



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

2004  
RAPORT ROCZNY

RAPORT ROCZNY  
2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

ECB EZB EKT EKP





EUROPEJSKI BANK CENTRALNY



## RAPORT ROCZNY 2004

W 2005 roku  
wszystkie  
publikacje EBC  
będą przedstawiały  
motywy z banknotu  
50€.

© Europejski Bank Centralny 2005

**Adres**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main,  
Niemcy

**Adres do korespondencji**

Postfach 16 03 19  
60311 Frankfurt am Main,  
Niemcy

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Strona internetowa**

<http://www.ecb.int>

**Faks**

+49 69 1344 6000

**Teleks**

411 144 ecb d

*Wszystkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystywanie materiałów zawartych w Biuletynie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.*

*Zdjęcia:*

*Claudio Hils  
Martin Joppen  
Stefan Laub  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen  
Parlament Europejski*

*Dane zawarte w niniejszym raporcie obejmują okres do 25 lutego 2005 r.*

ISSN 1830-2912 (Druk)  
ISSN 1830-2998 (Online)

# SPIS TREŚCI

<b>PRZEDMOWA</b>	<b>II</b>	<b>4 STATYSTYKA</b>	<b>108</b>
		4.1 Kolejne udoskonalenia podstawowych zasad statystycznych dla strefy euro	<b>108</b>
		4.2 Nowe lub rozszerzone statystyki	<b>109</b>
		4.3 Statystyka finansów publicznych	<b>110</b>
<b>ROZDZIAŁ I SYTUACJA GOSPODARCZA I POLITYKA PIENIĘŻNA</b>		<b>5 BADANIA EKONOMICZNE</b>	<b>111</b>
<b>I DECYZJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ</b>	<b>18</b>	5.1 Program badań	<b>111</b>
<b>2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA</b>	<b>22</b>	5.2 Sieci badawcze	<b>112</b>
2.1 Globalne środowisko makroekonomiczne	<b>22</b>	5.3 Modele makroekonometryczne dla strefy euro	<b>113</b>
2.2 Sytuacja monetarna i finansowa	<b>25</b>	<b>6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA</b>	<b>115</b>
2.3 Zmiany cen	<b>47</b>	6.1 Przestrzeganie zakazu finansowania i uprzywilejowanego dostępu	<b>115</b>
2.4 Produkcja, popyt i sytuacja na rynku pracy	<b>55</b>	6.2 Funkcje doradcze	<b>115</b>
2.5 Sytuacja budżetowa	<b>64</b>	6.3 Administrowanie operacjami udzielania i zaciągania kredytów przez Wspólnotę Europejską	<b>116</b>
2.6 Kursy walut i bilans płatniczy	<b>72</b>		
<b>3 SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA W PAŃSTWACH UE SPOZA STREFY EURO</b>	<b>77</b>		
<b>ROZDZIAŁ 2 OPERACJE I DZIAŁALNOŚĆ BANKU CENTRALNEGO</b>		<b>ROZDZIAŁ 3 STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA</b>	
<b>I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA</b>	<b>90</b>	<b>I STABILNOŚĆ FINANSOWA</b>	<b>122</b>
1.1 Działania z zakresu polityki pieniężnej	<b>90</b>	1.1 Monitorowanie stabilności finansowej	<b>122</b>
1.2 Operacje walutowe	<b>96</b>	1.2 Współpraca w sytuacjach kryzysowych	<b>124</b>
1.3 Działalność inwestycyjna	<b>96</b>	<b>2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR</b>	<b>126</b>
<b>2 SYSTEMY PŁATNICZE I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH</b>	<b>98</b>	2.1 Bankowość	<b>126</b>
2.1 System TARGET	<b>98</b>	2.2 Papiery wartościowe	<b>126</b>
2.2 System TARGET 2	<b>100</b>	2.3 Rachunkowość	<b>127</b>
2.3 Transgraniczne wykorzystanie zabezpieczeń	<b>101</b>	<b>3 INTEGRACJA FINANSOWA</b>	<b>128</b>
<b>3 BANKNOTY I MONETY</b>	<b>103</b>	<b>4 NADZÓR NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ</b>	<b>133</b>
3.1 Banknoty i monety w obiegu	<b>103</b>	4.1 Nadzór nad systemami i infrastrukturą wysokokwotowych płatności w euro	<b>133</b>
3.2 Fałszerstwa i przeciwdziałanie fałszerstwom banknotów	<b>104</b>	4.2 Detaliczne usługi płatnicze	<b>135</b>
3.3 Emisja i produkcja banknotów	<b>105</b>	4.3 Systemy rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych	<b>135</b>

<b>ROZDZIAŁ 4</b>		<b>ROZDZIAŁ 8</b>	
<b>STOSUNKI EUROPEJSKIE I MIĘDZYNARODOWE</b>		<b>RAMY INSTYTUCJONALNE, ORGANIZACJA I ROCZNE</b>	
		<b>SPRAWOZDANIA FINANSOWE</b>	
<b>I ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE</b>	<b>144</b>	<b>I ORGANY DECYZYJNE I ŁAD KORPORACYJNY</b>	
1.1 Zagadnienia strategiczne	144	<b>W EUROPEJSKIM BANKU CENTRALNYM</b>	<b>176</b>
1.2 Zagadnienia instytucjonalne	146	1.1 Eurosystem i Europejski System	
		Banków Centralnych	176
<b>2 ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE</b>	<b>148</b>	1.2 Rada Prezesów	178
2.1 Najważniejsze kierunki rozwoju		1.3 Zarząd	180
międzynarodowego systemu		1.4 Rada Ogólna	182
monetarnego i finansowego	148	1.5 Komitety Eurosystemu/ ESBC	
2.2 Współpraca z krajami spoza UE	151	i Komitet Budżetowy	183
		1.6 Ład korporacyjny	183
		<b>2 SYTUACJA ORGANIZACYJNA</b>	<b>186</b>
<b>ROZDZIAŁ 5</b>		2.1 Zasoby ludzkie	186
<b>ODPOWIEDZIALNOŚĆ</b>		2.2 Nowa siedziba EBC	187
<b>I ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC SPOŁECZEŃSTWA</b>		<b>3 DIALOG SPOŁECZNY ESBC</b>	<b>189</b>
<b>I PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO</b>	<b>156</b>		
<b>2 POGLĄDY EBC NA WYBRANE TEMATY</b>		<b>4 ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC</b>	
<b>PORUSZANE NA SPOTKANIACH</b>		<b>SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI</b>	<b>192</b>
<b>Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM</b>	<b>157</b>	Bilans na dzień 31 grudnia 2004 r.	196
		Rachunek zysków i strat za rok obrotowy	
<b>ROZDZIAŁ 6</b>		zakończony 31 grudnia 2004 r.	198
<b>KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA</b>		Przyjęte zasady rachunkowości	199
<b>I POLITYKA KOMUNIKACYJNA</b>	<b>162</b>	Informacja dodatkowa do bilansu	203
<b>2 DZIAŁALNOŚĆ KOMUNIKACYJNA</b>	<b>163</b>	Informacja dodatkowa do rachunku	
		zysków i strat	211
<b>ROZDZIAŁ 7</b>		Informacja o podziale strat	214
<b>ROZSZERZENIE UNII EUROPEJSKIEJ</b>		Raport biegłego rewidenta	215
<b>I UDANA AKCESJA DZIESIĘCIU NOWYCH PAŃSTW</b>		<b>5 SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSYSTEMU</b>	
<b>CZŁONKOWSKICH</b>	<b>168</b>	<b>NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2004 R.</b>	<b>216</b>
<b>2 STOSUNKI Z KRAJAMI KANDYDUJĄCYMI DO UE</b>	<b>173</b>	<b>ZAŁĄCZNIKI</b>	
		<b>INSTRUMENTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC</b>	<b>220</b>
		<b>OPINIE WYDANE PRZEZ EBC</b>	<b>223</b>
		<b>DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ</b>	
		<b>EUROPEJSKI BANK CENTRALNY OD</b>	
		<b>STYCZNIA 2004 R.</b>	<b>227</b>

<b>DZIAŁANIA EUROSISTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM</b>	<b>233</b>	Wykres B: Ceny ropy i udział cen nośników energii we wskaźniku inflacji HICP	<b>51</b>
<b>GLOSARIUSZ</b>	<b>235</b>	Wykres C: Ceny ropy i udział cen transportu we wskaźniku inflacji HICP	<b>51</b>
<b>RAMKI</b>		6 Postępy w realizacji reform strukturalnych na rynkach pracy i produktów w Unii Europejskiej	<b>56</b>
1 Tendencje w zakresie inwestycji finansowych sektora niefinansowego strefy euro w 2004 r.	<b>28</b>	7 Potencjalne skutki zmian demograficznych w strefie euro	<b>61</b>
Tabela: Inwestycje finansowe sektora niefinansowego strefy euro	<b>28</b>	Wykres: Główne zmiany demograficzne w strefie euro	<b>61</b>
2 Co mogłoby się stać z nadmierną płynnością w strefie euro?	<b>31</b>	8 Papiery dłużne emitowane przez instytucje rządowe i samorządowe w strefie euro	<b>66</b>
Wykres: Schemat możliwości wykorzystania nadwyżki płynności	<b>31</b>	Wykres A: Papiery dłużne skarbu państwa w obiegu w strefie euro według krajów emitujących w 2004 r.	<b>66</b>
3 Ogólne tendencje implikowanej zmienności rynku finansowego	<b>36</b>	Tabela: Struktura papierów dłużnych w obiegu wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro	<b>66</b>
Wykres A: Implikowana zmienność rynków finansowych w strefie euro	<b>37</b>	Wykres B: Różnice w rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w porównaniu z Niemcami	<b>67</b>
Wykres B: Implikowana zmienność rynku akcji i obligacji w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych	<b>38</b>	Wykres C: Zmiany względnego wskaźnika zadłużenia do PKB w porównaniu z Niemcami i zmiany rozpiętości wskaźników rentowności w latach 2001–2004	<b>68</b>
4 Czy warunki finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw były w strefie euro w 2004 r. mniej korzystne niż dla dużych przedsiębiorstw?	<b>43</b>	9 Polityka fiskalna i stabilność makroekonomiczna	<b>70</b>
Wykres A: Zmiany warunków udzielania kredytów i linii kredytowych dla przedsiębiorstw	<b>44</b>	10 Główne elementy mechanizmu kursowego ERM II	<b>82</b>
Wykres B: Oprocentowanie kredytów MIF dla przedsiębiorstw na rozpoczęcie działalności: rozpiętości małych i dużych kredytów	<b>45</b>	11 Usługi zarządzania rezerwami w Eurosystemie	<b>117</b>
5 Ceny ropy naftowej a gospodarka strefy euro	<b>49</b>	12 Sieć badawcza ds. rynków kapitałowych oraz integracji finansowej w Europie	<b>129</b>
Wykres A: Ceny ropy Brent w euro	<b>50</b>	13 Integracja finansowa na rynku kredytowym strefy euro	<b>132</b>
Tabela: Nominalny wzrost cen ropy naftowej w wybranych okresach	<b>50</b>		

14 Standardy rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej	137	7 Zmiany M3 i czynników jego kreacji	29
15 Misja Eurosystemu	177	8 Dane szacunkowe dotyczące luki pieniężnej	30
<b>TABELE</b>			
1 Zmiany cen w strefie euro	47	9 Krótkoterminowe stopy procentowe w strefie euro i nachylenie krzywej rentowności na rynku pieniężnym	33
2 Wskaźniki kosztów pracy w strefie euro	54	10 3-miesięczne EURIBOR dla kontraktów terminowych i implikowana zmienność obliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe oprocentowane wg 3-miesięcznego EURIBOR	33
3 Realny wzrost PKB i jego składniki	55	11 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych	34
4 Sytuacja na rynku pracy w strefie euro	59	12 Realna rentowność długoterminowych obligacji i progowa stopa inflacji w strefie euro	35
5 Pozycja fiskalna krajów strefy euro	65	13 Najważniejsze wskaźniki giełdowe	39
6 Wzrost realnego PKB w państwach UE spoza strefy euro i w strefie euro	77	14 Rzeczywiste i oczekiwane wyniki finansowe przedsiębiorstw	39
7 Inflacja HICP w strefie euro i w państwach UE spoza strefy euro	78	15 Dynamika i kredyty na rynku nieruchomości mieszkaniowych	41
8 Pozycja fiskalna w strefie euro i w państwach UE spoza strefy euro	80	16 Stopy procentowe kredytów monetarnych instytucji finansowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych	41
9 Bilans płatniczy w strefie euro oraz w państwach UE spoza strefy euro	81	17 Wskaźnik zadłużenia do PKB i wzrost kredytów dla gospodarstw domowych	42
10 Zmiany w systemie ERM II	83	18 Wskaźniki rynkowych kosztów finansowania przedsiębiorstw	43
11 Oficjalne strategie polityki pieniężnej krajów członkowskich UE spoza strefy euro	85	19 Udział poszczególnych czynników w rocznej stopie wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw	46
12 Przepływ płatności w ramach systemu TARGET	99	20 Wskaźniki bilansowe przedsiębiorstw	46
13 Całkowita dostępność systemu TARGET	99	21 Struktura inflacji HICP w strefie euro i główne składniki cząstkowe	48
14 Fałszywe banknoty według nominalów	104	22 Udział poszczególnych składników inflacji HICP w strefie euro	48
15 Przydziały produkcji banknotów euro w 2004 r.	106	23 Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro	53
16 Najważniejsze cechy gospodarki UE z włączeniem i wyłączeniem nowych państw członkowskich	169	24 Struktura cen producentów w przemyśle w strefie euro	53
<b>WYKRESY</b>			
1 Stopy procentowe EBC i stopy rynku pieniężnego	18	25 Wynagrodzenie na pracownika w strefie euro według sektorów	54
2 Wskaźniki rozwoju najważniejszych gospodarek uprzemysłowionych	22	26 Udziały poszczególnych składników w kwartalnym wzroście realnego PKB	56
3 Sytuacja na rynkach surowcowych	25	27 Wydajność pracy	60
4 M3 i M3 skorygowany o szacowany wpływ zmian struktury portfela	26	28 Bezrobocie	60
5 Udział poszczególnych czynników w rocznym wzroście M3	26		
6 Krótkoterminowe stopy procentowe MIF dla depozytów	27		

29	Nominalne i realne efektywne kursy wymiany euro	74
30	Saldo rachunku obrotów bieżących i jego komponenty	74
31	Rachunek finansowy strefy euro	75
32	Zmiany kursu euro wobec walut UE spoza systemu ERM II	84
33	Oferowane i przydzielone kwoty tygodniowych podstawowych operacji refinansujących w 2004 r.	91
34	Czynniki płynności i wzrost liczby banknotów w strefie euro w 2004 r.	93
35	Zbywalne aktywa kwalifikowane	94
36	Wykorzystanie zabezpieczeń w postaci zbywalnych papierów wartościowych	94
37	Łączna wartość banknotów w obiegu w latach 2000–2004	103
38	Łączna liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2004	103
39	Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2004	104
40	Liczba fałszywych banknotów euro wycofanych z obiegu w latach 2002–2004	105
41	Seria dokumentów roboczych EBC. System klasyfikacji literatury ekonomicznej	112





## SKRÓTY

### PAŃSTWA

BE	Belgia
CZ	Czechy
DK	Dania
DE	Niemcy
EE	Estonia
GR	Grecja
ES	Hiszpania
FR	Francja
IE	Irlandia
IT	Włochy
CY	Cypr
LV	Łotwa
LT	Litwa
LU	Luksemburg
HU	Węgry
MT	Malta
NL	Holandia
AT	Austria
PL	Polska
PT	Portugalia
SI	Słowenia
SK	Słowacja
FI	Finlandia
SE	Szwecja
UK	Wielka Brytania

### INNE

BIS	Bank Rozrachunków Międzynarodowych
BPM5	IMF Balance of Payments Manual (Podręcznik Bilansu Płatniczego MFW, wydanie 5)
c.i.f.	koszty, ubezpieczenie i fracht na granicy importera
CPI	wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych
EBC	Europejski Bank Centralny
ECU	Europejska Jednostka Walutowa
EEA	Europejski Obszar Gospodarczy
EER	efektywny kurs walutowy
EIW	Europejski Instytut Walutowy
ESA 95	Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych z 1995 r.
ESBC	Europejski System Banków Centralnych
EUR	euro
f.o.b.	franco statek na granicy eksportera
HICP	zharmonizowany wskaźnik cen towarów i usług
KBC	krajowy bank centralny
MFW	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MIF	monetarna instytucja finansowa
MOP	Międzynarodowa Organizacja Pracy
NACE Rev. I	statystyczna klasyfikacja działalności gospodarczej we Wspólnocie Europejskiej
PKB	produkt krajowy brutto
PPI	indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu
UE	Unia Europejska
UGW	Unia Gospodarcza i Walutowa
ULCM	jednostkowy koszt pracy w przetwórstwie przemysłowym

Zgodnie z przyjętą we Wspólnocie praktyką, państwa członkowskie UE oraz kraje przystępujące wymienione są w niniejszym raporcie w porządku alfabetycznym, na podstawie nazw w językach ojczystych poszczególnych państw.

Od 1998 r. EBC organizuje serię wystaw pod hasłem „Sztuka współczesna państw członkowskich Unii Europejskiej”. Celem każdej wystawy jest zapoznanie pracowników EBC oraz gości ze sztuką jednego z krajów UE. Zdecydowano się na sztukę współczesną, ponieważ odzwierciedla ona okres, kiedy to Unia Monetarna stała się rzeczywistością.

EBC zakupiło niektóre dzieła sztuki do swojej kolekcji, która nadal będzie wzbogacana. Na ośmiu stronach, które rozdzielają poszczególne rozdziały niniejszego Raportu rocznego, zaprezentowano wybór prac należących do tej kolekcji.

**Autor: Stephan Jung**

Tytuł: P.WP1, 2002 r.

Materiał: płótno, olej; Format: 230 × 265 cm

16

**Autor: Isa Dahl**

Tytuł: „eben still”, 2004 r.

Materiał: płótno, olej; Format: Ø 190 cm

88

**Autor: Jacob Dahlgren**

Tytuł: Kraków, 2002 r.

Materiał: kubki po jogurcie, aluminium; Format: 184 × 184 × 10 cm

120

**Autor: Ana Luísa Ribeiro**

Tytuł: Bez tytułu, 2002 r.

Materiał: płótno, olej; Format: 150 × 230 cm

142

**Autor: Xenia Hausner**

Tytuł: Traumspiel, 2004 r.

Materiał: chromolitografia na ręcznie wytworzonym papierze (ed. 16/25);

Format: 96 x 129 cm

154

**Autor: Philippe Cognée**

Tytuł: Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999 r.

Materiał: płótno, enkaustyka; Format: 154 × 153 cm

160

**Autor: Jan Fabre**

Tytuł: Bez tytułu, 1987 r.

Materiał: papier, tusz; Format: 200 × 158 cm

166

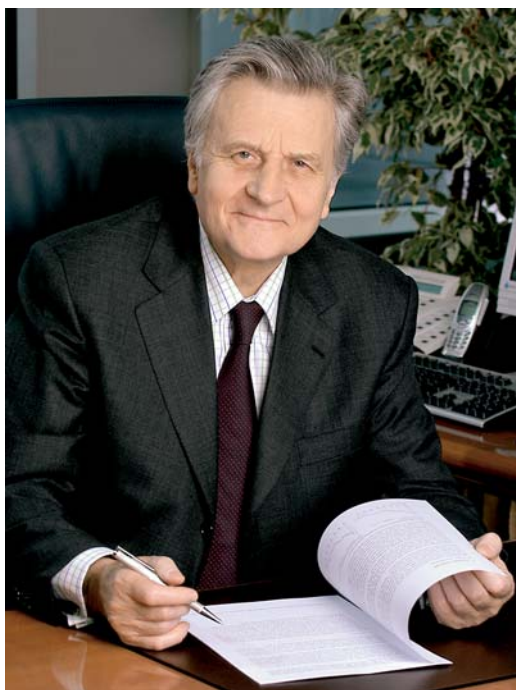
**Autor: Reinhold A. Goelles**

Tytuł: Bez tytułu, 1999 r.

Materiał: płótno, akryl; Format: 152 × 100 cm

174

# PRZEDMOWA



Najważniejszym wydarzeniem ubiegłego roku, a równocześnie wielkim historycznym osiągnięciem, było rozszerzenie Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 r. Aby odpowiednio wcześniej przygotować się do tego wydarzenia, wykonaliśmy ogromną pracę w różnych obszarach naszej działalności. Najszybciej jak to było możliwe, zaprosiliśmy prezesów banków centralnych dziesięciu nowych państw członkowskich do udziału w posiedzeniach Rady Ogólnej w charakterze obserwatorów. Rozszerzenie przebiegło pomyślnie również dzięki wyteżonej pracy wszystkich pracowników EBC. Specjaliści z banków centralnych nowych państw członkowskich weszli ponadto jako obserwatorzy w skład komitetów Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). Zarówno gruntowny charakter przygotowań, jak i towarzyszący im przyjazny klimat, przyczyniły się do sprawnego przebiegu procesu przystąpienia nowych państw i ich banków centralnych do UE i ESBC. Pierwsze po rozszerzeniu posiedzenie Rady Ogólnej było dla wszystkich bez wyjątku wzruszającym przeżyciem, natomiast pierwsza telekonferencja

Rady Ogólnej również stanowiła moment przełomowy. Mieliliśmy wówczas okazję przekonać się o doskonałym funkcjonowaniu nowej sieci bezpiecznej komunikacji oraz wykazać możliwość prowadzenia efektywnych dyskusji telekonferencyjnych z udziałem uczestników z całej Europy.

Dziesięć nowych państw członkowskich przystąpiło do UE bez możliwości stosowania klauzuli *opt-out* (wyłączającej z obowiązku przyjęcia wspólnej waluty). Tym samym nowi członkowie zobowiązali się do docelowego wprowadzenia waluty euro. Wszyscy jesteśmy zgodni co do tego, że – zgodnie z wymaganiami Traktatu – najlepszym sposobem przygotowania się do przyjęcia euro i zarazem koniecznym jego warunkiem jest osiągnięcie wysokiego poziomu trwałej konwergencji, tak jak ją definiują kryteria z Maastricht.

W ciągu 2004 r. kolejne trzy waluty – estońska, litewska i słoweńska – weszły do Mechanizmu Kursów Walutowych ERM II (*Exchange Rate Mechanism II*), dotychczas składającego się z euro, pełniącego funkcję kotwicy walutowej, oraz duńskiej korony. Trzy nowe państwa zobowiązały się uczestniczyć w ERM II w sposób, który zapewni zarówno sprawne funkcjonowanie systemu, jak też optymalnie przyczyni się do osiągnięcia trwałej konwergencji.

\*\*\*

Członkowie UE przygotowują się do ratyfikacji podpisanego niedawno Traktatu ustanawiającego Konstytucję Europejską. Konstytucja ta jest wyrazem woli państw europejskich do dalszego pogłębiania historycznych więzi towarzyszących poszerzeniu Unii. Eurosystem, którego głównym założeniem jest zagwarantowanie stabilności cen, zdaje sobie sprawę ze swojej zapisanej w Konstytucji roli w dalszej integracji Unii. Konstytucja reguluje wszystkie najważniejsze elementy polityki Unii Gospodarczej i Walutowej, w tym filar monetarny, gospodarczy i fiskalny. EBC

oczekuje na ratyfikację Konstytucji z niecierpliwością.

\*\*\*

W 2004 r. w strefie euro odnotowano umiarkowany wzrost gospodarczy. Realny wzrost PKB dla całego roku wyniósł 1,8%, w porównaniu z 0,5% w 2003 r. Przebieg wzrostu charakteryzował się stosunkowo silną dynamiką w pierwszym półroczu, natomiast w trzecim i czwartym kwartale uległ spowolnieniu. Ogólnie rzecz biorąc, potwierdziły się przewidywania stopniowego ożywienia gospodarczego w warunkach niepewności co do niektórych aspektów sytuacji wewnętrznej i międzynarodowej.

