

EURO

A INTEGRACJA EUROPEJSKICH RYNKÓW FINANSOWYCH

WYDANIE III ZMIENIONE

IRENEUSZ PSZCZÓŁKA

Rozdział 4.

Euro a procesy alokacji kapitału w Unii Europejskiej



CeDeWu.pl
Wydawnictwa Fachowe

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

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

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

Zdjęcie (grafika) udostępniona dzięki iStockPhoto.com

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

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

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

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014
ISBN 978-83-7941-139-9 (Rozdział 4)

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Faks: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

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

Faks: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl

www.4books.pl

Made in Poland

[Kup książkę](#)

Spis treści

Wprowadzenie	7
--------------------	---

Rozdział 1

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

Rozdział 2

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

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

Rozdział 3

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

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

Rozdział 4

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

Rozdział 5

Polski rynek finansowy i strategię integracji Polski

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

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

Wprowadzenie

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Przedstawione rozumowanie znajduje swój wyraz w strukturze pracy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rozdział 4

Euro a procesy alokacji kapitału w Unii Europejskiej

Na rynku kapitałowym, w przeciwieństwie do rynku pieniężnego, przeprowadza się transakcje inwestycyjne o terminach zapadalności ponad 12 miesięcy. Podstawową funkcją rynku kapitałowego jest umożliwienie pozyskania przez różne podmioty środków finansowych na prowadzenie działalności inwestycyjnej lub dla zaspokojenia potrzeb finansowych instytucji publicznych. Rynek kapitałowy pozwala na gromadzenie oszczędności (kapitału), które następnie zamieniane są na inwestycje. Składa się on z dwóch części: rynku kredytów bankowych oraz rynku papierów wartościowych⁵¹⁹. W niniejszym rozdziale analizowany jest głównie rynek papierów wartościowych, gdyż jak twierdzą P. Hartmann, A. Madaaloni i S. Manganelli integracja rynku bankowego zależy tylko w pewnej części od wprowadzenia wspólnej waluty i w związku z tym system bankowy państw strefy euro nigdy nie będzie w pełni zintegrowany⁵²⁰. Posługując się przykładem Stanów Zjednoczonych zauważono, że na warunki produktu w sposób znaczący wpływa taki czynnik jak dystans pomiędzy kredytodawcą a kredytobiorcą. Dotyczy to w szczególności relacji pomiędzy bankiem a sektorem małych i średnich przedsiębiorstw⁵²¹.

Narodziny wspólnej waluty europejskiej to z jednej strony element, a z drugiej katalizator procesu integracji europejskich rynków kapitałowych i ich umocnienia w walce z konkurencyjnym rynkiem amerykańskim. Jednolity europejski rynek kapitałowy wchodzi w skład jednolitego rynku wewnętrznego UE funkcjonującego od 1993 roku. Podstawą tworzenia jednolitego rynku kapitałowego jest swoboda przepływu kapitału pomiędzy państwami UE. Została ona potwierdzona przez kraje członkowskie w Traktacie z Maastricht. Czynniki wspierającymi proces integracji rynków jest również swoboda osiedlania się i swoboda świadczenia usług, wynikająca z zapisów traktatu

⁵¹⁹ Zapadka P., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, Bank i Kredyt, styczeń 2002, s. 33.

⁵²⁰ Hartmann P., Maddaloni A., Manganelli S., *The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives*, ECB Working Paper no. 230, May 2003.

⁵²¹ Hartmann P., Maddaloni A., Manganelli S., *The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives*, op. cit., s. 28-29.