych	291
4.2.1.4. Ocena działań naprawczych	292
4.2.1.5. Zamknięcie procedury dotyczącej nadmiernego zakłócenia równowagi	292
4.2.2. Środki egzekwowania korekty nadmiernych zakłóceń równowagi makroekonomicznej w strefie euro	292
4.2.3. Przyspieszenie i wyjaśnienie procedury nadmiernego deficytu w krajach strefy euro	293
4.2.4. Wymogi dotyczące ram budżetowych państw członkowskich UE	294
4.2.5. Skuteczne egzekwowanie nadzoru budżetowego w strefie euro	295
4.2.5.1. Sankcje w części zapobiegawczej paktu stabilności i wzrostu ..	295
4.2.5.2. Sankcje w części naprawczej paktu stabilności i wzrostu	296
4.2.6. Europejski semestr na rzecz koordynacji polityki gospodarczej	297
4.2.7. Pakt na rzecz euro	299
4.2.8. Pakt euro plus	301

4.2.9. Pakt fiskalny	302
4.2.9.1. Pakt budżetowy	303
4.2.9.2. Koordynacja polityki gospodarczej i konwergencja	304
4.2.9.3. Zarządzanie strefą euro	304
4.2.10. Wzmocnienie nadzoru gospodarczego i budżetowego w strefie euro w 2013 r.	305
4.2.10.1. Monitorowanie i ocena projektów planów budżetowych oraz zapewnienie korekty nadmiernego deficytu w krajach strefy euro	306
4.2.10.2. Wzmocnienie nadzoru gospodarczego i budżetowego nad krajami strefy euro dotkniętymi lub zagrożonymi poważnymi trudnościami dotyczącymi stabilności finansowej	311
4.2.11. Podsumowanie	313
4.3. Działania na rzecz budowy pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej	317
4.3.1. Propozycje Komisji Europejskiej dotyczące przyszłości unii gospodarczej i walutowej	317
4.3.2. Realizacja <i>Planu działania na rzecz pogłębionej i rzeczywistej unii gospodarczej i walutowej</i> w zakresie działań krótkookresowych	323
4.3.2.1. Realizacja reform zarządzania gospodarczego	323
4.3.2.2. Jednolity mechanizm nadzorczy dla banków	324
4.3.2.3. Jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków	326
4.3.2.4. Decyzja w sprawie kolejnych wieloletnich ram finansowych ...	331
4.3.2.5. Koordynacja <i>ex ante</i> dużych reform i utworzenie instrumentu na rzecz konwergencji i konkurencyjności	333
4.3.2.6. Wspieranie inwestycji w strefie euro	335
4.3.2.7. Reprezentowanie strefy euro na zewnątrz	337
4.3.3. Podsumowanie	338
4.4. Wzmocnienie zarządzania gospodarczego w strefie euro w latach 2014–2015	345
4.4.1. Problemy do dyskusji w zakresie wzmocnienia zarządzania gospodarczego w strefie euro	346
4.4.2. Reforma unii gospodarczej i walutowej	347
4.4.3. Reorganizacja semestru europejskiego	351
4.4.4. Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych	353
4.4.5. Optymalne wykorzystanie elastyczności przewidzianej w postanowieniach paktu stabilności i wzrostu	355
4.4.6. Rozpoczęcie pierwszego etapu dokończenia budowy UGW – „pogłębianie przez działanie”	359
4.4.6.1. Odnowiony semestr europejski	360

4.4.6.2. Poprawa instrumentów zarządzania gospodarczego	365
4.4.6.3. Spójniejsza reprezentacja strefy euro w międzynarodowych instytucjach finansowych	368
4.4.6.4. Działania w kierunku unii finansowej	369
4.4.6.5. Skuteczna legitymacja demokratyczna, odpowiedzialność i rozliczalność	371
4.4.7. Podsumowanie	371
5. Wybrane aspekty stabilności finansowej	377
Wstęp	379
5.1. Czy Polsce grozi <i>credit crunch</i> ?	381
5.1.1. LTRO a wzrost kredytowania w strefie euro	382
5.1.2. Nieuczciwa konkurencja?	385
5.1.3. Perspektywy	390
5.1.4. Podsumowanie	395
5.2. Problemy z WIBOR-em	397
5.2.1. Zwiększanie ryzyka i stóp zwrotu	397
5.2.2. Zmiany w bankowości	401
5.2.3. Zmiany w strukturze aktywów	404
5.2.4. Stawki rynku międzybankowego	407
5.2.5. WIBOR lepszy niż LIBOR	411
5.2.6. Podsumowanie	415
5.3. Wybrane konsekwencje kryzysu. Czy należy i można ograniczyć niekontrolowany rozwój międzybankowych rynków pieniężnych?	417
5.3.1. Skokowy rozwój rynku repo	417
5.3.2. Perpetuum mobile banków inwestycyjnych	421
5.3.3. Struktura rynku repo	424
5.3.4. Koniec boomu i początek kryzysu	424
5.3.5. Interwencje banków centralnych	430
5.3.6. Ograniczenie możliwości krótkoterminowego finansowania	433
5.3.7. Podsumowanie	438
5.4. Prowadzenie polityki makroostrożnościowej	441
5.4.1. Podmiot prowadzący politykę makroostrożnościową	442
5.4.2. Sprawowanie nadzoru makroostrożnościowego w praktyce	446
5.4.3. Instrumenty polityki makroostrożnościowej	447
5.4.4. Podmiot odpowiedzialny za nadzór makroostrożnościowy w Polsce ..	449
5.4.5. Wyzwania dla nadzoru makroostrożnościowego w Polsce	451
5.4.6. Podsumowanie	457
5.5. Polityka makroostrożnościowa w Polsce	459
5.5.1. Rola banku centralnego w nadzorze makroostrożnościowym	459

5.5.2. Ryzyko systemowe	464
5.5.3. Instrumenty polityki makroostrożnościowej	466
5.5.4. <i>Rules vs. discretion</i>	467
5.5.5. Komunikacja nadzoru makroostrożnościowego	468
5.5.6. Kiedy polityka makroostrożnościowa staje się istotna	469
5.5.7. Regulacje w Polsce	470
5.5.8. Ryzyko w Polsce	471
5.5.9. Podsumowanie	474