Przez cały 2004 r. Rada Prezesów EBC utrzymała stopę procentową dla podstawowych operacji refinansujących na wyjątkowo niskim poziomie 2%. Celem polityki pieniężnej EBC było utrzymanie stabilności cen w złożonym środowisku międzynarodowym, w którym występowały takie zjawiska jak wzrost cen ropy naftowej i innych surowców, wahania na rynku walutowym, utrzymująca się nierównowaga gospodarcza na świecie, a także znaczny udział wschodzących rynków w globalnym wzroście gospodarczym. Do najważniejszych sygnałów wysyłanych przez Radę Prezesów w minionym roku należało zachęcanie do czujności i ostrzeganie o zachodzącym ryzyku inflacyjnym w związku z możliwością pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy, tzn. wzrostu płac i cen na skutek wysokich wartości wskaźnika inflacji wiodącej. Jego wysoki poziom wynikał głównie z gwałtownych wahań cen ropy naftowej i innych surowców. Efekty te pozostają bardzo ograniczone m.in. dlatego, że podmioty gospodarcze i partnerzy społeczni prawidłowo zinterpretowali nasze sygnały.

W pierwszej połowie 2004 r. zaobserwowaliśmy nieznaczną wzrostową tendencję średnio- i długoterminowych szacunkowych oczekiwań inflacyjnych określonych na podstawie różnych badań ankietowych oraz wartości obligacji

indeksowanych. Ta niekorzystna tendencja została zahamowana w połowie 2004 r., a następnie w drugim półroczu uległa stopniowemu odwróceniu. Zdecydowana postawa Rady Prezesów w tym okresie z pewnością przyczyniła się do utrzymania oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z naszą definicją stabilności cen, czyli poniżej i możliwie blisko 2%.

Stabilizacja średnio- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro jest niezmiernie istotna, gdyż świadczy o wiarygodności Rady Prezesów EBC. To właśnie ta wiarygodność ułatwia EBC zapewnienie stabilności cen (co jest zadaniem powierzonym mu na mocy Traktatu) nawet w niesprzyjających okolicznościach, poprzez zapewnienie podmiotom gospodarczym jasnego punktu odniesienia przy ustalaniu cen i płac. Pozwala ona również krajom strefy euro cieszyć się takimi uwarunkowaniami finansowymi, które sprzyjają wzrostowi gospodarczemu i tworzeniu nowych miejsc pracy poprzez utrzymanie średnio- i długoterminowych rynkowych stóp procentowych na historycznie niskim poziomie, uwzględniającym oczekiwania inflacyjne zgodne z definicją stabilności cen.

\*\*\*

Właściwa polityka pieniężna jest niezbędnym warunkiem zapewnienia trwałego rozwoju gospodarczego i wzrostu zatrudnienia. Nie jest jednak warunkiem wystarczającym – musi jej towarzyszyć prawidłowa polityka fiskalna i odpowiednie reformy strukturalne.

Z tego powodu EBC i Eurosystem zawsze zdecydowanie opowiadały się za odpowiednim stosowaniem reguł Paktu Stabilności i Wzrostu. Konsekwentnie podkreślały one potrzebę zachowania integralności mechanizmów dyscyplinujących przewidzianych w Pakcie, w szczególności limitu nominalnego deficytu budżetowego na poziomie 3% PKB, a także samej procedury nadmiernego deficytu budżetowego.

Z tej samej przyczyny EBC i Eurosystem zdecydowanie domagają się, aby kraje strefy euro przeprowadzały reformy strukturalne na rynkach pracy, w systemie edukacji, szkolenia, badań i rozwoju, na rynkach towarów i usług oraz w obszarze zarządzania wydatkami na ubezpieczenia społeczne. Reformy te mają ogromne znaczenie dla zwiększenia potencjału wzrostu gospodarki europejskiej, tworzenia nowych miejsc pracy oraz znacznej redukcji bezrobocia. W 2004 r. EBC popierał inicjatywy Komisji Europejskiej i Rady UE zmierzające do zdynamizowania i przyspieszenia reform strukturalnych sformułowanych w postaci Strategii Lizbońskiej. Z zadowoleniem przyjęliśmy również propozycje zawarte w raporcie opracowanym przez grupę ekspertów wysokiego szczebla pod przewodnictwem Wima Koka, opublikowanym pod koniec 2004 r. Postulaty te dotyczyły skoncentrowania reform Strategii Lizbońskiej na ograniczonej liczbie obszarów priorytetowych wspierających przyspieszenie rozwoju gospodarczego i wzrost zatrudnienia.

\*\*\*

Rok 2004 był dla EBC trudnym okresem pod względem organizacji i funkcjonowania. Bank wykazał stratę netto w wysokości 1.636 mln euro, w porównaniu ze stratą netto 477 mln euro rok wcześniej. Podobnie jak poprzednio, strata wynikała ze zmian kursów walut, które zmniejszyły wyrażoną w euro wartość posiadanych przez Bank środków w walutach obcych. Ponieważ nasze zasady rachunkowości cechuje najwyższa ostrożność, niezrealizowane straty na różnicach kursowych zostały potraktowane jako straty zrealizowane i tym samym uwzględnione w rachunku zysków i strat na koniec roku. W 2004 r. aprecjacja euro spowodowała straty netto na różnicach kursowych wynoszące prawie 2,1 mld euro. Natomiast niezrealizowane zyski na różnicach kursowych i zmianach cen rynkowych nie zostały odnotowane jako zyski, lecz przeniesione bezpośrednio na rachunek różnic z aktualizacji wyceny.

Regularne dochody EBC pochodziły głównie z inwestycji w oficjalne rezerwy walutowe, kapitału o wartości 4,1 mld euro wniesionego do spółek oraz odsetek z 8-procentowego udziału w łącznej emisji banknotów euro znajdujących się w obiegu. Dochody z odsetek były w 2004 r. po raz kolejny niewielkie, głównie z powodu wyjątkowo niskiego poziomu stóp procentowych. Podstawowa stopa refinansująca utrzymywała się w ciągu całego roku na poziomie 2%. Wynik netto z odsetek ogółem wyniósł 690 mln euro, w porównaniu z 715 mln euro w 2003 r. Koszty administracyjne EBC z tytułu wynagrodzeń i kosztów pokrewnych, najmu pomieszczeń oraz zakupu towarów i usług zamknęły się w kwocie 340 mln euro. Na koniec 2004 r. w EBC zatrudnionych było 1.314 pracowników, w porównaniu z 1.217 rok wcześniej.

W ubiegłym roku ukończono realizację projektu *ECB in Motion*, którego celem było zwiększenie skuteczności i wydajności funkcjonowania Banku, udoskonalenie zarządzania kadrami oraz upowszechnienie wśród pracowników wartości bankowości centralnej. Większość działań przewidzianych w programie i zatwierdzonych przez Zarząd została już zrealizowana, kilka jest w trakcie realizacji. *ECB in Motion* jest ważnym programem, który pomógł w umocnieniu naszej kultury korporacyjnej oraz ducha pracy zespołowej. Zarząd wykazał wielkie zaangażowanie przy wdrażaniu programu i dokłada wszelkich starań, aby jego efekty okazały się trwałe.

W 2004 r. miały także miejsce dwa inne ważne wydarzenia. Pierwszym było oficjalne przyjęcie podstawowych wartości, jakimi EBC pragnie się kierować w swej działalności. Wartości te to kompetencja, wydajność i efektywność, uczciwość, duch zespołowy, przejrzystość i odpowiedzialność oraz praca dla Europy. Drugim wydarzeniem było przyjęcie tzw. budżetowania zerowego (ang. *zero-based budgeting*). Od momentu swojego powstania w dniu 1 czerwca 1998 r. EBC szybko się rozwijał, aby móc sprostać stojącym przed nim historycznym wyzwaniom. Potwierdziwszy

swoją skuteczność, EBC uznał, że nadszedł właściwy moment na dokonanie gruntownego przeglądu sprawności swojego funkcjonowania. W tym celu Zarząd podjął w 2004 r. inicjatywę budżetowania zerowego, której celem jest kontrolowanie wszystkich zadań Banku oraz związanej z nimi alokacji pracowników. Projekt ten jest obecnie w trakcie realizacji i zostanie zakończony w połowie 2005 r.

\*\*\*

Zarząd, Rada Prezesów i Rada Ogólna EBC są inspirowane duchem pracy zespołowej. Eurosystem, złożony z EBC oraz 12 krajowych banków centralnych państw strefy euro, stanowi zgrany zespół. W 2004 r. opracowano Misję Eurosystemu (zob. Ramka 15 niniejszego Raportu Roczego) – wspólne oświadczenie 13 instytucji całej strefy euro i ich pracowników. Dokument ten jest znakomitą ilustracją naszych wspólnych dążeń do umacniania Eurosystemu w ramach służby na rzecz Europy i jej wspólnej waluty. Europejski Bank Centralny jest dumny z tego, że może stać na czele tak wyjątkowego zespołu.

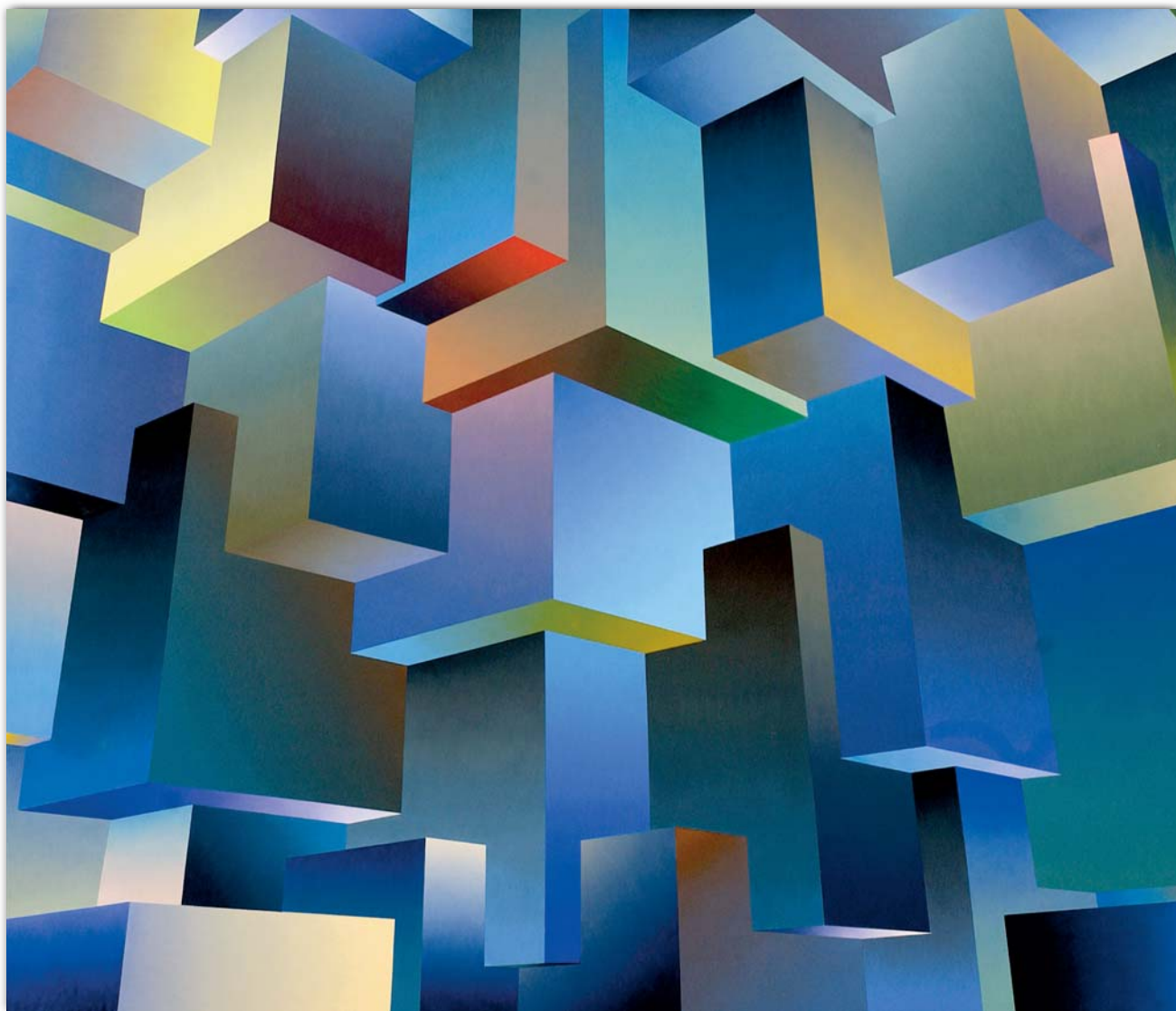
Frankfurt nad Menem, 25 marca 2005 r.



Jean-Claude Trichet



**Autor**  
Stephan Jung  
**Tytuł**  
P.WP1, 2002 r.  
**Material**  
plótno, olej  
**Format**  
230 × 265 cm  
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**ROZDZIAŁ I**

**SYTUACJA  
GOSPODARCZA  
I POLITYKA  
PIENIĘŻNA**

## I DECYZJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro, które rozpoczęło się w drugiej połowie 2003 r., utrzymało się również w 2004 r. W pierwszej połowie roku gospodarka strefy euro umocniła się, co miało związek z silnym wzrostem gospodarczym na całym świecie. W drugiej połowie 2004 r. aktywność gospodarcza strefy euro nieco osłabła, częściowo z powodu wzrostu cen ropy naftowej. Ogólnie, realny PKB wzrósł w 2004 r. o 1,8%, w porównaniu z 0,5% w 2003 r. i 0,9% w 2002 r.

W warunkach stopniowego ożywienia gospodarczego wewnętrzna presja inflacyjna była niewielka, głównie dzięki słabemu wzrostowi płac. Również nieznaczna aprecjacja euro przyczyniła się do nieco mniejszej presji inflacyjnej. W 2004 r. na stopę inflacji zasadniczej wpłynął jednak w znacznym stopniu wzrost cen kontrolowanych i podatków pośrednich, a w drugiej połowie roku – przede wszystkim wzrost cen ropy naftowej. Roczny

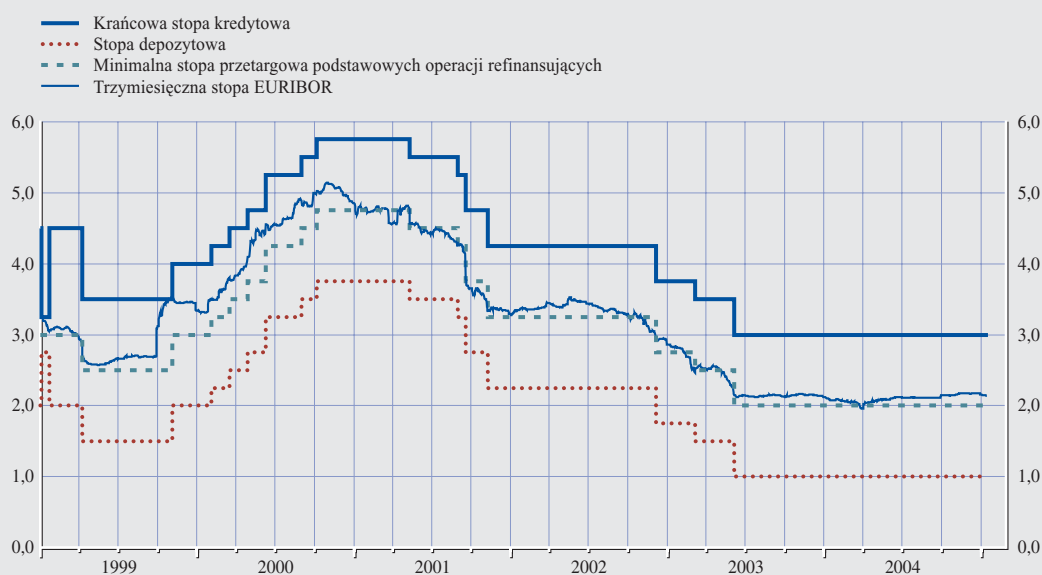
wskaźnik inflacji HICP w 2004 r. wynosił 2,1% i nie zmienił się w porównaniu z poprzednim rokiem.

Biorąc pod uwagę niewielką wewnętrzną presję inflacyjną oraz korzystne prognozy stabilności cen w średnim okresie, w 2004 r. Rada Prezesów EBC utrzymała podstawowe stopy procentowe EBC na niezmiennych, niskich w skali historycznej poziomach. Minimalna stopa oferowana podstawowych operacji refinansujących EBC została utrzymana na poziomie 2%, a stopy depozytów i kredytów z banku centralnego na koniec dnia – odpowiednio 1% i 3% (zob. Wykres 1).

Szczegółowe dane dotyczące polityki pieniężnej z pierwszych miesięcy 2004 r. potwierdzają kontynuację tendencji wzrostowej w gospodarce rozpoczętej w 2003 r. Z perspektywy zewnętrznej odnotowano silny wzrost eksportu, do którego przyczyniła się duża dynamika światowej gospodarki. Ponadto,

Wykres I Stopy procentowe EBC i stopy rynku pieniężnego

(oprocenowanie roczne; dane dzienne)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dla operacji rozliczonych przed 28 czerwca 2000 r. stopa podstawowych operacji refinansujących oznacza stopę stosowaną w przetargach ze stałą stopą procentową, a dla operacji rozliczonych po upływie tego terminu – minimalną stopę przetargową stosowaną w przetargach ze zmienną stopą procentową.

bardzo korzystne warunki finansowe w strefie euro oraz perspektywy większych zysków przedsiębiorstw wynikające z korekt bilansu zapewniły dobre warunki inwestycyjne. Biorąc pod uwagę przewidywany wzrost realnego dochodu do dyspozycji oraz stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy, spodziewano się stopniowego wzrostu spożycia prywatnego. Na początku 2004 r. wskaźnik inflacji HICP spadł do poziomu poniżej 2%, głównie wskutek zmniejszenia presji inflacyjnej na skutek aprecjacji euro w ostatnich miesiącach 2003 r. oraz efektu bazy wynikającego z silnego wzrostu cen nośników energii na początku 2003 r.

Roczny wskaźnik wzrostu agregatu M3, który latem 2003 r. zaczął spadać, w pierwszym kwartale 2004 r. nadal się obniżał. Odzwierciedlało to przede wszystkim zmiany polegające na tym, że inwestorzy stopniowo zmieniali strukturę swoich portfeli na opartą w większym stopniu na długoterminowych, obciążonych większym ryzykiem aktywów finansowych spoza agregatu M3. Nastąpiło to po okresie zdecydowanej skłonności do nabywania aktywów płynnych, która wynikała z większej niepewności gospodarczej i finansowej trwającej od 2001 r. do połowy 2003 r. Niezależnie od normalizacji wskaźnika wzrostu agregatu M3, w strefie euro nadal notowano pewną nadwyżkę płynności w stosunku do potrzeb wynikających z finansowania nieinflacyjnego wzrostu gospodarczego. Mimo że konieczne było dokładne monitorowanie ryzyka wzrostu cen, w pierwszym kwartale 2004 r. Rada Prezesów stwierdziła, że prognozy stabilności cen były korzystne.

Zmiany w sytuacji gospodarczej w drugim kwartale 2004 r. sugerowały występowanie dwóch możliwych przeciwstawnych scenariuszy. Z jednej strony dostępne dane wskazywały na stabilny rozwój gospodarki światowej oraz bardzo korzystne perspektywy dla eksportu ze strefy euro. Z drugiej jednak strony silny wzrost cen ropy naftowej, począwszy od marca 2004 r., stopniowo

zwiększał ryzyko zahamowania tego rozwoju. W drugim kwartale przeważał pierwszy scenariusz, a wskaźniki gospodarcze coraz częściej potwierdzały przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Dane opublikowane na koniec drugiego kwartału wykazały, że wzrost gospodarczy obserwowany w strefie euro w pierwszej połowie 2004 r. był silniejszy niż przewidywano. Prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego stały się więc bardziej optymistyczne. W pierwszej połowie roku wzrost realnego PKB wyniósł średnio 0,6% (kwartał do kwartału). Było to najwyższe tempo wzrostu odnotowane w strefie euro od pierwszej połowy 2000 r. Przyspieszenie ożywienia gospodarczego odzwierciedlało głównie wzrost eksportu oraz początkowe zwiększenie spożycia prywatnego po długim okresie stagnacji. Projekcje ekspertów Eurosystemu opracowane w czerwcu 2004 r. przewidywały, że w 2004 r. realny PKB w strefie euro zwiększy się średnio o 1,4% – 2,0%, a w 2005 r. o 1,7% – 2,7%. Prognozy organizacji międzynarodowych i prywatnych również zapowiadały przyspieszenie wzrostu gospodarczego w drugiej połowie 2004 r.

Gwałtowny wzrost cen ropy spowodował silną krótkookresową presję na wzrost cen konsumpcyjnych i wywarł znaczący wpływ na inflację. W drugim kwartale 2004 r. roczne wskaźniki inflacji HICP nadal rosły, częściowo na skutek podwyżek cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Oceniając średnioterminowe tendencje zmian cen Rada Prezesów stwierdziła jednak, że presje inflacyjne pozostaną niewielkie, zwłaszcza ze względu na niezbyt korzystną sytuację na rynku pracy, a płace będą rosły nadal umiarkowanie w związku ze stopniową poprawą sytuacji na rynku pracy oraz umiarkowanym tempem ożywienia gospodarczego. Przewidywania te były zgodne z projekcjami ekspertów Eurosystemu z czerwca 2004 r., według których średnia roczna inflacja HICP wyniesie w 2004 r. od 1,9% do 2,3%, a w 2005 r. od 1,1% do 2,3%, oraz z prognozami organizacji międzynarodowych i prywatnych. Stwierdzono jednak czynniki ryzyka, które mogą

spowodować, że inflacja przekroczy oczekiwane wartości. Czynniki te związane są ze wzrostem cen ropy naftowej, niepewnością co do zmian podatków pośrednich i cen kontrolowanych, a także potencjalnymi efektami drugiej rundy związanymi ze zmianami płac i cen. Ponadto w okresie tym wzrosły nieco średnio- i długoterminowe oczekiwania inflacyjne na rynkach finansowych.

W drugim kwartale 2004 r. roczny wskaźnik wzrostu agregatu M3 nadal spadał, odzwierciedlając dalszą normalizację zachowań posiadaczy środków pieniężnych w zakresie alokacji portfela. Normalizacja ta postępowała jednak dość wolno, a wskaźnik wzrostu agregatu M3 pozostawał stosunkowo wysoki, również ze względu na stymulujący efekt niskich stóp procentowych na popyt na aktywa płynne. Dlatego też Rada Prezesów wyraziła zaniepokojenie utrzymującą się w strefie euro wysoką nadwyżką płynności, która w warunkach wzrostu gospodarczego mogła wywołać presję inflacyjną w średnim okresie.

Mimo że w drugiej połowie 2004 r. scenariusz wzrostu gospodarczego zasadniczo się nie zmienił, było widać coraz wyraźniej, że tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro będzie nieco niższe od oczekiwanego, co wynikało głównie z przejściowego spowolnienia światowej gospodarki, dalszego znacznego wzrostu cen ropy naftowej w trzecim kwartale oraz znacznej aprecjacji euro w czwartym kwartale. W drugiej połowie roku dane potwierdziły dalszy wpływ wzrostu cen ropy naftowej na sytuację gospodarczą, który hamował wzrost popytu zarówno w strefie euro, jak i poza nią. Kwartalny wzrost realnego PKB w strefie euro wyniósł w trzecim i czwartym kwartale 2004 r. zaledwie 0,2%. Projekcje ekspertów Eurosystemu opublikowane w grudniu 2004 r. przewidywały, że realny wzrost PKB wyniesie w 2005 r. od 1,4% do 2,4% , a w 2006 r. – od 1,7% do 2,7%. Rada Prezesów podkreśliła ponadto, że wyniki te mogą okazać się niższe od prognozowanych

z powodu ewentualnych niekorzystnych zmian sytuacji na rynku naftowym.

W drugiej połowie 2004 r. roczny wskaźnik inflacji HICP utrzymywał się nadal na poziomie nieco powyżej 2%, głównie z powodu wzrostu cen ropy. Nie odnotowano jednak zwiększenia wewnętrznej presji inflacyjnej. Wzrost płac, który od ostatniego kwartału 2003 r. utrzymuje się na niskim poziomie, prawdopodobnie nie zmieni się ze względu na umiarkowany wzrost gospodarczy i niezbyt korzystną sytuację na rynku pracy. Projekcje ekspertów Eurosystemu opublikowane w grudniu 2004 r. przewidywały roczny wskaźnik inflacji HICP w 2005 r. na poziomie od 1,5% do 2,5%, a w 2006 r. – od 1,0% do 2,2%. Istnieje jednak ryzyko przekroczenia tych wskaźników ze względu na zmiany cen ropy, niepewność co do dalszego wzrostu podatków pośrednich i cen kontrolowanych oraz potencjalne „efekty drugiej rundy” wpływające na wysokość płac i cen.

Zagrożenia te potwierdzone zostały w analizie monetarnej przeprowadzonej przez EBC. W drugiej połowie 2004 r. wzrost agregatu M3, a zwłaszcza jego bardziej płynnych składników, wynikający z utrzymujących się niskich stóp procentowych, przeważał nad hamującą ten wzrost normalizacją zachowań w zakresie alokacji portfela. Niskie stopy procentowe nadal pobudzały również wzrost popytu sektora prywatnego na kredyty. Dotyczy to zwłaszcza kredytów na zakup nieruchomości mieszkaniowych, na które zapotrzebowanie już wcześniej było wysokie, co przyczyniło się do dynamicznego wzrostu cen mieszkań w niektórych krajach strefy euro. W związku z tym Rada Prezesów podkreśliła, że utrzymująca się wysoka nadwyżka płynności i silny wzrost kredytów były postrzegane nie tylko jako potencjalne czynniki wzrostu cen, lecz również jako potencjalne źródło nietrwałego wzrostu cen aktywów, zwłaszcza na rynkach nieruchomości. Na początku 2005 r. sytuacja ta nie uległa zasadniczym zmianom. Trwał silny wzrost monetarny obserwowany od połowy 2004 r. i w strefie euro utrzymywała się

znacznie większa płynność niż wymagana do finansowania nieinflacyjnego wzrostu.

Podsumowując, w drugiej połowie 2004 r. i na początku 2005 r. Rada Prezesów wyrażała rosnące zaniepokojenie niekorzystnymi zmianami inflacji w krótkim okresie, podkreślając równocześnie, że nie było oznak wewnętrznej presji inflacyjnej. W związku z tym podstawowe stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie przez cały ten okres. Rada Prezesów zwróciła jednak uwagę na szereg czynników ryzyka wzrostu cen w średnim terminie, które wymagają stałej czujności.

## 2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA

### 2.1 GLOBALNE ŚRODOWISKO MAKROEKONOMICZNE

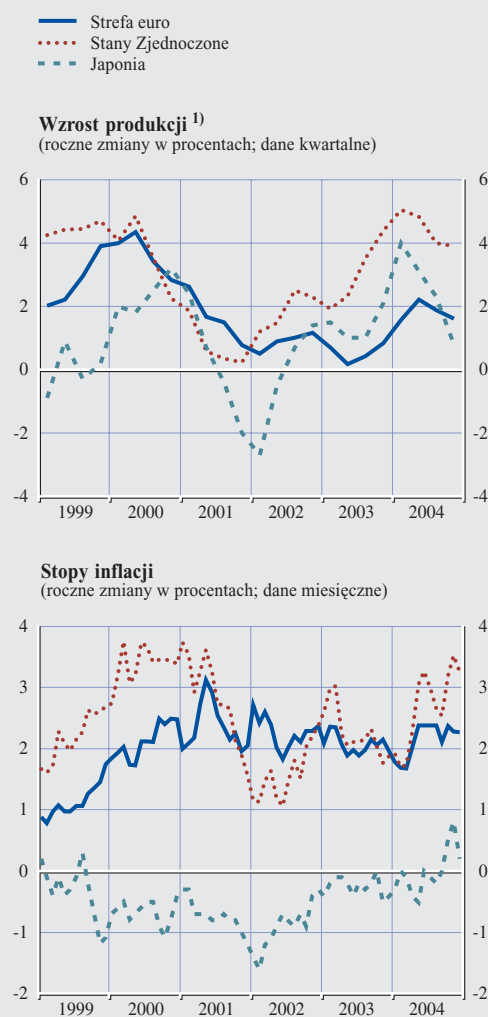
#### NAJSILNIEJSZY WZROST ŚWIATOWEJ GOSPODARKI OD PONAD DWUDZIESTU LAT

W 2004 r. tempo wzrostu światowej gospodarki okazało się najwyższe od 1976 r., i objęło swym zasięgiem wiele regionów (zob. Wykres 2). Szczególnie wysokie wskaźniki wzrostu odnotowano w Azji, gdzie gospodarka chińska wykazała oznaki przejściowego przegrzania. W wielu krajach wzrostowi gospodarczemu sprzyjały korzystne warunki finansowania i stymulująca polityka makroekonomiczna. Ponadto odnotowano silne ożywienie światowego handlu, który w 2004 r. odnotował najbardziej dynamiczną stopę wzrostu od 2000 r.

Ekspansja światowej gospodarki była szczególnie silna na początku roku, po czym zwolniła tempo w większości krajów. Spowolnienie to odzwierciedlało częściowo normalizację po okresie silnej dynamiki w poprzednich kwartałach, a także początek stopniowego wycofywania bodźców polityki gospodarczej. Dodatkowym czynnikiem hamującym był znaczny wzrost cen ropy, które osiągnęły rekordowy poziom w październiku 2004 r. W wielu krajach podwyżki cen ropy przyczyniły się również do umiarkowanego wzrostu inflacji, głównie w wyniku wzrostu składników cen uzależnionych od energii. Ogólne tendencje inflacyjne utrzymały się na stosunkowo stabilnym poziomie, z czego wynika, że efekty wtórne były niewielkie (zob. Wykres 2).

W Stanach Zjednoczonych utrzymywały się wysokie wskaźniki inflacji w porównaniu z niektórymi partnerami handlowymi, co przyczyniło się do dalszego zwiększenia deficytu obrotów bieżących USA. Zjawiska te, wraz z niepewnością co do przyszłej polityki fiskalnej kraju, ponownie wzbudziły zaniepokojenie, że brak równowagi gospodarczej na świecie będzie miał charakter trwały. Była to jedna z przyczyn spadku kursu dolara wobec wielu walut, jaki odnotowano w ostatnich miesiącach roku.

Wykres 2 Wskaźniki rozwoju najważniejszych gospodarek przemysłowych



Źródła: Dane krajowe, Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Eurostat i obliczenia EBC.

1) Dla strefy euro wykorzystano dane Eurostatu, dla Stanów Zjednoczonych i Japonii – dane krajowe. Wartości PKB zostały skorygowane sezonowo.

Wysokie tempo wzrostu gospodarczego utrzymało się w Stanach Zjednoczonych przez cały 2004 r. Roczna stopa wzrostu realnego PKB osiągnęła w tym kraju 4,4%. Ekspansja gospodarcza spowodowała również długo oczekiwaną poprawę sytuacji na rynku pracy. Wzrostowi realnego PKB sprzyjał wysoki wskaźnik spożycia gospodarstw domowych i inwestycji przedsiębiorstw (zwłaszcza w sprzęt i oprogramowanie), podczas gdy

obroty handlowe netto nieco obniżyły ten wskaźnik.

Wzrost spożycia prywatnego utrzymał się na wysokim poziomie przez większą część roku. Wpłynęła na to sprzyjająca polityka gospodarcza, silny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych oraz znaczny wzrost zatrudnienia. Mimo że wzrost zatrudnienia, który od kilku lat był niewielki, uległ przyspieszeniu, nie odnotowano wyraźnej presji na zwiększenie płac, głównie z powodu wciąż niekorzystnej sytuacji na rynku pracy. Stłumiony wzrost kosztów pracy w połączeniu z wysokimi cenami ropy przyczynił się do zahamowania ogólnego wzrostu realnych dochodów do dyspozycji w drugiej połowie 2004 r. Gdyby nie jednorazowe zwiększenie dochodów wynikające z wypłaty wyjątkowo wysokich dywidend w grudniu, obniżyłoby to jeszcze bardziej stopę oszczędności prywatnych. Równocześnie wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych w stosunku do dochodu do dyspozycji osiągnął w 2004 r. historycznie wysoki poziom.

Inwestycje przedsiębiorstw, zwłaszcza w urządzenia i oprogramowanie, rosły w 2004 r. bardzo dynamicznie. Przyczyniła się do tego sytuacja zapewniająca korzystne warunki do inwestowania, czasowe zachęty fiskalne oraz niski poziom zapasów przy wysokim popycie. Mimo że wzrost cen ropy spowodował zwiększenie kosztów surowców, rentowność przedsiębiorstw była wciąż wysoka. Wzrost wydajności uległ w 2004 r. zahamowaniu, częściowo z powodu poprawy sytuacji na rynku pracy, chociaż i tak utrzymał się na stosunkowo wysokim poziomie.

W 2004 r. bilans handlu zagranicznego Stanów Zjednoczonych nadal się pogarszał. Deficyt obrotów bieżących w stosunku do PKB wzrósł do rekordowych poziomów. W ujęciu realnym wzrost importu wciąż przewyższał wzrost eksportu, mimo coraz większej deprecjacji dolara USA, notowanej od początku 2002 r. Wynika to stąd, że stosunkowo silny popyt krajowy w Stanach Zjednoczonych był

znacznie wyższy niż u większości partnerów handlowych USA. Związany z tym niekorzystny współczynnik krajowych oszczędności do inwestycji odzwierciedlał ciągle zmniejszanie się oszczędności w sektorze publicznym oraz najniższe w historii wskaźniki oszczędności prywatnych.

W 2004 r. ceny konsumpcyjne zaczęły znów rosnąć, głównie za sprawą wyższych cen nośników energii, a roczny wskaźnik wzrostu CPI osiągnął 3,3% pod koniec roku. Odwrócenie tendencji dotyczy również inflacji, z wyłączeniem żywności i nośników energii, które po kilku latach spadku zwiększyła się o 2,2% w 2004 r. Presje na wzrost cen były jednak cały czas umiarkowane dzięki stałemu i silnemu wzrostowi wydajności, zwłaszcza w pierwszej połowie roku, a także dlatego, że deprecjacja dolara amerykańskiego znalazła odzwierciedlenie w cenach konsumpcyjnych w ograniczonym stopniu. Z długoterminowych oczekiwań inflacyjnych opartych zarówno na ankietach, jak i pomiarach rynkowych wynika, że inflacja będzie umiarkowana, nawet jeśli oczekiwania tej drugiej grupy zapowiadają umiarkowany wzrost jej wskaźników.

Po okresie utrzymywania historycznie niskich stóp procentowych Federalny Komitet Otwartego Rynku Systemu Rezerwy Federalnej (FOMC) w 2004 r. zdecydował się podnieść docelową stopę funduszy federalnych o 125 punktów bazowych, w pięciu fazach po 25 punktów od stycznia 2004 r. Do końca roku stopa ta wzrosła więc do 2,25%, a na początku lutego 2005 r. osiągnie ostatecznie 2,5%. FOMC stwierdził, że będzie można rezygnować z wprowadzonych środków dostosowujących podkreślając jednak, że będzie reagować na zmiany perspektyw gospodarczych, w razie potrzeby realizując swoje zobowiązanie do utrzymania stabilności cen. Jeżeli chodzi o politykę fiskalną, w roku finansowym 2004, pomimo wzrostu aktywności gospodarczej deficyt budżetowy rządu federalnego zwiększył się do 3,6% PKB.



Gospodarka japońska w 2004 r. nadal wykazywała ożywienie, choć od drugiego kwartału jego tempo znacznie osłabło. To osłabienie tempa działalności gospodarczej odzwierciedlało niższe wydatki sektora publicznego i osłabienie krajowego popytu prywatnego, a także osłabienie dynamiki eksportowej. Tym niemniej, w wyniku wystąpienia efektu bazy oraz silnego wzrostu na początku roku, w 2004 r. rzeczywisty wzrost PKB był najwyższy od roku 1996 (2,6%). Zaobserwowano również pewną poprawę na rynku pracy. Przekształcenia bilansów przedsiębiorstw połączone z ograniczaniem kosztów doprowadziły do znacznego wzrostu ich zysków. W sektorze bankowym w tym samym czasie udało się ograniczyć poziom kredytów niespłaconych i nieobsługiwanych.

Obawy dotyczące deflacji w ciągu roku nieco zmalały, ale nie zniknęły. Ceny produktów przedsiębiorstw wzrosły, co wynikało głównie ze wzrostu cen surowców, podczas gdy ceny gotowych wyrobów po raz kolejny nieco spadły. Roczny wskaźnik zmian cen konsumpcyjnych za cały rok wyniósł 0%, w porównaniu z -0,3% w 2003 r. W październiku odnotowano oznaki ustąpienia presji deflacyjnych, co skłoniło niektórych członków Rady Polityki Banku Japonii do przedstawienia prognoz, według których w roku finansowym 2005 wskaźnik CPI z wyłączeniem żywności nieprzetworzonej miałby nieznacznie wzrosnąć. Pod koniec 2004 r., w wyniku spadku cen urynkowanych usług użyteczności publicznej, presje deflacyjne pojawiły się ponownie. W styczniu 2004 r. Bank Japonii podniósł docelowy zakres wartości nierozliczonego salda na rachunkach obrotów bieżących do 30-35 bln JPY. Przez pozostałą część roku nie wprowadzono żadnych zmian polityki pieniężnej.

W pozostałych krajach azjatyckich poza Japonią w 2004 r. utrzymał się silny wzrost gospodarczy rozpoczęty w roku poprzednim. Wynikał on głównie z silnego popytu zewnętrznego, boju inwestycyjnego w Chinach i ponownego ożywienia popytu krajowego. Regionalna integracja w Azji umocniła się, o czym świadczy

szybki wzrost regionalnych obrotów handlowych i przepływów inwestycyjnych. Pod koniec 2004 r. tempo wzrostu jednak spadło w związku ze zmniejszeniem popytu zewnętrznego i wzrostem cen ropy naftowej. Na poziomie krajowym gospodarka chińska wykazywała nadal silny wzrost, a w pierwszej połowie roku wykazała nawet oznaki przegrzania. Wprowadzone posunięcia spowolniły wzrost inwestycji w drugiej połowie roku, ale nie zahamowały ogólnej aktywności gospodarczej. W ciągu całego roku chiński PKB wzrósł o 9,5%.

W Ameryce Łacińskiej sytuacja gospodarcza uległa znacznej poprawie, do czego przyczynił się zarówno wzrost eksportu, jak i popytu krajowego. Brazylia i Meksyk odnotowały przyspieszenie wzrostu głównie dzięki zwiększeniu eksportu i inwestycji. W Argentynie ożywienie aktywności gospodarczej pozostawało silne, lecz w ciągu roku nieco osłabło.

#### **SILNY WZROST CEN SUROWCÓW W 2004 R.**

Ceny ropy naftowej rosły niemal przez cały rok, choć czasem ulegały znacznym wahaniom. Pod koniec października cena ropy Brent osiągnęła rekord 51 USD, w porównaniu z 30 USD na początku roku (zob. Wykres 3). Jej średnia wartość w 2004 r. wyniosła 38 USD i była o 33% wyższa niż w 2003 r. (wyrażona w euro wzrosła w tym samym okresie o 22%). Wśród najważniejszych czynników wzrostu cen ropy w 2004 r. należy wymienić wysoki światowy popyt na ropę, obawy o bezpieczeństwo dostaw oraz niedostosowanie popytu i podaży różnych typów ropy.

Popyt na ropę szybko wzrastał, zwłaszcza w Azji i Ameryce Północnej, a w 2004 r. nadal przekraczał oczekiwany poziom, co miało związek z silnym wzrostem globalnej gospodarki. Międzynarodowa Agencja Energii ocenia, że światowy popyt na ropę wzrósł w 2004 r. o 3,4%, co oznacza najwyższy wskaźnik wzrostu od niemal trzydziestu lat.

W zakresie warunków podaży, na początku 2004 r. uczestnicy rynku spodziewali się, że

Wykres 3 Sytuacja na rynkach surowcowych



Organizacja Państw Eksporterów Ropy Naftowej (OPEC) zmniejszy produkcję ropy naftowej, co można było wywnioskować z jej oświadczeń. Przepowiedzenia te jednak nie potwierdziły się. Wręcz przeciwnie, producenci ropy zarówno z OPEC, jak i państw spoza tej organizacji znacznie zwiększyli produkcję w 2004 r. W miarę wzrostu światowych dostaw ropy wolne moce produkcyjne i przetwórcze znacznie spadły, pozostawiając bardzo małe rezerwy bezpieczeństwa na wypadek nieoczekiwanych przerw w dostawach. W rezultacie ceny ropy w 2004 r. silnie reagowały na nieoczekiwane zmiany równowagi popytu i podaży, rynkowe postrzeganie bezpieczeństwa dostaw oraz obawy dotyczące wielkości zapasów. Ponadto szybki wzrost popytu na produkty rafinerijne i coraz większe jej dostawy spowodowały niedopasowania jakościowe, w wyniku czego pojawiły się rekordowo wysokie premie za ropę wysokiej jakości, taką jak ropa Brent.

Ceny surowców z wyłączeniem nośników energii, które od drugiej połowy 2003 r. były wysokie, w pierwszej połowie 2004 r. osiągnęły najwyższy poziom (zob. Wykres 3) dzięki silnemu ożywieniu w światowej gospodarce.

W drugiej połowie 2004 r. uległy jednak pewnemu obniżeniu, ponieważ zarówno ceny żywności, jak i surowców rolniczych spadły z najwyższych poziomów osiągniętych na początku roku. Ceny metali natomiast nadal rosły. Ceny surowców z wyłączeniem nośników energii wyrażone w dolarach były w 2004 r. średnio o 22% wyższe niż przed rokiem.

## 2.2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

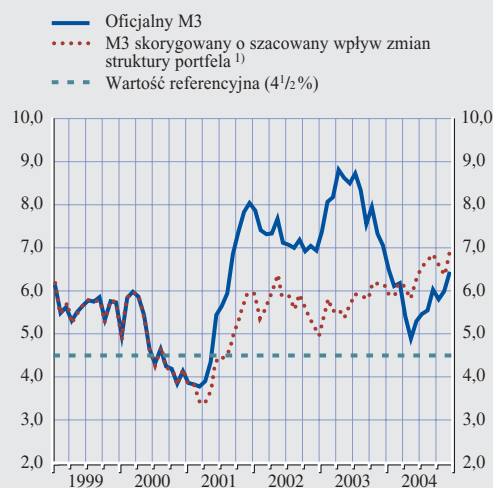
### WPŁYW DWÓCH PRZECIWSZTAWNYCH CZYNNIKÓW NA WZROST M3

Zachodzące na tle prowadzonej polityki pieniężnej i sytuacji na rynkach kapitałowych procesy monetarne podlegały w 2004 r. wpływowi dwóch przeciwstawnych czynników. Z jednej strony był to niski poziom stóp procentowych, z drugiej zaś – normalizacja zachowań rezydentów strefy euro w zakresie inwestycji portfelowych, która nastąpiła po okresie wyraźnej skłonności do inwestycji w instrumenty płynne w okresie od 2001 r. do połowy 2003 r. W pierwszej połowie 2004 r. dominował umiarkowany wpływ normalizacji zachowań w zakresie inwestycji portfelowych na wzrost M3, a roczna stopa wzrostu M3 malała nieprzerwanie od lata 2003 r., odnotowując spadek do 5,3% w czerwcu 2004 r. Roczna stopa wzrostu M3 zwiększyła się ponownie w drugiej połowie 2004 r., osiągając poziom 6,4% na koniec roku. Wzrost ten był stymulowany niskimi stopami procentowymi oraz wynikającymi stąd niskimi kosztami utraconych możliwości utrzymywania środków pieniężnych, które stały się czynnikami pierwszoplanowymi, wzmocnionymi przez ponowny spadek stóp procentowych. Jednocześnie dynamika monetarna w 2004 r. odzwierciedlała również silniejszy niż w roku poprzednim wzrost produkcji.

Normalizacja zachowań w zakresie inwestycji portfelowych, obserwowana w 2004 r., zachodziła powoli. Choć zmalała wyjątkowa niepewność gospodarcza i finansowa, charakteryzująca rynek w poprzednich latach, awersja gospodarstw domowych m.in. strefy

#### Wykres 4 M3 i M3 skorygowany o szacowany wpływ zmian struktury portfela

(zmiany roczne w procentach skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe)

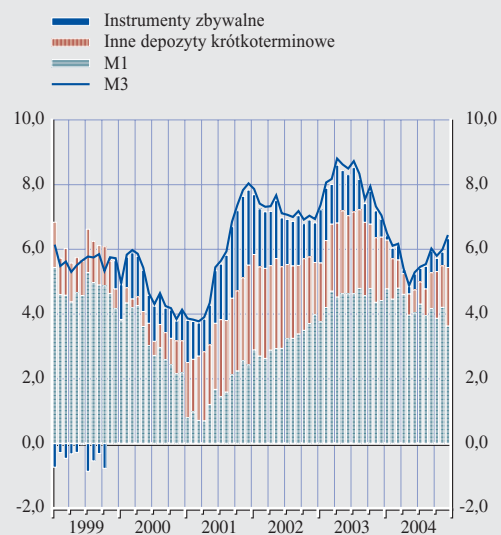


Źródło: EBC.

1) Szacunki skali zmian struktury portfela w stronę agregatu M3 są oparte na podejściu omówionym w rozdziale 4 artykułu pt. „Monetary analysis in real time” w wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z października 2004 r.

#### Wykres 5 Udział poszczególnych czynników w rocznym wzroście M3

(w punktach procentowych; wzrost M3 w procentach skorygowany o czynniki sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

euro do podejmowania ryzyka pozostawała wciąż wyraźna po długim okresie strat kapitałowych na giełdach między 2000 r. a połową 2003 r. Może to być przyczyną większej niż spodziewana w tej fazie cyklu koniunkturalnego skłonności inwestorów do inwestycji w instrumenty płynne. Ponadto, stymulujący wpływ niskich stóp procentowych na aktywa pieniężne może być szczególnie silny, gdy ich poziom jest bardzo niski. Wynikać to może z kosztów transakcyjnych związanych z odchodzeniem od płynnych aktywów, a które mogą jeszcze bardziej obniżyć koszty utraconych możliwości utrzymywania ww. aktywów.

Rosnącą dominację niskiego poziomu stóp procentowych w kształtowaniu dynamiki M3 można zilustrować za pomocą miary M3, skorygowanej o szacunkowy wpływ przesunięć portfelowych w stronę M3<sup>1</sup> w okresie wyjątkowej niepewności na rynku finansowym od 2001 r. do połowy 2003 r. Z uwagi na swoją konstrukcję, miara ta nie podlega także wpływowi późniejszej normalizacji zachowań w zakresie inwestycji portfelowych i dlatego powinna prezentować

wyraźniejszy obraz siły oddziaływania stóp procentowych niż oficjalne szeregi M3. Należy podkreślić, że szacunkowa wartość M3 skorygowana o wpływ przesunięć portfelowych charakteryzuje się wysoką niepewnością i dlatego powinna być interpretowana z dużą ostrożnością. W ostatnich trzech kwartałach 2004 r. oficjalna stopa wzrostu M3 znajdowała się poniżej rocznej stopy wzrostu skorygowanego szeregu M3, co wskazuje na łagodzący wpływ normalizacji zachowań w zakresie inwestycji portfelowych. Jednak fakt, że zarówno stopy wzrostu oficjalnego szeregu M3, jak i skorygowanego szeregu M3 zwiększyły się w drugiej połowie 2004 r., może wskazywać, że głównym czynnikiem kształtującym dynamikę M3 był stymulujący wpływ niskiego poziomu stóp procentowych, a nie normalizacja zachowań w zakresie inwestycji portfelowych (zob. Wykres 4).

1 Bardziej szczegółowe informacje na ten temat można znaleźć w podrozdziale 4 artykułu zatytułowanego „Monetary analysis in real time” w październikowym wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z 2004 r.

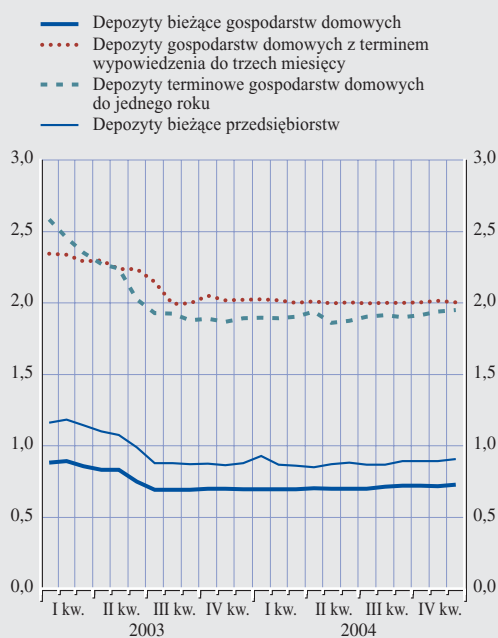
Tak jak w 2003 r., do wzrostu M3 w 2004 r. przyczyniły się głównie najbardziej płynne składniki, tj. te ujęte w wąskim agregacie pieniężnym M1 (zob. Wykres 5), co było skutkiem znacznego zwiększenia się zarówno pieniądza gotówkowego w obiegu, jak i depozytów typu *overnight*. Wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu stanowił odzwierciedlenie nadal silnego popytu na banknoty euro zarówno w strefie euro, jak i poza nią (zob. również podrozdział 3 rozdziału 2 dot. banknotów i monet).

Stopa wzrostu depozytów typu *overnight* utrzymywała się w 2004 r. na dość wysokim poziomie, wspierana przez bardzo niski koszt utraconych możliwości utrzymywania tych depozytów. Przeciętne stopy procentowe dla depozytów gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw typu *overnight* pozostawały ogólnie niezmiennie w porównaniu z końcem 2003 r., osiągając na koniec 2004 r. odpowiednio 0,73% i 0,90% (zob. Wykres 6). Stanowiło to odzwierciedlenie zmian stóp rynku pieniężnego w 2004 r.

Udział depozytów krótkoterminowych innych niż depozyty typu *overnight* w rocznej stopie wzrostu M3 wyniósł około 1,1 punktu procentowego w 2004 r. – znacznie mniej niż w 2003 r. Ten niższy udział odzwierciedlał głównie zmiany w depozytach krótkoterminowych (tj. depozytach o terminie zapadalności do dwóch lat włącznie), których roczna stopa wzrostu była ujemna, podczas gdy krótkoterminowe depozyty oszczędnościowe (tj. depozyty z terminem wypowiedzenia do trzech miesięcy włącznie) odnotowały znaczny wzrost. Rozbieżne kierunki rozwoju tych dwóch składników mogą być odzwierciedleniem faktu, że w 2004 r. nie pojawiła się typowa przewaga odsetkowa depozytów terminowych na okres do jednego roku nad depozytami oszczędnościowymi oprocentowanymi wg krótkoterminowych stóp procentowych oferowanymi przez MIF (zob. Wykres 6). W takiej sytuacji krótkoterminowe depozyty oszczędnościowe są względnie atrakcyjne ze względu na ich większą płynność.

### Wykres 6 Krótkoterminowe stopy procentowe MIF dla depozytów

(oprocentowanie roczne; oprocentowanie nowych rachunków depozytowych; dane ważone<sup>1)</sup>)



Źródło: EBC.

1) Za okres od grudnia 2003 r. ważone stopy procentowe MIF wyliczone są na podstawie w oparciu o wagi poszczególnych krajów skorygowane według wag są obliczone według wag krajowych określonych na podstawie średniej ruchomej nowych rachunków depozytowych z 12 miesięcy, a za wcześniejszy okres (od stycznia do listopada 2003 r.) – według wag krajowych określonych na podstawie średniej wartości nowych rachunków depozytowych w 2003 r. Więcej informacji na ten temat znajduje się w ramce „Analysing MFI interest rates at the euro area level” w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2004 r.

Na zakończenie tej analizy należy wspomnieć, że udział instrumentów rynkowych w rocznej stopie wzrostu M3 zmniejszył się w 2004 r. do 0,4 punktu procentowego, z poziomu 1,2 punktu procentowego w poprzednim roku. Było to szczególnie odzwierciedleniem dużego spadku rocznej stopy wzrostu udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego. Gospodarstwa domowe i firmy często korzystają z tych aktywów jako bezpiecznego instrumentu oszczędzania w czasach gospodarczej i finansowej niepewności, a fakt spowolnienia ich wzrostu odzwierciedla normalizację zachowań w zakresie inwestycji portfelowych rezydentów strefy euro w 2004 r. (zob. także Ramka 1 „Tendencje w zakresie

## Ramka I

### TENDENCJE W ZAKRESIE INWESTYCJI FINANSOWYCH SEKTORA NIEFINANSOWEGO STREFY EURO W 2004 R.

Roczna stopa wzrostu inwestycji finansowych sektora niefinansowego pozostawała w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. zasadniczo stabilna, nie wykazując zmian w stosunku do średniej stopy wzrostu w 2003 r. (zob. Tabela). Stabilność ta maskowała dość złożone procesy zachodzące w poszczególnych kategoriach inwestycji finansowych, które potwierdzały normalizację zachowań w zakresie inwestycji portfelowych. Podczas gdy stopa wzrostu inwestycji w długoterminowe papiery dłużne oraz akcje dopuszczone do obrotu wyraźnie wzrosła między 2003 r. a 2004 r., to stopa wzrostu inwestycji w udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego znacząco spadła. Ponadto, o ile inwestycje w akcje i fundusze akcji wzrastały w szybszym tempie w 2004 r. niż w latach poprzednich, to inwestycje w obligacje i fundusze obligacji nieco zwolniły. Ogólnie rzecz biorąc, powyższe procesy stanowią dalsze potwierdzenie stopniowej normalizacji zachowań w zakresie inwestycji portfelowych rezydentów strefy euro w miarę ponownego utrwalania się wśród uczestników rynku skłonności do inwestowania w bardziej ryzykowne i długoterminowe aktywa.

Gospodarstwa domowe nadal inwestowały dużą część swoich oszczędności finansowych w rezerwy ubezpieczeniowe, choć w nieco niższym tempie niż w 2003 r. Duże zainteresowanie tymi produktami utrzymuje się od kilku lat. Odzwierciedla ono zapewne aspiracje starzejącego się społeczeństwa do zabezpieczenia oszczędności na czas emerytury oraz być może również obawy uczestników rynku co do powszechnych programów emerytalnych.

### Inwestycje finansowe sektora niefinansowego w strefie euro

	Stany jako procent inwestycji finansowych <sup>1)</sup>	Roczne wskaźniki wzrostu								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 I kw.	2004 II kw.	2004 III kw.	2004 IV kw.
<b>Inwestycje finansowe</b>	<b>100</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	.
Waluty i depozyty	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Papiery wartościowe oprócz akcji	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
<i>w tym:</i> krótkoterminowe	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
<i>w tym:</i> długoterminowe	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Udziały w funduszach powierniczych	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.
<i>w tym:</i> udziały w funduszach powierniczych, z wyłączeniem udziałów w funduszach rynku pieniężnego	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
<i>w tym:</i> udziały w funduszach rynku pieniężnego	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Akcje dopuszczone do obrotu	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Techniczne rezerwy ubezpieczeniowe	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 <sup>2)</sup>		5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4
Roczne zyski i straty z papierów wartościowych w posiadaniu sektora niefinansowego (jako procent PKB)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Źródło: EBC.

Uwagi: zob. podrozdział 3.1 rozdziału „Euro area statistics” Biuletynu Miesięcznego EBC. Dane roczne na koniec okresu.

1) Dane na koniec drugiego kwartału 2004 r. Dane mogą się nie sumować z powodu zaokrągleń.

2) Dane na koniec okresu. Agregat pieniężny M3 obejmuje instrumenty pieniężne w posiadaniu sektora niefinansowego i niemonetarnych instytucji finansowych w strefie euro, przechowywane w monetarnych instytucjach finansowych i instytucjach rządowych szczebla centralnego strefy euro.

inwestycji finansowych sektora niefinansowego strefy euro w 2004 r.”).

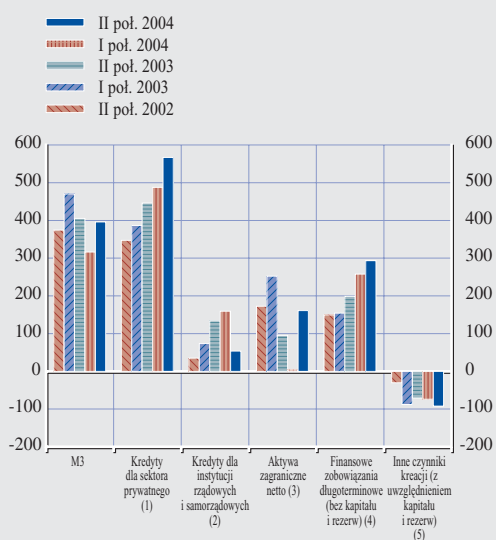
### SZERSZE PODSTAWY WZROSTU KREDYTÓW MIF DLA SEKTORA PRYWATNEGO

Zmiany w czynnikach kreacji M3 potwierdziły wpływ dwóch przeciwstawnych czynników wpływających na wcześniej wspomnianą dynamikę monetarną. Z jednej strony, silniejszy wzrost długoterminowych zobowiązań finansowych MIF i słabszy wzrost aktywów zagranicznych netto w pierwszym półroczu odzwierciedlał odwrócenie się wcześniejszych przesunięć portfelowych w stronę M3. Z drugiej strony, silniejszy wzrost kredytów MIF dla sektora prywatnego stanowił odzwierciedlenie ogólnie niskiego poziomu stóp procentowych.

W pierwszej połowie 2004 r. utrzymywał się silny odpływ kapitału netto ze strefy euro, podczas gdy słabsze wpływy kapitałowe doprowadziły do zmniejszenia się przepływu aktywów zagranicznych netto sektora MIF strefy euro w ujęciu rocznym (zob. Wykres 7). Powyższy odpływ kapitału wynikał z nabywania przez rezydentów strefy euro aktywów od rezydentów spoza tej strefy, co było jednym z aspektów normalizacji zachowań w zakresie inwestycji portfelowych rezydentów strefy euro. W takim stopniu, w jakim takie transakcje podlegają rozrachunkowi przez sektor MIF strefy euro, zmniejszają się również aktywa zagraniczne netto sektora MIF oraz depozyty rezydentów strefy euro. W pierwszej połowie 2004 r. zaznaczył się również trwały wzrost długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw), co było zgodne z postępującą normalizacją zachowań w zakresie inwestycji portfelowych, fundusze były bowiem przenoszone z płynnych aktywów pieniężnych do instrumentów o dłuższych terminach zapadalności. Te zmiany w obszarze aktywów zagranicznych netto oraz długoterminowych zobowiązań finansowych stanowiły zasadniczo kontynuację tendencji obserwowanych w drugiej połowie 2003 r. Jednak już w pierwszej połowie 2004 r. negatywny wpływ tych czynników na wzrost M3 został częściowo

Wykres 7 Zmiany M3 i czynników jego kreacji

(transakcje w skali roku; wartości na koniec okresu w miliardach euro skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC  
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

zrównoważony przez dynamiczny wzrost kredytów MIF dla rezydentów strefy euro w środowisku charakteryzującym się niskim poziomem stóp procentowych i lepszymi warunkami gospodarczymi.

W drugiej połowie 2004 r. utrzymująca się tendencja wzrostu kredytów MIF dla sektora prywatnego uczyniła ten czynnik kreacji dominującym czynnikiem kształtującym dynamikę M3. Ponadto, siła akcji kredytowej MIF na rzecz sektora prywatnego rozkładała się coraz bardziej równomiernie w przekroju wszystkich głównych sektorów niefinansowych. Presja na wzrost M3 była także związana z odwróceniem się uprzednio obserwowanej tendencji spadkowej przepływu aktywów zagranicznych netto w skali rocznej, a odwrócenie to nastąpiło na skutek napływów kapitałowych wywołanych przez ponowne zainteresowanie się akcjami i obligacjami strefy euro wśród nierezydentów strefy euro, jak również przez oczekiwania co do dalszego wzmocnienia się kursu euro. Średni udział aktywów zagranicznych netto w rocznym

wzroście M3 zwiększył się z 1,1 punktu procentowego w drugim kwartale 2004 r. do 2,2 punktu procentowego w czwartym kwartale. Jednocześnie, wzrost długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw) uległ dalszemu wzmocnieniu, wskazując na postępującą normalizację zachowań rezydentów strefy euro w zakresie alokacji portfela – na korzyść aktywów niepieniężnych.

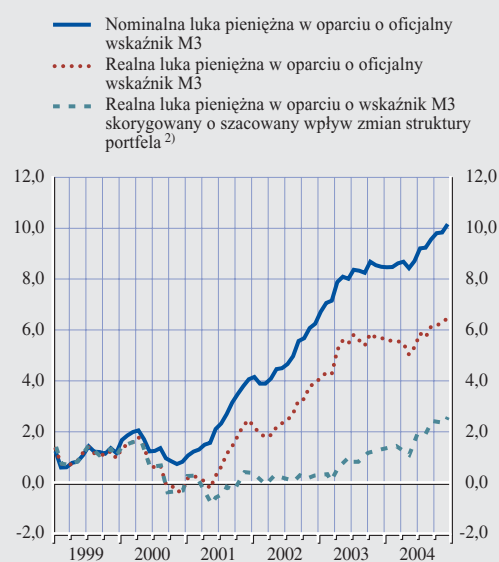
#### PLYNNOŚĆ UTRZYMYWAŁA SIĘ NA WYSOKIM POZIOMIE

Duża dynamika wzrostu wskaźnika M3 w 2004 r. doprowadziła do podwyższenia wskaźników płynności. Oznacza to, że podaż pieniądza w strefie euro przewyższa kwoty potrzebne do sfinansowania nieinflacyjnego wzrostu (zob. Wykres 8). Pierwszym z tych wskaźników jest nominalna luka pieniężna definiowana jako różnica między rzeczywistym poziomem M3 a poziomem M3, który wynikałby ze stałego wzrostu M3 na poziomie referencyjnym 4,5%, przyjmując grudzień 2004 r. jako okres bazowy. Drugi wskaźnik to realna luka pieniężna, która koryguje nominalną lukę pieniężną o nadmierną płynność zaabsorbowaną przez przyszłe zmiany cen (tj. skumulowane odchylenie stóp inflacji od poziomu stabilności cen zdefiniowanej przez EBC). Trzecim jest alternatywny wskaźnik rzeczywistej luki pieniężnej, która jest wyznaczana przy użyciu szacunku M3 skorygowanego o przesunięcia w portfelu.

W trakcie dokonywania oceny tych wskaźników nadmiernej płynności, należy pamiętać, że wybór grudnia 1998 r. jako okresu bazowego jest arbitralny, dlatego też pomiary nadmiernej płynności muszą być ostrożnie interpretowane. Ponadto, jak wcześniej podkreślono, szacunek M3 skorygowany o przesunięcia portfelowe charakteryzuje się znacznym stopniem niepewności<sup>2</sup>. Uwzględniając te ograniczenia, wszystkie szacunki luki pieniężnej wzrosły w drugiej połowie 2004 r., podczas gdy w pierwszej połowie roku wykazywały oznaki wyhamowania wzrostów. Duża różnica między miarą realnej luki pieniężnej opartą na oficjalnym szeregu M3 i miarą opartą na M3 skorygowanym o szacunkowy wpływ rzesuń

#### Wykres 8 Dane szacunkowe dotyczące luki pieniężnej<sup>1)</sup>

(jako procent całego agregatu M3; skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe; grudzień 1998 r. = 0)



Źródło: EBC.

1) Nominalna luka pieniężna jest różnicą między rzeczywistym poziomem M3 a poziomem, który wynikałby ze stałego wzrostu M3 o wartość referencyjną 4,5% od grudnia 1998 r. Realna luka pieniężna jest różnicą między rzeczywistym poziomem M3 pomniejszonym o wskaźnik inflacji HICP oraz pomniejszonym o ten sam wskaźnik poziomem M3, który wynikałby ze stałego nominalnego wzrostu M3 o wartość referencyjną 4,5%, przy inflacji HICP rozumianej zgodnie z definicją stabilności cen EBC, przyjmując za okres bazowy grudzień 1998 r.

2) Szacowane wielkości wpływu zmian portfela na wskaźnik M3 zostały obliczone na podstawie modelu przedstawionego w Rozdziale 4 artykułu pt. „Monetary analysis in real time” w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2004 r.

portfelowych wskazuje, że duża część zakumulowanej nadmiernej płynności odzwierciedlała przeszłe przesunięcia portfelowe do M3. Wykres 8 pokazuje jednak, że również skorygowany wskaźnik wzrósł znacznie od połowy 2003 r., co oznacza, że nadmierna płynność w strefie euro w coraz mniejszym stopniu jest odzwierciedleniem jedynie przesunięć portfelowych.

Omawiane wskaźniki nadmiernej płynności sygnalizują zagrożenie dla średnioterminowej

<sup>2</sup> Więcej informacji na ten temat znajduje się w podrozdziale 4 artykułu zatytułowanego „Monetary analysis in real time” w październikowym wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z 2004 r.

stabilności cenowej. Gdyby znaczna część tej nadmiernej płynności została przekształcona w salda transakcyjne, szczególnie w okresie gdy zaufanie i aktywność gospodarcza wzrosły, mogłoby to przyczynić się do powstania presji inflacyjnych (zob. Ramka 2 „Co mogłoby się

## Ramka 2

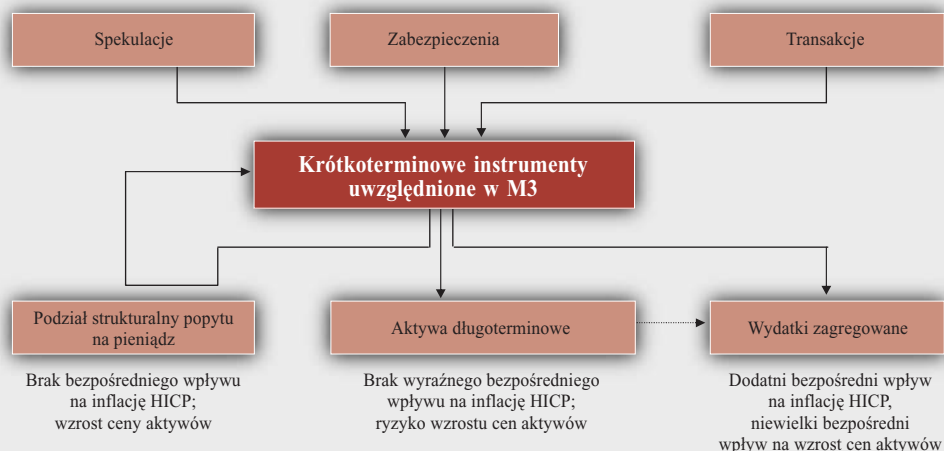
### CO MOGŁOBY SIĘ STAĆ Z NADMIERNĄ PŁYNNOCIĄ W STREFIE EURO?

Silny wzrost M3 notowany od połowy 2001 r. doprowadził do trwałego zwiększenia się poziomów miar nadmiernej płynności w strefie euro, które osiągnęły rekordowe wysokości. Oznacza to, że w 2004 r. wystąpiła znacznie większa płynność w strefie euro, niż to konieczne do finansowania nieinflacyjnego wzrostu gospodarczego. Poziomy tych miar powinny być jednak ostrożnie interpretowane.

Szacując co mogłoby się stać z nadmierną płynnością, należy pamiętać o czynnikach odpowiedzialnych za jej powstanie. Można zidentyfikować dwa czynniki natury ogólnej. Po pierwsze, przeciągający się okres gospodarczej, finansowej i geopolitycznej niepewności między połową 2001 r. i połową 2003 r. doprowadził do znacznego w tym czasie wzrostu skłonności do inwestycji w bezpieczne i płynne instrumenty ujęte w M3. Po drugie, niski poziom stóp procentowych w całym spektrum terminów zapadalności i związane z nim niskie koszty utraconych możliwości utrzymywania płynnych aktywów zwiększyły popyt na pieniądź, szczególnie w ostatnim okresie. Uwzględniając te czynniki można uznać, że silny popyt na krótkoterminowe instrumenty ujęte w M3 może wynikać głównie ze spekulacyjnej i zapobiegawczej, raczej niż transakcyjnej, motywacji. Każdy z tych motywów może z kolei wskazywać na różne sposoby przyszłego wykorzystania nadmiernej płynności i – w związku z tym – różny stopień ryzyka dla stabilności cen (zob. Wykres).

Jedną z możliwości wykorzystania nadmiernej płynności przez podmioty gospodarcze jest zainwestowanie płynnych środków w aktywa długoterminowe, w akcje lub dłużne papiery wartościowe, lub w nieruchomości, bezpośrednio lub za pośrednictwem funduszy

### Schemat możliwości wykorzystania nadwyżki płynności





inwestycyjnych. Aby osiągnąć zagregowaną redukcję nadmiernej płynności konieczne jest, by stronami powyższych transakcji były albo sektor MIF ze strefy euro, albo podmioty spoza strefy euro. Takie wykorzystanie nadmiernej płynności nie miałoby bezpośredniego wpływu na inflację HICP, lecz zmiany portfelowe mogą – w pewnych okolicznościach – mieć wpływ na ceny aktywów, które z kolei mogłyby później wywrzeć pośredni wpływ na inflację poprzez efekt majątkowy.

Druga możliwość zakłada, że nadmierna płynność przełoży się w pewnym momencie na salda transakcyjne. Jest to najbardziej prawdopodobne w czasie wzmacniającego się zaufania gospodarczego. W stopniu w jakim te salda zostaną wykorzystane do zwiększenia popytu na krajowe produkty i usługi, sytuacja ta może prowadzić do progresywnej odbudowy absorpcji niewykorzystanych obecnie mocy produkcyjnych. Jeśli silny wzrost konsumpcji będzie postępować przez wystarczająco długi czas, zmniejszenie się mocy produkcyjnych może ostatecznie spowodować zagrożenia dla stabilności cen.

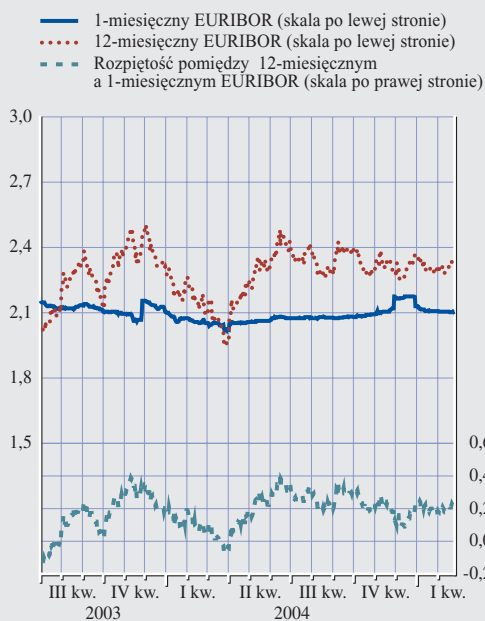
Nie da się całkowicie wykluczyć, że obecna sytuacja nadmiernej płynności nie odzwierciedla w pewnym stopniu trwałej zmiany zachowań podmiotów gospodarczych odnośnie popytu na pieniądź, tj. strukturalnie wyższej preferencji dla płynności, a co za tym idzie – wzrostu pożądanego poziomu aktywów pieniężnych. Taka trwała zmiana może na przykład wynikać ze strukturalnie większej awersji gospodarstw domowych do ryzyka związanego z inwestycjami finansowymi – po znacznych stratach poniesionych przez nie na giełdzie w latach 2000 – 2003. W takim stopniu, w jakim czynnik ten odgrywa rolę, nadmierna płynność w strefie euro byłaby niższa niż wskazują na to obecne miary i nie miałaby wpływu na inflację.

W rzeczywistości, zaistniała sytuacja stanowi prawdopodobnie splot tych trzech możliwości. Obecnie trudno jest określić czy w ostatnich latach nastąpił trwały wzrost preferencji dla płynności. Jednocześnie, utrzymująca się silna skłonność do zakupu nieruchomości może być związana z dużymi wzrostami ich cen. Ponadto, istnieją pewne dowody na to, że podmioty gospodarcze zmieniły swoje zachowania dotyczące portfela inwestycyjnego, inwestując więcej w długoterminowe aktywa finansowe. W przyszłości nie można wykluczyć, że część nadmiernej płynności zostanie wykorzystana w wyższych nominalnie transakcjach, szczególnie w okresie większego zaufania gospodarczego, a wówczas będzie związana z wyższą inflacją.

Dlatego – ogółem – nawet jeśli część nadmiernej płynności jest odzwierciedleniem wyższej preferencji gospodarstw domowych i firm strefy euro dla płynności, wysokie poziomy płynności osiągnięte w 2004 r. pozostają problemem dla EBC i wymagają czujności. W celu dokonania właściwej oceny relatywnego znaczenia empirycznego możliwych scenariuszy wykorzystania nadmiernej płynności, a tym samym zagrożeń dla średnioterminowej stabilności cen, EBC będzie nadal uważnie monitorować procesy zachodzące na wszystkich frontach, w szczególności będzie zwracał uwagę na: a) oznaki zmian struktury portfeli i ryzyka pojawienia się tzw. bąbelków cenowych (ang. *asset price bubbles*), b) oznaki wyższej niż zwykle konsumpcji oraz c) oznaki jakiegokolwiek zmiany strukturalnej w popycie na pieniądź.

### Wykres 9 Krótkoterminowe stopy procentowe w strefie euro i nachylenie krzywej rentowności na rynku pieniężnym

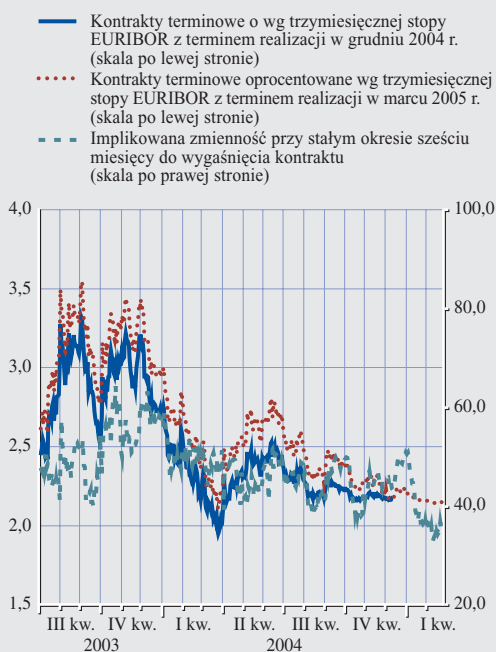
(w procentach w skali rocznej; punkty procentowe; dane dzienne)



Źródło: Reuters.

### Wykres 10 3-miesięczny EURIBOR dla kontraktów terminowych i implikowana zmienność obliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe oprocentowane wg 3-miesięcznego EURIBOR

(roczne oprocentowanie; punkty bazowe; dane dzienne)



Źródła: Bloomberg, Reuters i obliczenia EBC.

stać z nadmierną płynnością w strefie euro?”). Co więcej, duża płynność i silny wzrost kredytów mogłyby stać się źródłem znacznych wzrostów cen aktywów, szczególnie na rynku mieszkaniowym.

#### STOPY PROCENTOWE RYNKU PIENIĘŻNEGO UTRZYMYWAŁY SIĘ OGÓLNIEM NA STABILNYM POZIOMIE

W 2004 r. Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o pozostawieniu podstawowych stóp procentowych bez zmian. W konsekwencji, stopy procentowe rynku pieniężnego na krótkim końcu krzywej dochodowości utrzymywały się na zasadniczo niezmiennym poziomie przez cały rok.

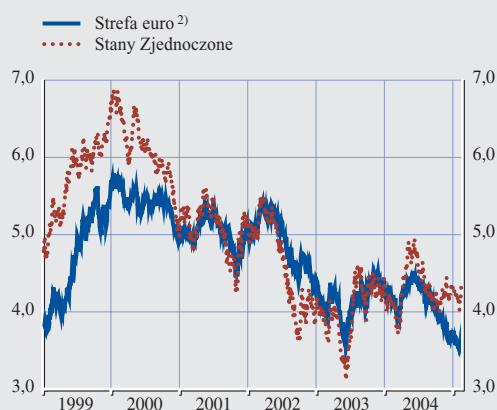
Stopy procentowe rynku pieniężnego dla dłuższych terminów zapadalności znacznie zmalały w pierwszym kwartale 2004 r., kontynuując trend spadkowy obserwowany od połowy grudnia 2003 r. (zob. Wykres 9). Pod koniec marca 2004 r., wobec oczekiwań dalszych obniżek podstawowych stóp

procentowych EBC, odnotowano ujemne nachylenie krzywej dochodowości. Istotnie nachylenie tej krzywej, mierzone za pomocą różnicy pomiędzy dwunastomiesięczną a jednomiesięczną stopą EURIBOR, osiągnęło swój najniższy punkt 26 marca 2004 r. -7 punktów bazowych.

Jednak między kwietniem a czerwcem 2004 r. nastąpiła normalizacja nachylenia krzywej dochodowości, ze znacznym wzrostem stóp procentowych dla dłuższych terminów zapadalności, podczas gdy stopy procentowe pozostały zasadniczo stałe na krótkim końcu krzywej. W późniejszym okresie długoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego pozostawały zasadniczo niezmiennie, a ich wahanie odbywało się w bardzo wąskim zakresie około 10 punktów bazowych. Na koniec roku miesięczne i dwunastomiesięczne stopy EURIBOR wynosiły odpowiednio 2,12% i 2,35%, a więc

## Wykres II Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych<sup>1)</sup>

(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



Źródła: Reuters, Bloomberg i Thomson Financial Datastream.  
1) Rentowność obligacje odnosi się do obligacji dziesięcioletnich lub obligacji o najbardziej zbliżonym terminie pierwotnym.  
2) Od 1 stycznia 2001 r. dane obejmują również Grecję.

kształtowały się w pobliżu poziomów odnotowanych na koniec 2003 r.

W pierwszych dwóch miesiącach 2005 r., stopy procentowe EURIBOR przy dłuższych terminach zapadalności pozostawały zasadniczo stabilne, jako że uczestnicy rynku spodziewali się utrzymania się stabilnego poziomu krótkoterminowych stóp procentowych w całym 2005 r., a poziom premii za okres zapadalności pozostawał stosunkowo niski. W dniu 24 lutego 2005 r. jednomiesięczne i dwunastomiesięczne stopy EURIBOR wyniosły odpowiednio 2,10% i 2,34%.

Zmiany krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego w 2004 r. znajdowały na ogół odzwierciedlenie w ewolucji implikowanej 3-miesięcznej stopy EURIBOR dla kontraktów *futures*. Implikowana zmienność obliczana na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR zmalała znacznie w ciągu 2004 r., co wskazywało na bardzo niewielką niepewność uczestników rynku odnośnie przyszłych poziomów krótkoterminowych stóp procentowych (zob. Wykres 10).

## RENTOWNOŚĆ DŁUGOTERMINOWYCH OBLIGACJI SKARBOWYCH ZMALAŁA ZNACZNIE W 2004 R.

Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w strefie euro osiągnęła na koniec 2004 r. bardzo niskie historycznie poziomy. O ile w pierwszej połowie 2004 r. rentowność 10-letnich obligacji skarbowych podlegała pewnym wahaniom, lecz ogólnie nie zmieniła się, w drugiej połowie roku weszła ona w długotrwały trend spadkowy i przed końcem roku osiągnęła poziom 3,7%, znacznie poniżej poziomów przeważających na koniec 2003 r. (zob. Wykres 11).

Ogółem, powyższe zmiany rentowności długoterminowych obligacji strefy euro odzwierciedlały zmieniającą się percepcję presji inflacyjnych oraz perspektyw dla gospodarki strefy euro wśród uczestników rynku, która to percepcja była z kolei przez cały rok ściśle związana ze zmianami globalnych perspektyw makroekonomicznych. Oczekiwania uczestników rynku odnośnie wpływu gwałtownego wzrostu cen ropy naftowej silnie wpływały na percepcję zarówno presji inflacyjnych, jak i aktywności gospodarczej. Oczekiwania te zmieniały się jednak z upływem czasu, wraz z napływem nowych danych makroekonomicznych. O ile na wiosnę uczestnicy rynku zdawali się koncentrować głównie na inflacyjnych skutkach silnego wzrostu cen ropy, to później ich uwaga zdawała się być skierowana na problem wpływu wysokich cen ropy na aktywność gospodarczą.

W pierwszym kwartale roku rentowność długoterminowych obligacji w strefie euro spadła, odzwierciedlając zmiany zachodzące na rynku amerykańskim, wśród rosnących obaw dotyczących siły ożywienia gospodarczego w USA. Pomimo stopniowego zwiększania się aktywności gospodarczej w strefie euro, rentowność długoterminowych indeksowanych obligacji w strefie euro również spadła w pierwszym kwartale roku, analogicznie do porównywalnych rentowności amerykańskich, odzwierciedlając fakt, że oczekiwania uczestników rynku odnośnie przyszłej aktywności gospodarczej w skali globalnej

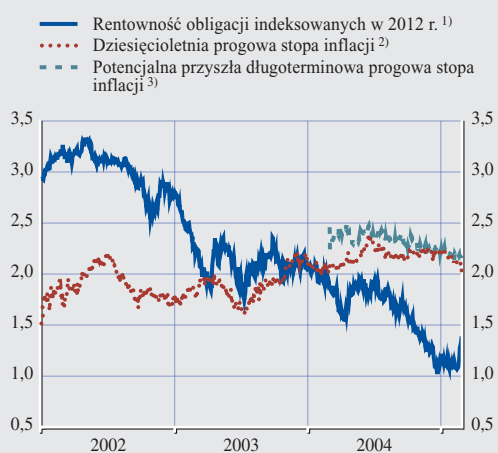
kształtowały się najwyraźniej głównie pod wpływem obaw co do trwałości ożywienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych.

Spadek rentowności długoterminowych obligacji strefy euro odnotowany w pierwszym kwartale roku, poczynając od kwietnia uległ szybkiemu odwróceniu. Następujący po nim wzrost rentowności długoterminowych obligacji wydaje się wynikać z wpływu dwóch czynników. Jednym z nich było rosnące zaufanie uczestników rynku co do postępującego ożywienia w strefie euro, w tym czasie wspartego również przez lepsze perspektywy dla gospodarki światowej. Drugim były coraz większe obawy uczestników rynku odnośnie potencjalnego wpływu wzrostu cen ropy na inflację, na tle postępującego ożywienia w gospodarce światowej. Rzeczywiście, wiosną rentowność długoterminowych obligacji oraz progowe stopy inflacji wzrosły, z powodu wznowionych obaw inflacyjnych wśród inwestorów (zob. Wykres 12). Obawy te były jednak o wiele mniejsze w strefie euro niż w Stanach Zjednoczonych, gdzie rentowność obligacji oraz progowe stopy inflacji wzrosły wyraźniej.

Od kwietnia do czerwca 2004 r. oczekiwania inflacyjne uczestników rynku w strefie euro zdawały się rosnąć szybciej w krótszym horyzoncie czasowym, podczas gdy długoterminowe oczekiwania inflacyjne – mierzone implikowanymi przyszłymi progowymi stopami inflacji – były nieco bardziej stabilne, aczkolwiek pozostawały na stosunkowo wysokim poziomie<sup>3</sup>. Wzrost progowych stóp inflacji w strefie euro prawdopodobnie odzwierciedlał w pewnym stopniu wyższą premię za ryzyko inflacyjne, której wymagali inwestorzy w sytuacji niepewności dotyczącej wpływu zmian cen ropy. Dodatkowe informacje z sondaży mierzących oczekiwania inflacyjne w strefie euro, które nie wykazały wzrostu punktowych szacunków długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, były spójne z powyższą interpretacją.

**Wykres 12 Realna rentowność długoterminowych obligacji i progowa stopa inflacji w strefie euro**

(wskaźniki procentowe w skali rocznej; dane dzienne)



Źródła: Reuters, francuskie Ministerstwo Skarbu i obliczenia EBC.

- 1) Obliczone na podstawie cen rynkowych francuskich obligacji skarbu państwa, indeksowanych do inflacji HICP w strefie euro (bez cen tytoniu), o terminie zapadalności w 2012 r.
- 2) Szczegółowe informacje dotyczące obliczeń znajdują się w Ramce 2 Biuletynu Miesięcznego EBC z lutego 2002 r.
- 3) Obliczone na podstawie obligacji indeksowanych w strefie euro, z terminem zapadalności w 2008 r. i 2014 r.

Zmiany cen ropy naftowej nadal wywierały znaczny wpływ na rentowność obligacji w drugiej połowie roku. Jednak rynki w tym okresie zdawały się również coraz bardziej obawiać wpływu cen ropy na aktywność gospodarczą w strefie euro i na gospodarkę światową. Znalazło to odzwierciedlenie w stopniowym spadku – obserwowanym od połowy czerwca – rentowności długoterminowych obligacji indeksowanych w ujęciu nominalnym, co wskazywało na to, że rynki oczekiwały pewnego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro. Dalsza deprecjacja dolara amerykańskiego w relacji do euro, szczególnie w ostatnim kwartale 2004 r., także przyczyniała się do osłabienia oczekiwań uczestników rynku odnośnie perspektyw

3) Wykres 12 pokazuje, że wiosną 2004 r. wzrost progowej stopy inflacji na 2012 r., która stanowi odzwierciedlenie m.in. średniego oczekiwanego poziomu inflacji w okresie 2004–2012, był silniejszy niż wzrost długookresowej implikowanej przyszłej progowej stopy inflacji, która odzwierciedlała oczekiwania średniej inflacji w okresie 2008–2014. Wskazuje to na silniejszy wzrost oczekiwań inflacyjnych w krótszym okresie.

wzrostu gospodarczego strefy euro w bliższym okresie. Spadek rentowności długoterminowych obligacji nominalnych i indeksowanych odzwierciedlał także zmianę oczekiwań rynku co do tempa zacieśniania polityki pieniężnej w krótkim i średnim okresie – rynek spodziewał się spowolnienia tego procesu.

W wyniku powyższych procesów, rentowność długoterminowych obligacji w strefie euro w ujęciu nominalnym spadła wyraźnie w ciągu 2004 r. o około 60 punktów bazowych do poziomu 3,7% na koniec roku, a więc blisko poziomu historycznego minimum. Rozpiętość stóp procentowych w stosunku do Stanów Zjednoczonych pozostawała zasadniczo na stałym poziomie przez większość 2004 r., odzwierciedlając prawie równoczesne zmiany perspektyw makroekonomicznych tych dwóch gospodarek. Jednak bliżej końca roku pojawiła się pewna rozbieżność zmian rentowności długoterminowych obligacji, kiedy to rozpiętość stóp procentowych między 10-letnimi obligacjami skarbowymi USA i strefy euro nieco wzrosła, osiągając poziom prawie 60 punktów bazowych.

Progowe stopy inflacji również nieco zmalały w drugiej połowie 2004 r. Tym niemniej, długoterminowe progowe stopy inflacji w strefie euro znajdowały się na koniec roku na poziomie wyższym od przeciętnego w okresie od końca 2001 r., kiedy to pierwszy raz wyemitowano obligacje związane z inflacją, indeksowane HICP strefy euro (z wyłączeniem cen wyrobów tytoniowych). Na koniec roku 10-letnia progowa stopa inflacji wynosiła ok. 2,2%, co oznaczało wzrost o ponad 10 punktów bazowych w porównaniu z grudniem 2003 r.

W 2004 r. dał się również zauważyć dalszy spadek implikowanej zmienności na rynku obligacji – wskaźnika odzwierciedlającego oczekiwania rynku co do zakresu zmian rentowności obligacji w krótkim okresie. Odnotowana następnie rzeczywista zmienność potwierdziła trafność tych oczekiwań rynku odnośnie mniejszej zmienności rynku obligacji (zob. Ramka 3 „Ogólne tendencje implikowanej zmienności rynku finansowego”).

Na początku 2005 r. dochodowość obligacji długoterminowych na rynkach światowych początkowo kontynuowała spadek, a następnie

### Ramka 3

#### OGÓLNE TENDENCJE IMPLIKOWANEJ ZMIENNOŚCI RYNKU FINANSOWEGO

Rok 2004 przyniósł wyraźny ogólny spadek implikowanej zmienności w wielu segmentach rynku finansowego w strefie euro oraz w innych rozwiniętych gospodarkach. Implikowana zmienność – obliczana na podstawie cen opcji – jest zwykle interpretowana jako miara niepewności uczestników rynku co do nadchodzących zmian na różnych rynkach finansowych. W 2004 r. pojawiły się pewne obawy, iż stosunkowo niskie poziomy zmienności implikowanej mogą nie być w pełni uzasadnione w tym sensie, że mogły zostać pomniejszane przez czynniki inne niż oczekiwania uczestników rynku co do przyszłej rzeczywistej zmienności. Taka potencjalna „błędna wycena” zmienności mogłaby stanowić m.in. zagrożenie dla stabilności finansowej. Jeśli na przykład instytucje finansowe zareagowałyby na niższą zmienność, zwiększając odpowiednio swoją ekspozycję na ryzyko, mogłyby ponieść znaczne straty w przypadku ponownego wzrostu zmienności. W oparciu o obserwacje empiryczne nie stwierdzono, by taka błędna wycena miała miejsce, a po spadku zmienności implikowanej na różnych rynkach finansowych nastąpiło faktyczne obniżenie rzeczywistej zmienności<sup>1</sup>. Z kolei niższa zmienność rzeczywista może na

<sup>1</sup> Zob. Ramki „Recent trends in implied stock market volatility” i „Najnowsze trendy w zmienności implikowanej rynku obligacji” odpowiednio w listopadowym i grudniowym wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z 2004 r.

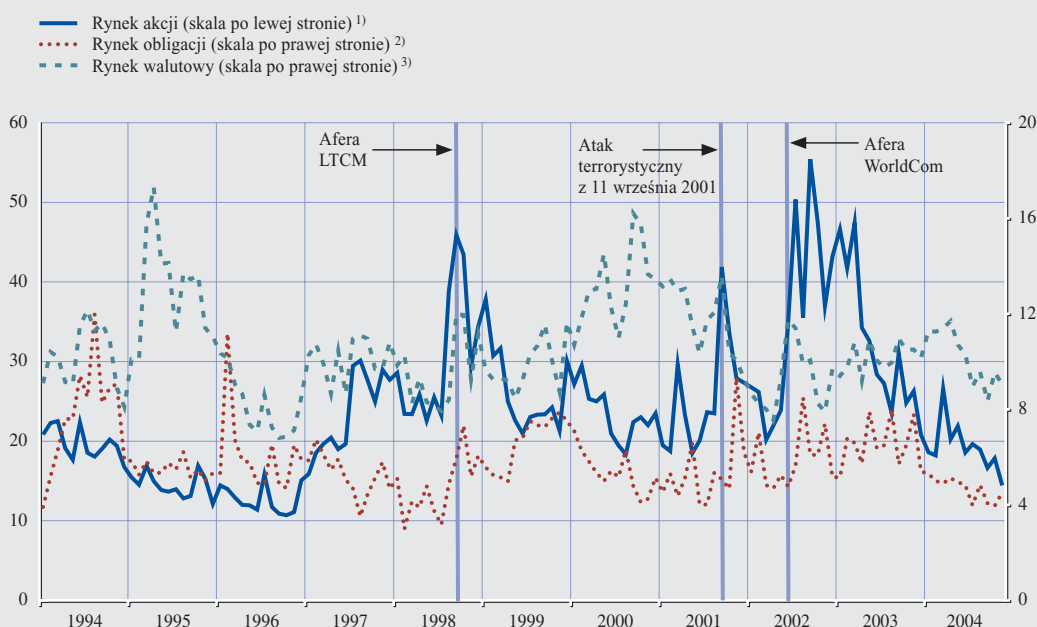
przykład wynikać z postępującego procesu normalizacji, zwłaszcza na światowych rynkach akcji, który pojawia się po kilku wyjątkowo niespokojnych latach.

Wykres A pokazuje implikowaną zmienność (a) niemieckiego indeksu DAX, mierzoną za pomocą indeksu zmienności VDAX, (b) długoterminowych obligacji skarbowych, obliczoną na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 10-letnie niemieckie obligacje skarbowe (Bund) z terminem zapadalności za 22 dni operacyjne oraz (c) kursu wymiany euro względem dolara, obliczoną na podstawie opcji walutowych z terminem zapadalności za ok. miesiąc. Ponieważ wszystkie ww. opcje pochodzą z tego samego dnia i mają mniej więcej ten sam czas do zapadalności, widoczne na wykresie szeregi zmienności implikowanej mierzą niepewność uczestników rynku we wszystkich trzech segmentach w podobnym krótkim horyzoncie czasowym.

W przeszłości obserwowano raczej niski stopień korelacji zmian krótkoterminowej zmienności oczekiwanej w różnych segmentach rynku, z wyjątkiem sporadycznych okresów zaburzeń ogólnorynkowych, wywołanych prawdopodobnie przez wstrząsy o charakterze uniwersalnym, a nie specyficzne dla danego segmentu. Spadek zmienności notowany w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. był dość podobny na różnych rynkach. Wobec braku dowodów wskazujących na błędną wycenę zmienności, wskazywałoby to na powszechny, stopniowy wzrost zaufania wśród uczestników rynku finansowego odnośnie spokojniejszych warunków rynkowych w krótkim terminie. Jednak w ostatnich miesiącach 2004 r. dotychczasowy duży spadek

### Wykres A Implikowana zmienność rynków finansowych w strefie euro

(oprocentowania roczne; dane miesięczne)



Źródła: Bloomberg i obliczenia EBC.

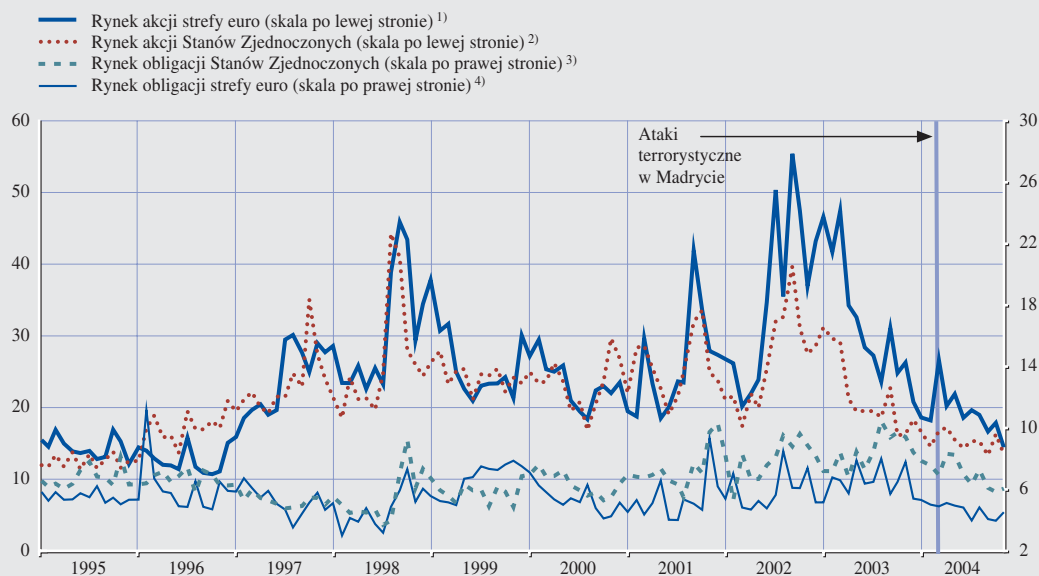
1) Wskaźnik zmienności dla niemieckiego indeksu DAX, mierzący implikowaną zmienność dla najbliższych 45 dni kalendarzowych.

2) Implikowana zmienność dla opcji na kontrakty futures na 10-letnie niemieckie obligacje skarbowe (*Bund futures*), z terminem 22 dni roboczych do wygaśnięcia kontraktu.

3) Implikowana zmienność dla opcji na kontrakty na kurs USD/EUR, z terminem ok. miesiąca do wygaśnięcia kontraktu.

## Wykres B Implikowana zmienność rynku akcji i obligacji w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych

(oprocentowanie roczne; dane miesięczne)



Źródła: Bloomberg i obliczenia EBC.

- 1) Indeks zmienności dla niemieckiego indeksu DAX mierzący implikowaną zmienność na 45 najbliższych dni kalendarzowych.
- 2) Indeks zmienności dla indeksu S&P 500 mierzący implikowaną zmienność na 30 najbliższych dni kalendarzowych.
- 3) Implikowana zmienność dla opcji na kontrakty futures na obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, z terminem 22 dni do wygaśnięcia umowy.
- 4) Implikowana zmienność dla opcji na kontrakty futures na 10-letnie niemieckie obligacje skarbowe (*Bund futures*), z terminem 22 dni do wygaśnięcia umowy.

implikowanej zmienności kursu USD/EUR został zatrzymany w warunkach ponownego przyspieszenia w osłabianiu się dolara.

Dzisiejsze rynki kapitałowe są wysoce zintegrowane i można przypuszczać, że międzynarodowa korelacja zmienności wewnątrz każdego segmentu rynku jest znaczna. Wykres B powyżej pokazuje implikowaną zmienność na rynkach akcji w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, mierzoną odpowiednio za pomocą indeksów VIX i VDAX, oraz implikowaną zmienność na rynkach odpowiadających im obligacji długoterminowych obliczoną na podstawie – odpowiednio – opcji na amerykańskie obligacje skarbowe (US Treasury) oraz kontrakty terminowe na niemieckie obligacje skarbowe (Bund).

Z wykresu jasno wynika, że zachodzi wysoki stopień korelacji zmienności implikowanej w obydwu klasach aktywów w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro. Ponadto, międzynarodowe powiązania wydają się nieco mocniejsze na rynkach akcji niż na rynkach długoterminowych obligacji skarbowych. Mimo to, czynniki specyficzne dla kraju lub rynku mogą odgrywać dominującą rolę. Na przykład ataki terrorystyczne z 11 marca 2004 r. w Madrycie miały większy, choć tymczasowy, wpływ na oczekiwaną zmienność rynku akcji w strefie euro niż w USA. Wykres dostarcza również nowych dowodów na to, że ogólny spadek zmienności implikowanej w ostatnich kilku latach nie był ograniczony do strefy euro.

Podsumowując, międzynarodowe powiązania między pewnymi rodzajami aktywów są dosyć silne, szczególnie w przypadku rynków akcji. O ile w normalnych okolicznościach nie

występuje ogólna tendencja do równoległych zmian zmienności implikowanej we wszystkich segmentach rynku, w okresie zaburzeń daje się zauważyć silniejszą korelację. Niedawne wyrównanie zmienności implikowanej w przekroju ww. trzech klas aktywów jest godna uwagi, ponieważ nie jest związana z żadnym finansowym zaburzeniem i dlatego może potwierdzać rozpowszechnione wśród uczestników rynku przekonanie, że warunki na rynku finansowym w bliskim okresie będą spokojniejsze niż na początku 2004 r.

około połowy lutego 2005 ponownie zaczęła gwałtownie rosnąć. W efekcie, w dniu 24 lutego rentowność 10-letnich obligacji skarbowych zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych była bardzo zbliżona do poziomów przeważających na koniec 2004 r.

#### RYNKI AKCJI STREFY EURO KONTYNUOWAŁY SILNY WZROST W 2004 R.

W 2004 r. ceny akcji w strefie euro nadal rosły, począwszy od pierwszej połowy 2003 r. (zob. Wykres 13). Indeks Dow Jones EURO STOXX zakończył 2004 r. 10-procentowym wzrostem w porównaniu z końcem zeszłego roku, czyli nieco wyższą zwyżką niż indeksy Standard & Poor's 500 oraz Nikkei 225.

Ogólny wzrost cen akcji w strefie euro wydawał się odzwierciedlać wpływ kilku czynników,

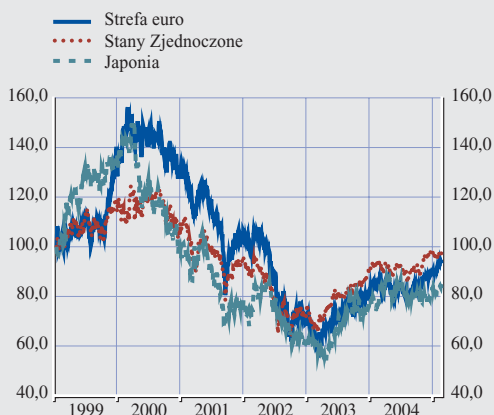
a w szczególności spadku długoterminowych stóp procentowych oraz silnego wzrostu rzeczywistych zysków i wypłat dywidend (zob. Wykres 14).

Wydaje się, że do wzrostu cen akcji w 2004 r. przyczynił się również znaczny spadek zmienności na rynku akcji, który sygnalizował spadek niepewności uczestników co do perspektyw tego rynku (zob. również Ramka 3). Wydaje się, że potencjalnie ujemne czynniki, takie jak nieco mniej optymistyczne perspektywy globalnego wzrostu w wyniku wzrostu cen ropy naftowej oraz – zwłaszcza pod koniec 2004 r. – zmiany kursów walutowych, tylko częściowo łagodziły wzrost cen akcji.

W ujęciu sektorowym, wzrost cen akcji w strefie euro w 2004 r. objął wszystkie sektory

Wykres 13 Najważniejsze wskaźniki giełdowe <sup>1)</sup>

(indeks: wartości z 1 stycznia 1999 = 100; dane dzienne)



Źródła: Reuters, Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.  
1) Szeroki indeks Dow Jones EURO STOXX dla strefy euro, indeks Standard and Poor's 500 dla Stanów Zjednoczonych oraz indeks Nikkei 225 dla Japonii. Od stycznia 2001 r. dane strefy euro obejmują również Grecję.

Wykres 14 Rzeczywiste i oczekiwane wyniki finansowe przedsiębiorstw

(w procentach; dane miesięczne)



Źródło: Thomson Financial Datastream (zyski wg analityków z Institutional Brokers Estimate System IBES).



z jednym wyjątkiem – na dziesięć sektorów gospodarki ujętych w indeksie Dow Jones EURO STOXX tylko sektor technologiczny odnotował na koniec 2004 r. ceny akcji niższe niż rok wcześniej. Największy wzrost wystąpił w sektorach ochrony zdrowia i użyteczności publicznej, a sytuacja w sektorze telekomunikacyjnym również poprawiła się w 2004 r. Także wzrost w sektorze energetycznym przekroczył ogólny indeks, w związku z faktem, że przychody w tym sektorze wykazują dodatnią korelację ze zmianami cen ropy. Ten sam czynnik przyczynił się też do poprawy wyników w sektorze użyteczności publicznej, jako że w okresach wysokich cen ropy rośnie zapotrzebowanie na alternatywne źródła energii, takie jak gaz ziemny. Natomiast sektor konsumencki był słabszy niż ogólny indeks w 2004 r., zarówno w obszarze procyklicznych, jak i niecyklicznych produktów i usług. Może to być odzwierciedleniem obaw inwestorów odnośnie popytu wewnętrznego, a szczególnie spożycia prywatnego w strefie euro.

Pierwsze dwa miesiące 2005 r. przyniosły kontynuację tendencji wzrostu cen na światowych rynkach akcji; indeks Dow Jones EURO STOXX zyskał kolejne 3% w okresie między końcem 2004 r. a 24 lutego 2005 r., podczas gdy indeksy Standard & Poor's 500 i Nikkei 225 również wykazały w tym okresie niewielki wzrost. Do wyżej wymienionych wzrostów cen przyczyniła się najprawdopodobniej duża poprawa rentowności przedsiębiorstw.

#### **SILNE ZAPOTRZEBOWANIE GOSPODARSTW DOMOWYCH NA FINANSOWANIE**

Popyt sektora gospodarstw domowych na finansowanie był w 2004 r. silny, co znajduje odzwierciedlenie w fakcie, że roczna średnia stopa wzrostu kredytów MIF dla gospodarstw domowych zwiększyła się do 7,8%. Obserwowany od pierwszego kwartału 2002 r. wzrost kredytów dla gospodarstw domowych znalazł także odzwierciedlenie w ich dynamice w 2004 r., co było przede wszystkim wynikiem silnego wzrostu kredytów długoterminowych.

W pierwszych trzech kwartałach 2004 r. roczna stopa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ogółem była wyższa niż analogiczna stopa dla kredytów udzielonych przez MIF, co wskazywało na trwającą nadal ekspansję kredytową innych instytucji finansowych (OFIs) w kontekście sekurytyzacji kredytów hipotecznych w wielu krajach.

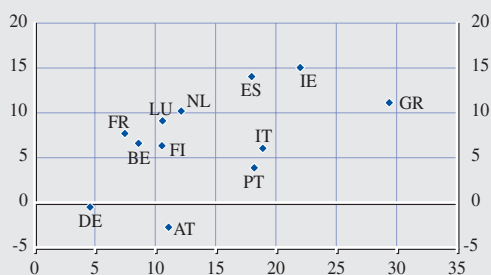
Długoterminowe kredyty MIF dla gospodarstw domowych stanowiły głównie kredyty na zakup nieruchomości mieszkaniowych. Silnemu wzrostowi tego składnika sprzyjał znaczny wzrost cen na rynku mieszkaniowym w kilku krajach strefy euro oraz ciągły wzrost cen mieszkań. Roczna stopa wzrostu tych cen dla całej strefy euro wyniosła ponad 7% w pierwszej połowie 2004 r. Dostępne dane wskazują, że tempo wzrostu kredytów na cele mieszkaniowe zaciąganych przez gospodarstwa domowe utrzymywało się na niskim poziomie w większości krajów, w których zmiany cen mieszkań były niewielkie, natomiast było znaczne w krajach, w których ceny rosły szybko (zob. Wykres 15). W wielu krajach strefy euro zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych oraz finansowanie ich zakupów mogły również mieć wpływ na wzrost konsumpcji. Wzrost cen mieszkań zwiększył zapotrzebowanie na finansowanie, lecz mógł także zwiększyć dostęp gospodarstw domowych do kredytu poprzez zwiększenie wysokości dostępnego dla nich zabezpieczenia. Jednocześnie, silny wzrost kredytów na cele mieszkaniowe mógł sam w sobie stanowić źródło wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych.

Czynnikami leżącym u podłoża silnego wzrostu kredytów na cele mieszkaniowe był niski koszt finansowania tych kredytów, który spadł jeszcze bardziej w 2004 r. z już niskiego poziomu notowanego w poprzednich latach. Zwiększyło to możliwości nabywania mieszkań przez gospodarstwa domowe. Stopy procentowe MIF na nowo zaciąganych kredytach na cele mieszkaniowe z pierwotną stawką oprocentowania na okres od pięciu do dziesięciu lat zmniejszyły się o 52 punkty bazowe w ciągu roku osiągając poziom 4,49% w grudniu

### Wykres 15 Dynamika i kredyty na rynku nieruchomości mieszkaniowych

(średni roczny wzrost w latach 1998–2003; w procentach)

Oś Y: Ceny nieruchomości mieszkaniowych  
Oś X: Kredyty na cele mieszkaniowe



Źródło: EBC. Obliczenia EBC oparte na danych MIF dotyczących kredytów i pożyczek oraz ostatnich dostępnych krajowych informacji dotyczących cen nieruchomości mieszkaniowych.

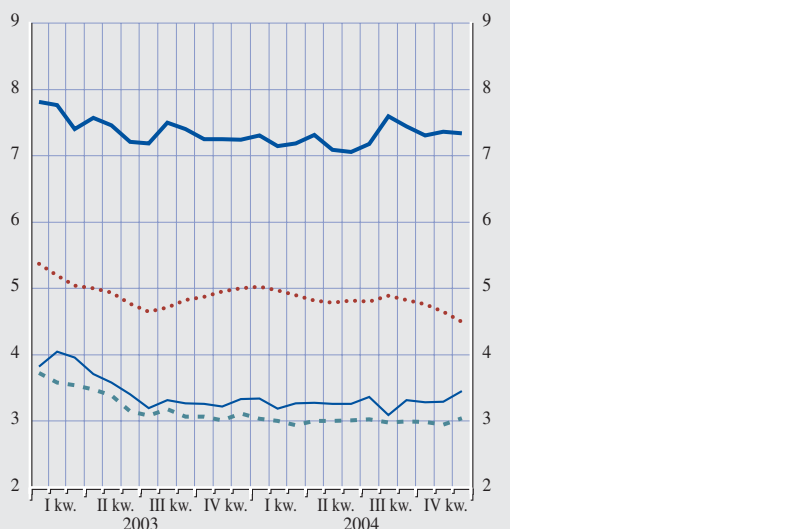
2004 r. (zob. Wykres 16), odzwierciedlając zmiany porównywalnych rynkowych stóp procentowych dla średnioterminowych obligacji skarbowych. Wydaje się również, że ogólna dostępność finansowania dla gospodarstw domowych uległa w 2004 r. poprawie. Wyniki sondażu Eurosystemu dot. akcji kredytowej banków wskazują, że w ostatnich trzech kwartałach 2004 r. nastąpiło pewne złagodzenie kryteriów udzielania kredytów stosowanych przez banki w procesie przyznawania kredytów mieszkaniowych.

Roczna stopa wzrostu kredytów na cele konsumpcyjne również wzrosła w 2004 r., aczkolwiek z niższego poziomu i z opóźnieniem w porównaniu ze zmianami zachodzącymi w obszarze kredytowania potrzeb mieszkaniowych. Ten wzrost może być odzwierciedleniem stopniowej poprawy wskaźnika zaufania konsumentów ustalonego przez Komisję Europejską w sytuacji stosunkowo niskich stóp procentowych kredytów na cele konsumpcyjne dla gospodarstw domowych. Wyniki sondażu dotyczącego kredytów udzielanych przez banki przeprowadzonego przez Eurosystem wskazują również, że dostępność kredytów na cele konsumpcyjne a także innych pożyczek poprawiła się wraz ze złagodzeniem warunków udzielania kredytów w 2004 r.

### Wykres 16 Stopy procentowe kredytów monetarnych instytucji finansowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych

(oprocentowanie roczne; oprocentowanie nowych umów; z wyłączeniem kredytów w rachunku bieżącym; dane ważone)

- Kredyty konsumpcyjne dla gospodarstw domowych o zmiennym oprocentowaniu i okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku
- Kredyty na cele mieszkaniowe dla gospodarstw domowych z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania od pięciu do dziesięciu lat
- - - Kredyty dla przedsiębiorstw na kwotę powyżej 1 mln euro o zmiennym oprocentowaniu i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku
- Kredyty dla przedsiębiorstw na kwotę powyżej 1 mln euro, z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania od jednego do pięciu lat



Źródło: EBC.

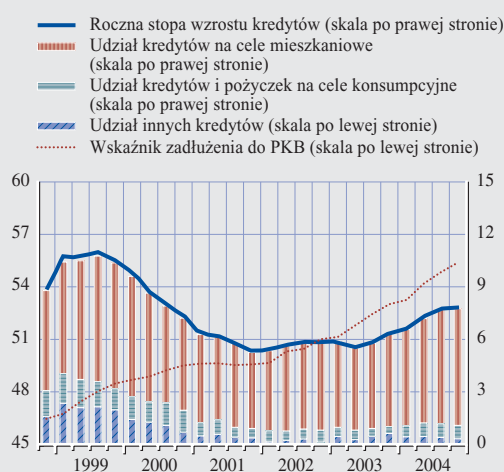
1) Za okres od grudnia 2003 r. ważone stopy procentowe MIF są obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów, wyliczane na podstawie 12-miesięcznej średniej ruchomej wolumenu nowych umów. W poprzednim okresie (od stycznia do listopada 2003 r.) – ważone stopy procentowe MIF były obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów, wyliczane na podstawie średniego wolumenu nowych kredytów w 2003 r. Więcej informacji znajduje się w Ramce zatytułowanej „Analysing MFI interest rates at the euro area level” w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2004 r.

### ROSNĄCE ZADŁUŻENIE GOSPODARSTW DOMOWYCH

Zwiększone zaciąganie kredytów przez gospodarstwa domowe skutkowało dalszym stopniowym wzrostem wskaźnika długu gospodarstw domowych do PKB (zob. Wykres 17). Ten wzrost wskaźnika długu do PKB stanowi częściowo odzwierciedlenie stabilizacji cen i obniżenia stóp procentowych w kilku krajach strefy euro po wprowadzeniu euro. Istotnie, ciężar obsługi długu (tzn. wskaźnik spłat odsetek i spłat kapitału do dochodu do dyspozycji) pozostał dość niski dzięki

### Wykres 17 Wskaźnik zadłużenia do PKB i wzrost kredytów dla gospodarstw domowych

(wskaźnik zadłużenia do PKB i roczny wzrost w procentach; udziały w rocznym wskaźniku wzrostu w punktach procentowych)



Źródło: EBC.

Uwaga: Wskaźnik zadłużenia do PKB obliczony na podstawie kwartalnych rachunków finansowych jest nieco niższy niż obliczony na podstawie rachunków rocznych, głównie dlatego, że nie uwzględnia on kredytów sektorów niefinansowych i banków spoza strefy euro.

dominującym niskim stopom procentowym. Wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do PKB w strefie euro także pozostał niski w porównaniu np. z Wielką Brytanią i Stanami Zjednoczonymi. Tym niemniej, ten wzrost zadłużenia nie jest pozbawiony ryzyka, ponieważ zwiększył on wrażliwość gospodarstw domowych na zmiany stóp procentowych, dochodu i cen aktywów. Ryzyko to dotyczy na przykład gospodarstw, które – w warunkach stóp procentowych najniższych w historii – zaciągały kredyty hipoteczne o zmiennych stopach procentowych z początkowo niskimi spłatami odsetek. Szacunkowe dane dotyczące tej wrażliwości są wysoce niepewne, ponieważ – na przykład – udział obecnego zadłużenia hipotecznego podlegającego ryzyku zmian stóp procentowych zależy od warunków umów zawartych na kredyty hipoteczne. Warunki te związane są ze strukturą krajowych rynków hipotecznych, uwarunkowaniami kulturowymi i historycznymi, jak również z zagadnieniami prawnymi i fiskalnymi, które różnią się znacznie na obszarze strefy euro<sup>4</sup>.

### NISKI KOSZT FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO DLA PRZEDSIĘBIORSTW

Warunki finansowania wierzycielskiego przedsiębiorstw w strefie euro pozostawały bardzo korzystne przez cały 2004 r., co odzwierciedlały stopy procentowe na rynku obligacji korporacyjnych oraz bankowe stopy procentowe. Firmy korzystały z niskich kosztów finansowania wierzycielskiego i generalnie nieograniczonego dostępu do źródeł finansowania.

Odnosnie finansowania w postaci papierów wartościowych, rentowność obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa była rekordowo niska, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym (zob. Wykres 18). Jednocześnie realny dochód z tytułu dywidendy (które można interpretować jako wskaźnik realnego kosztu finansowania kapitałem), choć pozostawał na nieco wyższym poziomie niż ich średnia za okres od połowy lat 90., obniżył się ze najwyższego poziomu odnotowanego w 2003 r.

Niski koszt finansowania za pomocą obligacji jest w dużym stopniu wynikiem najniższy w historii stóp procentowych w całym spektrum terminów zapadalności, jak również odbiciem pozytywnej oceny perspektyw ryzyka kredytowego firm w strefie euro przez inwestorów. Rozpiętości między obligacjami korporacyjnymi i obligacjami skarbowymi, zwłaszcza dla obligacji z ratingiem AA i BBB, jeszcze bardziej zmalały w 2004 r. z już wcześniej niskich poziomów. Zmniejszenie rozpiętości można wyjaśnić czynnikami o podstawowym znaczeniu, takimi jak wyraźny spadek zmienności na rynkach finansowych (zob. Ramka 3 pt. „Ogólne tendencje implikowanej zmienności rynku finansowego”) oraz wzrost rentowności przedsiębiorstw. Jednocześnie, w warunkach niskich stóp procentowych, nie można wykluczyć, że rozległe poszukiwanie dochodowości przez

<sup>4</sup> Więcej szczegółów znajduje się w ramce „Features of mortgage contracts in the euro area” w listopadowym wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z 2004 r.

### Wykres 18 Wskaźniki rynkowych kosztów finansowania przedsiębiorstw

(oprocenowanie roczne)



Źródła: Datastream, obliczenia EBC.

1) Rentowność obligacji przedsiębiorstw zależy od indeksu firmy Merrill Lynch dla przedsiębiorstw inwestycyjnych, a także na indeksie wysokiej rentowności. Za okres do kwietnia 1998 r. dostępne są tylko dane krajowe (dot. Belgii, Francji, Niemiec, Włoch, Holandii i Hiszpanii). Rentowność jest agregowana za pomocą wag PKB odpowiadających paritetowi siły nabywczej w 2001 r. Rentowność nominalna jest pomniejszona o 4-letni wskaźnik oczekiwanej inflacji publikowany przez Consensus Economics Forecast.

2) Rentowność z dywidendy oznacza roczną dywidendę przewidywaną przez uczestników rynku, wyrażoną jako procent ceny akcji. Rentowność nominalna jest pomniejszona o średnią oczekiwaną inflację (publikowaną przez Consensus Economics Forecast) za okres równy średniemu duration obligacji przedsiębiorstw.

inwestorów nadal odgrywało rolę w spadku rentowności obligacji korporacyjnych.

Przechodząc do kosztów finansowania związanych z kredytami MIF, które stanowią główną formę finansowania wierzycielskiego przedsiębiorstw, stopy procentowe MIF w 2004 r. pozostawały na zasadniczo stabilnym, niskim poziomie po spadkach odnotowanych w 2002 r. i 2003 r. (zob. Wykres 16).

Firmy mogły również mieć łatwiejszy dostęp do kredytu bankowego w 2004 r. Wyniki sondażu dotyczącego kredytów udzielanych przez banki przeprowadzonego przez Eurosystem wskazują na stopniowe zwoleńczenie kryteriów przy udzielaniu kredytów dla przedsiębiorstw w pierwszej połowie 2004 r., które przerodziło się we względne złagodzenie w drugiej połowie roku. Jednocześnie odnotowano pewne różnice kosztów finansowania między dużymi przedsiębiorstwami a małymi oraz średnimi przedsiębiorstwami (zob. Ramka 4 „Czy warunki finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw były w strefie euro w 2004 r. mniej korzystne niż dla dużych przedsiębiorstw?”).

#### Ramka 4

#### **CZY WARUNKI FINANSOWANIA DLA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW BYŁY W STREFIE EURO W 2004 R. MNIEJ KORZYSTNE NIŻ DLA DUŻYCH PRZEDSIĘBIORSTW?**

Ogólnie rzecz biorąc, małe i średnie przedsiębiorstwa (MSP) mogą podlegać większym ograniczeniom niż duże przedsiębiorstwa w zakresie kosztów finansowania i dostępu do finansowania zewnętrznego. W przeciwieństwie do dużych firm, MSP na ogół nie są w stanie pozyskiwać finansowania na rynkach kapitałowych i dlatego muszą polegać głównie na kredytach bankowych lub bardziej kosztownych formach finansowania zewnętrznego (np. kredyt handlowy, leasing i factoring, itd.). Ponadto, ubiegając się o finansowanie, mniejsze firmy wydają się napotykać na więcej problemów wynikających z braku informacji po stronie potencjalnego kredytodawcy, bowiem są one często młodsze i podlegają mniej rygorystycznym wymogom sprawozdawczym (tzn. składają mniej szczegółowe sprawozdania finansowe, itp.). Co więcej, w porównaniu do dużych firm MSP mogą zwykle zaoferować znacznie mniej środków trwałych jako zabezpieczenie, które mogłoby złagodzić problem niedostatecznej informacji. W rezultacie banki często mogą stosować bardziej rygorystyczne kryteria udzielania

kredytów wobec mniejszych i młodszych firm, ponieważ przeważnie posiadają mniej informacji na ich temat.

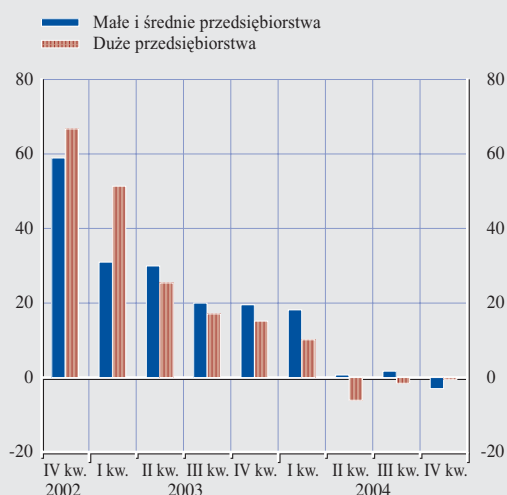
Ponadto, MSP często ponoszą wyższe koszty finansowania (np. w postaci wyższych odsetek) niż większe przedsiębiorstwa. Stosunkowo wyższe stopy dla małych kredytów można wyjaśnić wpływem kilku czynników. Na przykład, istnieją stałe koszty kredytowania, które nie są proporcjonalne do rozmiarów kredytu. Małe spółki mogą ponadto podlegać większemu ryzyku niż większe, dłużej działające na rynku przedsiębiorstwa (aczkolwiek efekt dywersyfikacji dla banków może być nawet większy w przypadku kredytów dla MSP). Dodatkowo, możliwy brak konkurencji między kredytodawcami dla MSP pomaga im skuteczniej związać ze sobą niedużych kredytobiorców, zwiększając tym samym ich koszty, gdyby zdecydowali się oni na zmianę banku. Co więcej, ze względu na ich stosunkowo ograniczony dostęp do finansowania zewnętrznego i jego wyższe koszty, MSP tradycyjnie polegają bardziej na finansowaniu wewnętrznym, utrzymując przeciętnie więcej płynnych aktywów w swoich bilansach. A ponieważ utrzymywanie płynnych aktywów jest kosztowne, może to stanowić dodatkowe obciążenie dla małych przedsiębiorstw<sup>1</sup>.

Na tym tle, w ostatnim okresie zwrócono większą uwagę na warunki finansowania MSP w strefie euro. Przeprowadzany przez Eurosystem cztery razy w roku sondaż dotyczący kredytów udzielanych przez banki (ang. *bank lending survey* – BLS) dostarcza jakościowej informacji na temat warunków finansowania MSP i dużych przedsiębiorstw. W szczególności, BLS informuje o zmianie kryteriów udzielania kredytów dla dużych przedsiębiorstw oraz MSP (zob. Wykres A). Od czwartego kwartału 2002 r. kryteria udzielania kredytów przez banki dla MSP i dużych przedsiębiorstw kształtowały się podobnie – następowało stopniowe zmniejszanie zaostrzania kryteriów udzielania kredytów. Kryteria udzielania kredytów stosowane wobec dużych przedsiębiorstw były średnio nieco mniej restrykcyjne i nawet uległy złagodzeniu w okresie od drugiego kwartału 2004 r. W czwartym kwartale 2004 r. względne zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów dla MSP zmalało wyraźniej i złagodniało po raz pierwszy w historii sondażu BLS.

Wprowadzenie nowych statystyk stóp procentowych MIF (od stycznia 2003 r.) pozwala na porównywanie stóp dla kredytów o różnych rozmiarach (poniżej i powyżej 1 miliona euro)<sup>2</sup>. Zakładając, że kredyty na sumy większe niż 1 mln euro są częściej udzielane

### Wykres A Zmiany warunków udzielania kredytów i linii kredytowych dla przedsiębiorstw

(wartości procentowe netto)



Źródło: EBC.

Uwaga: Wartości procentowe netto dotyczą różnicy między sumą wartości procentowych dla kryteriów „znacznie zaostrzonych” i „nieco zaostrzonych” a sumą wartości procentowych dla kryteriów „nieco złagodzonych” i „znacznie złagodzonych”.

<sup>1</sup> Bardziej szczegółowe omówienie finansowania MSP w Europie znajduje się w „Europe’s changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises”, Dokumenty EIB, t. 8, nr 2, 2003 r., oraz w dokumencie Komisji Europejskiej zatytułowanym „SMEs and access to finance”, *Observatory of European SMEs*, 2003 r., nr 2.

<sup>2</sup> Patrz także Ramka 13 pod tytułem: „Integracja finansowa na rynku kredytowym strefy euro” w dalszej części niniejszego raportu.

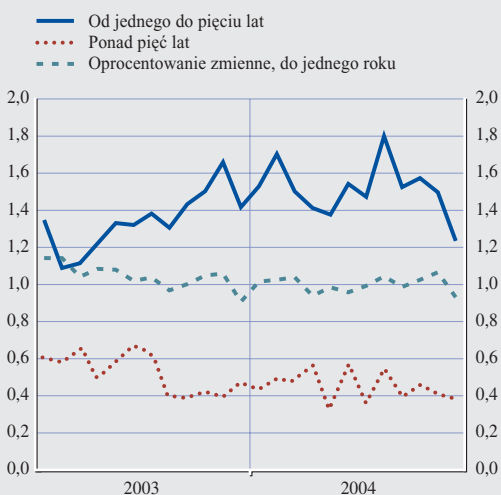
dużym przedsiębiorstwom, porównanie oprocentowania kredytów różnej wielkości może dostarczyć pewnych informacji nt. kosztów finansowania MSP w porównaniu z kosztami dużych przedsiębiorstw. Oczywiście jest to mało precyzyjne rozróżnienie. W okresie od stycznia 2003 r. do grudnia 2004 r., poziom oprocentowania małych kredytów MIF (mierzony wg stóp procentowych MIF dla kredytów dla przedsiębiorstw do 1 mln euro) był od 0,4 do 1,8 punktu procentowego wyższy od poziomu oprocentowania większych kredytów MIF (mierzonego wg stóp procentowych dla kredytów MIF dla przedsiębiorstw większych niż 1 mln euro) (zob. Wykres B). Ogółem, od stycznia 2003 r. rozpiętości między oprocentowaniem małych i dużych kredytów zmieniły się w niewielkim stopniu. Analizując ostatnie wydarzenia bardziej szczegółowo, w 2004 r. rozpiętość oprocentowania małych i dużych kredytów w przypadku kredytów z pierwotną stawką oprocentowania na okres powyżej jednego roku i od roku do pięciu lat, jak również wśród kredytów z pierwotną stawką oprocentowania na okres powyżej pięciu lat, wykazała nieznaczny spadek (odpowiednio o 10 i 15 punktów bazowych). Natomiast w przypadku kredytów o zmiennym oprocentowaniu i pierwotną stawką oprocentowania obowiązującą w okresie do jednego roku rozpiętość między małymi i dużymi kredytami pozostała zasadniczo niezmienną.

Sformułowanie jednoznacznych wniosków na podstawie dostępnych danych jest trudne. Podczas gdy koszt finansowania MSP pozostawał stosunkowo wysoki w porównaniu do dużych przedsiębiorstw, to zachodzące w 2004 r. zmiany w podobnym stopniu dotyczyły małych i wielkich firm. Równocześnie, pewne symptomy wskazują, że dostęp MSP do finansowania znacząco się poprawił w tym samym okresie.

#### OGRODNICZONE WYKORZYSTANIE FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO W 2004 R.

Pomimo korzystnych warunków finansowania, przedsiębiorstwa tylko w ograniczonym stopniu korzystały z zewnętrznych źródeł finansowania w 2004 r. Roczna stopa wzrostu finansowania wierzycielskiego wyniosła 4,8% na koniec 2004 r., co stanowi nieznaczny wzrost w stosunku do 4,5% na koniec 2003 r. Jednak w drugiej połowie 2004 r. nieco wzrosła,

#### Wykres B Oprocentowanie kredytów MIF<sup>1)</sup> dla przedsiębiorstw na rozpoczęcie działalności: rozpiętości małych i dużych kredytów<sup>2)</sup>



Źródło: EBC.

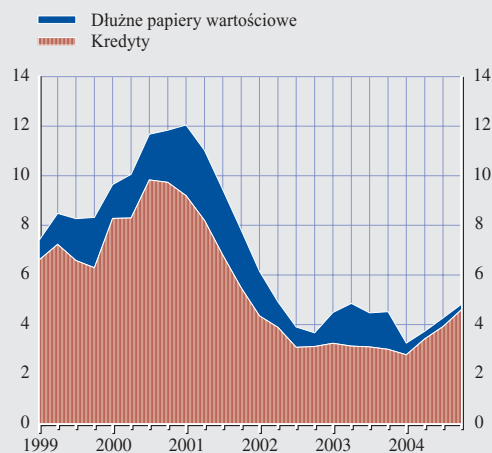
1) Za okres od grudnia 2003 r. ważone stopy procentowe MIF są obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów, wyliczane na podstawie 12-miesięcznej średniej ruchomej wolumenu nowych umów. W poprzednim okresie (od stycznia do listopada 2003 r.) – ważone stopy procentowe MIF były obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów, wyliczane na podstawie średniego wolumenu nowych kredytów w 2003 r. Więcej informacji znajduje się w Ramce zatytułowanej „Analysing MFI interest rates at the euro area level” w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2004 r.

2) Granicę między kredytami o mniejszej i większej wartości stanowi kwota 1 mln euro.

głównie w wyniku wzrostu zaciąganych kredytów (zob. Wykres 19). Roczna stopa wzrostu kredytów MIF dla przedsiębiorstw zwiększyła się do 5,4% na koniec 2004 r., z poziomu 3,5% notowanego na koniec 2003 r. Jednocześnie, stopa wzrostu emisji dłużnych papierów wartościowych netto przez przedsiębiorstwa była wyraźnie niższa w 2004 r. niż w roku poprzednim, ulegając

**Wykres 19 Udział poszczególnych czynników w rocznej stopie wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw**

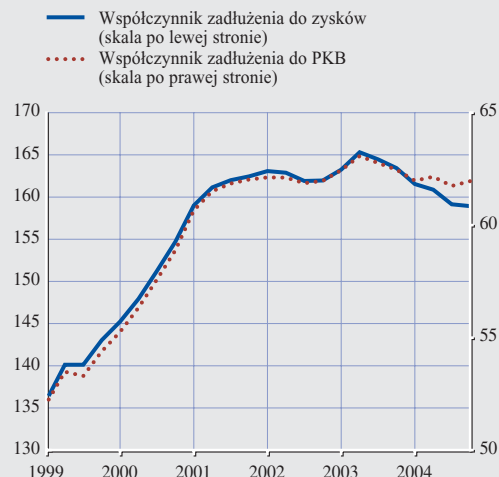
(w punktach procentowych)



Źródło: EBC.

**Wykres 20 Wskaźniki bilansowe przedsiębiorstw**

(w procentach)



Źródła: EBC i Eurostat.

Uwaga: Wyniki ostatniego kwartału zostały oszacowane na podstawie transakcji zgłoszonych w statystykach pieniężnych i bankowych oraz w statystykach dotyczących emisji papierów wartościowych.

Wskaźnik zadłużenia do PKB jest nieco niższy w kwartalnych rachunkach finansowych niż w rocznych rachunkach finansowych, przede wszystkim dlatego, że kredyty udzielone przez sektory niefinansowe i banki spoza strefy euro nie są uwzględnione.

zmniejszeniu z 10,5% na koniec 2003 r. do 2,4% na koniec 2004 r.

Fakt, że przepływy finansowania wierzycielskiego ogółem pozostawały stosunkowo niewielkie, może być związany z kilkoma czynnikami. Po pierwsze, poprawa rentowności przedsiębiorstw, przynajmniej w przypadku dużych spółek ujętych w indeksie Dow Jones EURO STOXX (zob. Wykres 14) poprzez zwiększenie oszczędności wewnętrznych, mogła stymulować przedsiębiorstwa do zmniejszenia ich całkowitego zadłużenia. Po drugie, stosunkowo wolny wzrost finansowania wierzycielskiego mógł być również odbiciem stopniowego postępu obecnego ożywienia gospodarczego. W związku z tym wydaje się, że przedsiębiorstwa podchodziły do finansowania dodatkowych dużych inwestycji kapitałowych bardzo ostrożnie (prezentując postawę typu „poczekamy, zobaczymy”).

W 2004 r. nastąpiło również spowolnienie pośredniego finansowania przedsiębiorstw przez firmy z sektora niemonetarnych instytucji finansowych. Sektor ten obejmuje finansowe podmioty zależne przedsiębiorstw, spółki specjalnego przeznaczenia i inne podmioty, które pozyskują środki w imieniu banków.

Roczna stopa wzrostu emisji netto dłużnych papierów wartościowych przez niemonetarne instytucje finansowe zmniejszyła się z 22,3% na koniec 2003 r. do 13,2% na koniec 2004 r. Tym niemniej pozostawała ona na wysokim poziomie w porównaniu z działalnością emisyjną innych sektorów.

Roczna stopa wzrostu emisji przez przedsiębiorstwa w strefie euro akcji dopuszczonych do obrotu wyniosła 0,9% na koniec 2004 r. i pozostała zasadniczo niezmienna w stosunku do bardzo niskiego poziomu obserwowanego w poprzednich dwóch

latach. Niskie wykorzystanie finansowania udziałowego wynika zarówno z względnie niskiego popytu na przedsiębiorstw na finansowanie zewnętrzne, jak i bardzo niskich kosztów innych źródeł finansowania. Niska emisja netto akcji dopuszczonych do obrotu jest również, w pewnym stopniu, odzwierciedleniem wielu zmian strukturalnych, takich jak wycofywanie akcji z obrotu giełdowego i operacje wykupu, które to działania są podejmowane zasadniczo przez spółki, które wygenerowały wystarczającą ilość gotówki, by zarówno reinwestować w swoje firmy, jak i dokonywać operacji wykupu własnych akcji.

Korzystne warunki finansowania doprowadziły do pewnej poprawy bilansów firm w 2004 r. (zob. Wykres 20). Z perspektywy historycznej, wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw utrzymywały się na dość wysokim poziomie. Jednak w wyniku ogólnego obniżenia stóp procentowych MIF, nie wywołało to znacznego podwyższenia kosztów obsługi długu przedsiębiorstw w ostatnich kilku latach.

## 2.3 ZMIANY CEN

W 2004 r. wskaźnik inflacji HICP dla całej strefy euro wynosił średnio 2,1% i nie zmienił się w porównaniu z poprzednim rokiem (zob. Tabela 1). Głównymi czynnikami, które wywierały presję inflacyjną, był wzrost cen ropy naftowej oraz dalsze podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych. Czynniki te były równoważone dalszym wzmocnieniem kursu euro, ograniczeniem popytu oraz znacznym spadkiem rocznej stopy wzrostu cen żywności nieprzetworzonej. Mimo wyraźnego wpływu wzrostu cen ropy na poziom cen konsumpcyjnych, w gospodarce strefy euro praktycznie nie stwierdzono ogólnego wzrostu presji inflacyjnej. W 2004 r. ceny producentów wrosły średnio o 2,3%, w porównaniu z 1,4% w 2003 r., głównie z powodu wzrostu cen nośników energii i dóbr zaopatrzeniowych. Wzrost ten się został jednak tylko w niewielkim stopniu odzwierciedlony w ogólnym wroście cen w późniejszym etapie łańcucha produkcyjnego. Podobnie wzrost płac w 2004 r. był również umiarkowany, co wynikało z umiarkowanego bieżącego wzrostu gospodarczego i niewielkich zmian sytuacji na rynku pracy.

**Tabela 1 Zmiany cen w strefie euro**

(zmiany opocentowania rocznego, chyba że zaznaczono inaczej)

	2002	2003	2004	2003 IV kw.	2004 I kw.	2004 II kw.	2004 III kw.	2004 IV kw.	2004 list	2005 pros
<b>Inflacja HICP i jej komponenty</b>										
Indeks ogólny	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Nośniki energii	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Żywność przetworzona	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Żywność nieprzetworzona	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Artykuły nieżywnościowe z wyłączeniem nośników energii	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Usługi	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
<b>Pozostałe wskaźniki cenowe</b>										
Ceny producentów w przemyśle <sup>1)</sup>	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Ceny ropy (w euro za baryłkę) <sup>2)</sup>	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Ceny surowców z wyłączeniem nośników energii <sup>3)</sup>	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

Źródła: Eurostat, Thomson Financial Datastream i HWWA.

1) Z wyłączeniem budownictwa.

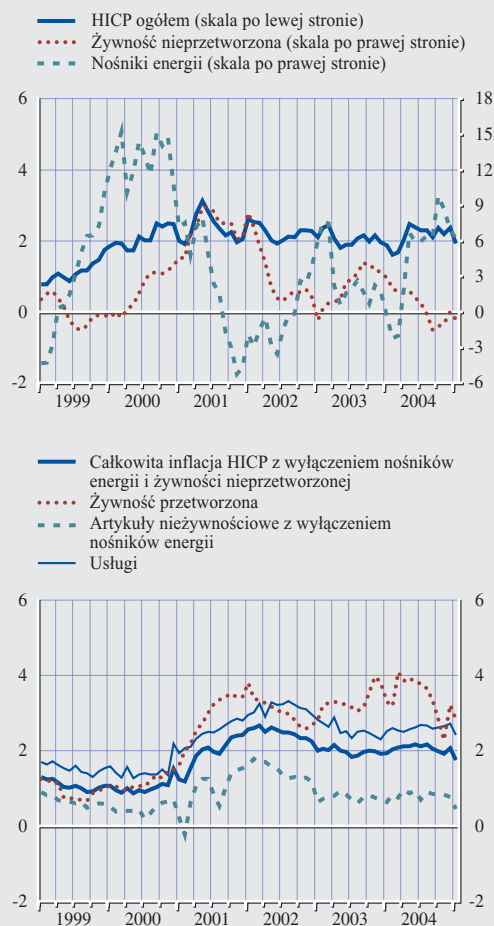
2) Mieszanka Brent (dostawa z terminem miesięcznym).

3) Z wyłączeniem nośników energii, w euro.



**Wykres 21 Struktura inflacji HICP w strefie euro i główne składniki cząstkowe**

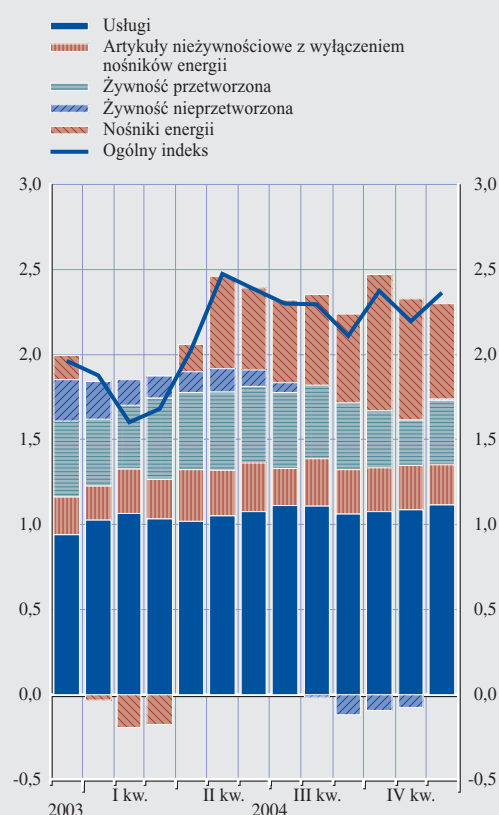
(zmiany procentowe w skali rocznej; dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

**Wykres 22 Udział poszczególnych składników inflacji HICP w strefie euro**

(udziały wyrażone w punktach procentowych w skali rocznej; dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Z uwagi na zaokrąglenia suma udziałów nie odpowiada łącznej wartości.

W styczniu 2005 r. inflacja HICP ogółem spadła do 1,9%, o 0,5 punktu procentowego w porównaniu z grudniem 2004 r. Spadek ten wystąpił we wszystkich składnikach inflacji HICP i wynikał częściowo z efektów bazy. Odzwierciedlił on również dodatkowy korzystny wpływ spadku rocznej stopy wzrostu cen nośników energii, spadek cen żywności nieprzetworzonej oraz większe sezonowe obniżki cen w niektórych krajach strefy euro.

### WPŁYW KOMPONENTÓW ZMIENNYCH NA INFLACJĘ ZASADNICZĄ

Tendencja inflacji zasadniczej w 2004 r. była uzależniona przede wszystkim od zmiennych komponentów inflacji HICP, w szczególności cen nośników energii, a w mniejszym stopniu również cen żywności nieprzetworzonej (zob. Wykres 21).

W 2004 r. ceny ropy naftowej okazały się wyższe od oczekiwanych. W grudniu średnia cena baryłki ropy Brent wyrażona w euro była o 25% wyższa od średniej z grudnia 2003 r. (więcej informacji na temat wpływu cen ropy

naftowej na gospodarkę strefy euro zawarto w Ramce 5). Spowodowało to znaczną presję na wzrost cen konsumpcyjnych nośników energii w strefie euro, które w 2004 r. zwiększyły się średnio o 4,5%, w porównaniu z 3,0% w 2003 r. Udział tego wzrostu w 2004 r. w średniej rocznej stopie inflacji wyniósł 0,4 punktu procentowego i był najwyższy od czterech lat (zob. Wykres 22).

W pierwszym kwartale 2004 r. inflacja zasadnicza spadła do ok. 1,7% w skali rocznej, głównie na skutek silnych efektów bazy w składniku inflacji HICP w zakresie nośników energii. Następnie, w wyniku nieoczekiwanego wzrostu cen nośników energii, inflacja zasadnicza zaczęła wzrastać, aby w maju osiągnąć 2,5%. Ta presja na wzrost w znacznym stopniu zrównoważyła łagodzący wpływ cen żywności nieprzetworzonej, których roczna stopa wzrostu spadła ze średniego poziomu 2,1% w 2003 r. do 0,6% w 2004 r. Latem i jesienią ceny żywności nieprzetworzonej, które spadły dzięki sprzyjającym warunkom pogodowym, wywarły hamujący wpływ na wzrost inflacji HICP ogółem. Do końca roku inflacja ta utrzymała się jednak na poziomie nieco powyżej 2%.

W 2004 r. oddziaływały również inne, zewnętrzne źródła presji inflacyjnej. Dotyczyło to w szczególności wzrostu cen surowców nieropopochodnych, który silnie zaznaczył się w pierwszej połowie roku, aby następnie nieco osłabnąć. Inflacyjny wpływ wzrostu cen zarówno ropy, jak i surowców nieropopochodnych został jednak częściowo

zrównoważony przez znaczny wzrost kursu euro.

Pozostałe mniej zmienne składniki inflacji HICP przyczyniły się do utrzymania inflacji zasadniczej w 2004 r. na stałym poziomie, głównie na skutek zmian podatków pośrednich i cen kontrolowanych. Podobnie jak w 2003 r., kilka krajów strefy euro ponownie podniosło podatek od wyrobów tytoniowych, co spowodowało znaczną presję na wzrost cen żywności przetworzonej w ciągu roku. W rezultacie ceny żywności przetworzonej wzrosły w 2004 r. średnio o 3,4%, w porównaniu z 3,3% w 2003 r. Roczna stopa zmiany cen artykułów nieżywnościowych z wyłączeniem nośników energii wyniosła 0,8% w 2004 r. i nie zmieniła się w porównaniu z 2003 r. Wzrostu cen kontrolowanych, w szczególności w produktach farmaceutycznych i towarów związanych z ochroną zdrowia zapobiegł spadkowi tego składnika. Wprowadzone przez rząd zmiany cen kontrolowanych w sektorze zdrowia spowodowały znaczny wzrost cen usług medycznych, stomatologicznych i hospitalizacyjnych, które z kolei przyczyniły się do ogólnego zwiększenia wzrostu cen usług z 2,5% w 2003 r. do 2,6% w 2004 r. Do ogólnego wzrostu cen usług przyczynił się również, choć w mniejszym stopniu, wzrost kosztów transportu spowodowany wyższymi cenami nośników energii. W Ramce 5 przedstawiono wpływ zmian cen ropy na gospodarkę strefy euro.

#### Ramka 5

##### CENY ROPY NAFTOWEJ A GOSPODARKA STREFY EURO

W niniejszej ramce omówiono zmiany cen ropy naftowej w 2004 r. oraz ich wpływ na gospodarkę strefy euro. Najpierw przedstawiono wzrost cen ropy w 2004 r. z perspektywy historycznej. Następnie opisano kanały, za pośrednictwem których ceny ropy wpływają na inflację i wzrost produkcji. Na zakończenie spróbowano określić ilościowo skutki wzrostu cen ropy, choć trzeba podkreślić, że niektórych zjawisk nie można przedstawić za pomocą modeli.

## Zmiany cen ropy naftowej w dłuższym okresie

W 2004 r. ceny ropy naftowej w dolarach amerykańskich osiągnęły w ujęciu nominalnym rekordowe poziomy. Wzrost ten różni się jednak zasadniczo od wcześniejszych szokowych zmian cen ropy. Po pierwsze, w 2004 r. był znacznie mniejszy (zob. Tabela). Ceny ropy naftowej Brent w 2004 r. były średnio o 33% wyższe niż w 2003 r. Mimo tego, w 2004 r. w wyniku ogólnego umocnienia się euro wobec dolara amerykańskiego ich wzrost w euro wyniósł 20%. Po drugie, po uwzględnieniu inflacji, tj. w ujęciu realnym, w 2004 r. ceny ropy naftowej były znacznie niższe niż we wcześniejszych okresach, gdy ceny były wysokie (zob. Wykres A). Po trzecie, inne były czynniki powodujące wzrost cen ropy niż we wcześniejszych okresach szokowych zmian cen. W przeciwieństwie do wzrostu cen ropy naftowej w latach 1973, 1979, 1990 i 1999, co głównie wynikało ze znacznego zakłócenia dostaw, wiele czynników miało wpływ na wzrost cen ropy w 2004 r. Obejmują one rosnący popyt na ropę naftową, który był wyższy od oczekiwanego, a także coraz bardziej zmniejszające się wolne moce produkcyjne na świecie oraz obawy o bezpieczeństwo dostaw z kilku krajów produkujących ropę naftową.

## Nominalny wzrost cen ropy naftowej w wybranych okresach

(zmiany procentowe średniej rocznej wielkości)

	1973-1974	1978-1979	1999-2000	2003-2004
W dolarach	204	125	60	33
W euro	210	110	84	20

Źródła: MFW i obliczenia EBC.

## Wpływ zmian cen ropy naftowej na inflację w strefie euro

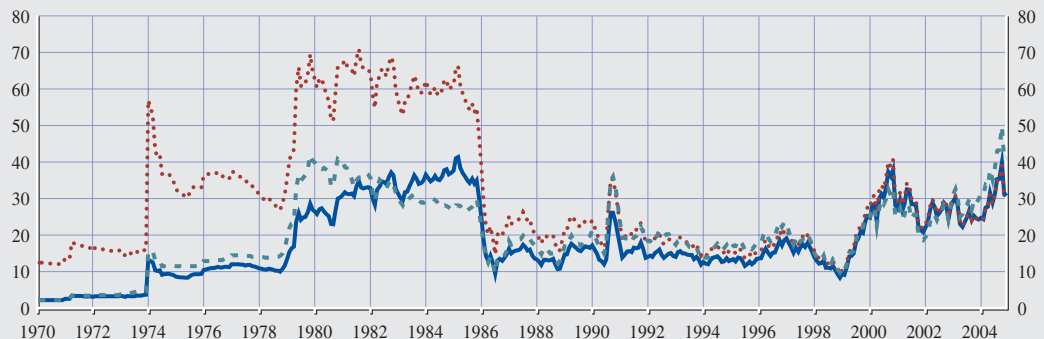
Omawiając wpływ wzrostu cen ropy naftowej na ceny w strefie euro należy wyodrębnić efekty bezpośrednie, pośrednie oraz efekty wtórne<sup>1</sup>. Efekty bezpośrednie dotyczą wpływu zmiany cen ropy na inflację HICP ogółem, poprzez ich bezpośrednie oddziaływanie na ceny konsumpcyjne

<sup>1</sup> Więcej informacji na ten temat można znaleźć w artykule „Oil prices and the euro area economy” w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2004 r. oraz w ramce „Recent oil price developments and their impact on euro area prices” w Biuletynie Miesięcznym EBC z lipca 2004 r.

## Wykres A Ceny ropy Brent w euro

(euro za baryłkę)

— Ceny nominalne w euro  
 ..... Ceny realne w euro  
 - - - Ceny nominalne w USD

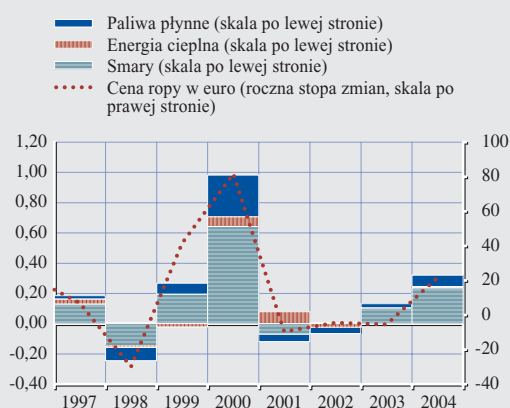


Źródła: MFW i obliczenia EBC.

Uwaga: Realne ceny ropy umożliwiają porównanie wpływu zmian cen ropy na siłę nabywczą w czasie. Są one obliczane poprzez pomniejszenie nominalnych cen ropy o wskaźnik inflacji HICP w strefie euro, przyjmując za podstawę wartości z grudnia 2004 r. Ceny sprzed 1990 r. odnoszą się do wskaźników cen konsumpcyjnych (CPI) poszczególnych krajów strefy euro.

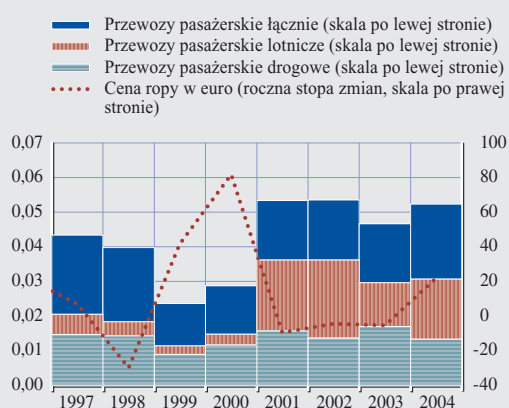
### Wykres B Ceny ropy i udział cen nośników energii we wskaźniku inflacji HICP

(udziały wyrażone w punktach procentowych, o ile nie wskazano inaczej)



### Wykres C Ceny ropy i udział cen transportu we wskaźniku inflacji HICP

(udziały wyrażone w punktach procentowych, o ile nie wskazano inaczej)



Źródła: Eurostat, Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.

nośników energii. Nośniki energii, składnik stanowiący 8% wskaźnika HICP, są ściśle powiązane z cenami ropy w euro. Wykres B ilustruje udział najważniejszych cen nośników energii, które są związane z ropą naftową, na roczną stopę inflacji HICP, wraz ze zmianami cen ropy. Na wykresie pokazano, że efekt bezpośredni jest odczuwalny w ciągu roku od wzrostu cen ropy naftowej.

Efekty pośrednie natomiast wynikają stąd, że skok cen ropy, oprócz efektów bezpośrednich, może również, poprzez zwiększenie cen nośników energii, mieć wpływ na ceny innych towarów i usług. Wywołany w ten sposób ogólny wzrost cen jest uzależniony od stopnia, w jakim marże zysku mogą wchłonąć rosnące koszty. Przykładowo, Wykres C ilustruje efekty pośrednie na przykładzie składników wskaźnika HICP związanych z transportem. Ich udział w ogólnej inflacji HICP wzrasta z pewnym opóźnieniem w stosunku do wzrostu cen ropy. Należy jednak podkreślić, że składniki te pozostają równocześnie pod wpływem innych czynników, a ceny ropy wpływają pośrednio również na inne składniki HICP.

Trzecią grupę stanowią efekty wtórne. Odnoszą się one do sytuacji, w której – oprócz już wymienionych efektów bezpośrednich i pośrednich, skokowy wzrost cen ropy naftowej może mieć również dalszy wpływ na inflację, ponieważ może ona prowadzić do zwiększenia roszczeń płacowych w celu wyrównania spadku dochodów realnych. Efekty wtórne następują zwykle z opóźnieniem. Zazwyczaj, oprócz oczekiwań dotyczących długości trwania szoku naftowego, zależą one głównie od tego, czy sytuacja gospodarcza, zwłaszcza na rynku pracy, sprzyja roszczeniom płacowym. W 2004 r. efekty wtórne, związane ze skokiem cen ropy naftowej, okazały się niewielkie, o czym zdecydowały koniunkturalne uwarunkowania gospodarki strefy euro oraz sytuacja na rynku pracy. Do ograniczenia wpływu inflacji na proces kształtowania płac mogła również przyczynić się mniejsza indeksacja płac niż w latach 70. i 80.

### Wpływ zmian cen ropy na wzrost produkcji w strefie euro

Skok cen ropy naftowej wpływa na realną gospodarkę za pośrednictwem dwóch głównych kanałów. Pierwszy z nich związany jest z podażą, jako że ropa jest ważnym czynnikiem procesu

produkcji. Wzrost jej cen, zwłaszcza w krótkim terminie, pociąga za sobą wzrost kosztów produkcji, ponieważ możliwości zastąpienia tego surowca innymi źródłami energii są ograniczone. Możliwe obniżenie poziomu produkcji w wyniku wzrostu cen ropy może z kolei spowodować spadek zapotrzebowania na inne czynniki produkcji, takie jak praca. Drugi kanał związany jest z popytem. Wzrost cen ropy pogarsza warunki wymiany handlowej (ang. *terms of trade*) w gospodarkach importujących ropę naftową, takich jak strefa euro. Wynikający stąd spadek dochodów realnych powoduje obniżenie popytu krajowego, aż nie zostanie on zrekompensowany zmniejszeniem oszczędności czy zwiększeniem kredytów. Ponadto efekty skoku cen ropy naftowej wpływają na całą gospodarkę poprzez wiele innych kanałów, takich jak zaufanie gospodarcze lub giełdy papierów wartościowych. Zmierzenie tego wpływu jest jednak trudniejsze.

#### **Pomiary skutków wzrostu cen ropy naftowej za pomocą modelu**

Zaobserwowany w ostatnim roku wpływ wzrostu cen ropy naftowej na inflację w strefie euro i realny wzrost PKB można w przybliżeniu określić za pomocą różnych modeli. Z szacunków takich wynika, że wzrost cen ropy o 20% zwiększa inflację w strefie euro o 0,2 punktu procentowego w pierwszym roku oraz o dalsze 0,1 punktu procentowego przez następne dwa lata. W przypadku wzrostu realnego PKB szacowany wpływ wyniesie od ok. -0,1 do -0,3 punktu procentowego w pierwszym roku, z jedyń niewielkim skutkiem w drugim i trzecim roku .

Wyników symulacji nie można jednak interpretować według ich wartości nominalnych. Z drugiej strony, należy uwzględnić kilka zastrzeżeń, takich jak możliwość występowania zależności nieliniowych i asymetrycznych oraz fakt, że modele nie obejmują wszystkich możliwych kanałów transmisji. Z kolei należy zauważyć, że z punktu widzenia strukturalnego niektóre czynniki wskazują na uodpornienie gospodarki strefy euro na skoki cen ropy naftowej w ostatnich latach. Wyniki uzyskane drogą symulacji za pomocą modeli mogą więc być zawyżone. Po pierwsze, wykorzystanie ropy w produkcji oraz udział tego surowca w ogólnym zużyciu energii są dziś w strefie euro o wiele niższe niż w latach 70. Ponadto, rynki pracy i produktów stały się bardziej elastyczne, co ułatwia i przyspiesza redystrybucję zasobów, zmniejszając tym samym wpływ skoków cen ropy na gospodarkę. Ponadto wiarygodność i reakcje polityki pieniężnej również odgrywają ważną rolę przy określaniu wpływu wzrostu cen ropy na gospodarkę strefy euro, co sprawia, że ilościowe pomiary skutków nie są pewne.

Jednak, aby w przyszłości gospodarka strefy euro mogła jeszcze szybciej i łatwiej dostosowywać się do skoków cen ropy naftowej, niezbędne są dalsze reformy strukturalne. Szczególnie korzystne byłoby zwiększenie stopnia skutecznej konkurencji w sektorze energetycznym, ponieważ umożliwiłoby to wchłonięcie wyższych cen ropy bez większych problemów. Zrównoważenie wzrostu cen ropy za pomocą środków fiskalnych, takich jak obniżenie podatków, nie jest zalecana, ponieważ zwiększyłyby jeszcze bardziej nierównomierną dystrybucję zasobów i utrudniłoby jednostkom gospodarczym dostosowanie się do skutków zewnętrznego skoku cen.

### DYNAMIKA CEN NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

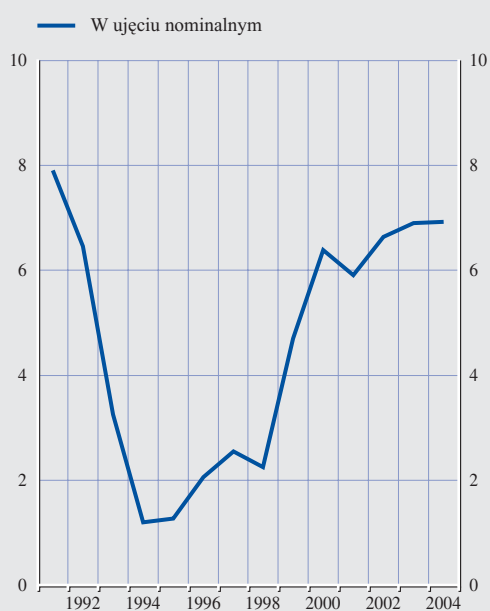
Ceny nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro, które nie są uwzględniane we wskaźniku inflacji HICP, w 2004 r. nadal szybko rosły. W pierwszej połowie roku zwiększyły się one o 6,9% w porównaniu z analogicznym okresem 2003 r. Na wartość tę złożyły się bardzo zróżnicowane zmiany w poszczególnych krajach strefy euro: Hiszpania, Irlandia, Francja i Włochy odnotowały dwucyfrowy wzrost, natomiast Niemcy – niewielki spadek. Z dostępnych danych dotyczących drugiej połowy 2004 r. wynika, że ceny nieruchomości mieszkaniowych nadal szybko rosły, a rok ten był czwartym z kolei, w którym zwiększyły się one o ok. 6%–7% (zob. Wykres 23). Ten trwały i silny wzrost poprzedzony był jednak okresem stosunkowo powolnego wzrostu (poniżej 3%) w połowie lat 90.

### WZROST CEN PRODUCENTÓW W POCZĄTKOWYCH ETAPACH ŁAŃCUCHA PRODUKCYJNEGO

Ogólny roczny wskaźnik wzrostu cen producentów w strefie euro (z wyłączeniem budownictwa) wzrastał równomiernie przez cały 2004 r. (zob. Wykres 24). Wzrost ten uległ przyspieszeniu w drugim kwartale, głównie na skutek zwiększenia cen nośników energii i dóbr zaopatrzeniowych. Było to związane ze wzrostem cen ropy i surowców nieropopochodnych, który spowodował presję na koszty produkcji w początkowych etapach łańcucha produkcyjnego. Średni wzrost cen dóbr zaopatrzeniowych wyniósł w 2004 r. 3,5%, w porównaniu z 0,8% w 2003 r.

Była to jednak niewielka oznaka dużych presji na wzrost cen zwiększających się w późniejszych etapach łańcucha produkcyjnego. Ceny producentów towarów konsumpcyjnych zwiększyły się średnio o 1,3%. Wskaźnik ten był wciąż niższy od średniej historycznej, lecz wyższy od średniego

Wykres 23 Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro



Źródło: Obliczenia EBC oparte na nieujednoliconych danych krajowych.

Uwaga: Dane za 2004 r. odnoszą się do pierwszej połowy roku.

Wykres 24 Struktura cen producentów w przemyśle w strefie euro

(roczne zmiany w procentach; dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

**Tabela 2 Wskaźniki kosztów pracy w strefie euro**

(roczne zmiany w procentach, chyba że zaznaczono inaczej)

	2002	2003	2004	2003 IV kw.	2004 I kw.	2004 II kw.	2004 III kw.	2004 IV kw.
Wynagrodzenia wynegocjowane	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Całkowite koszty pracy na godzinę	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Wynagrodzenie miesięczne brutto	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Wynagrodzenie na pracownika	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Wydajność pracy	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Jednostkowe koszty pracy	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Źródła: Eurostat, dane krajowe i obliczenia EBC.

wzrostu w 2003 r. w wysokości 1,1%. Wzrost cen towarów konsumpcyjnych w latach 2003–2004 wynikał w dużej mierze z podniesienia podatku od wyrobów tytoniowych. Ze względu na to, że potrzeba czasu, aby presja na wzrost cen wynikająca z kosztów produkcji znalazła odzwierciedlenie w łańcuchu produkcji, będący opóźnionym skutkiem wzrostu cen surowców, zaobserwowany już we wcześniejszych etapach produkcji, wzrost cen producentów towarów konsumpcyjnych, mógł zacząć nabierać rozpędu na początku 2005 r. Ograniczony popyt może jednak zapobiec przeniesieniu przez firmy wzrostu cen nośników energii i dóbr zaopatrzeniowych na ceny producentów.

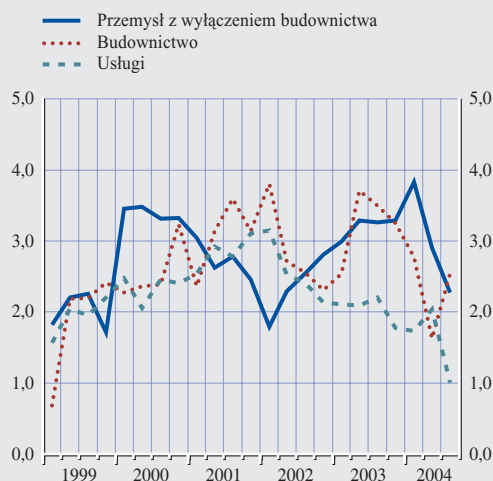
#### UMIARKOWANE ZMIANY KOSZTÓW PRACY W 2004 R.

W 2004 r. wskaźniki dotyczące kosztów pracy w strefie euro nadal spadały w porównaniu z poprzednimi latami (zob. Tabela 2). Tempo wzrostu wskaźnika kosztów pracy w pierwszej połowie 2004 r. obniżyło się do 2,2% w skali rocznej, w porównaniu z 2,4% w 2003 r. Spadek ten był widoczny we wszystkich najważniejszych sektorach gospodarki (zob. Wykres 25), a w sektorze usług rynkowych okazał się nieco wyższy niż w pozostałych. Dostępne dane dotyczące wynagrodzenia na pracownika w drugiej połowie 2004 r. wskazują na dalsze spowolnienie wzrostu płac. Świadczą o tym również wskaźniki innych kosztów pracy. Roczna stopa wzrostu płac negocjowanych wyniosła 2,2%, w porównaniu z 2,4% w 2003 r. Niepotwierdzone dane dotyczące porozumień płacowych, które zostały podpisane do końca 2004 r. w kilku krajach strefy euro, nie wskazują na pojawienie się efektów wtórnych wyższych cen ropy. Roczna stopa wzrostu godzinowych kosztów pracy stopniowo spadała przez cały 2004 r., aby osiągnąć średnią znacznie poniżej poziomu z 2003 r. W warunkach umiarkowanego wzrostu realnego PKB i niewielkiej presji na rynkach pracy, w 2004 r. wzrost płac w strefie euro był niewielki.

Umiarkowany wzrost płac, w połączeniu z ponownym przyspieszeniem wzrostu wydajności pracy do 1,4% w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. spowodował znaczne osłabienie wzrostu jednostkowych kosztów pracy. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2004 r. koszty te rosły średnio o 0,5%, w porównaniu z 2,0% w 2003 r.

**Wykres 25 Wynagrodzenie na pracownika w strefie euro według sektorów**

(roczne zmiany w procentach; dane kwartalne)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

**Tabela 3 Realny wzrost PKB i jego składniki**

(zmiany procentowe, chyba że wskazano inaczej; skorygowane sezonowo)

	Roczna stopa wzrostu <sup>1)</sup>								Kwartalna stopa wzrostu <sup>2)</sup>				
	2002	2003	2004	2003 IV kw.	2004 I kw.	2004 II kw.	2004 III kw.	2004 IV kw.	2003 IV kw.	2004 I kw.	2004 II kw.	2004 III kw.	2004 IV kw.
Realny produkt krajowy brutto	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2
<i>w tym</i>													
Popyt krajowy	0,7	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3
Spożycie prywatne	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5
Spożycie publiczne	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2
Nakłady brutto na środki trwałe	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6
Zmiany stanu zapasów <sup>3), 4)</sup>	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1
Eksport netto <sup>3)</sup>	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2
Eksport <sup>5)</sup>	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5
Import <sup>5)</sup>	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0
Realna wartość dodana brutto													
<i>w tym</i>													
Przemysł z wyłączeniem budownictwa	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6
Budownictwo	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3
Usługi wyłącznie związane z rynkiem <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

1) Zmiana procentowa w porównaniu z analogicznym okresem rok wcześniej.

2) Zmiana procentowa w porównaniu z poprzednim kwartałem.

3) Jako udział we wzroście realnego PKB; w punktach procentowych.

4) Łącznie z przejęciami pomniejszonymi o zbyt składników majątku.

5) Eksport i import obejmują towary i usługi, z uwzględnieniem wymiany transgranicznej w obrębie strefy euro. Ponieważ handel wewnątrz strefy euro nie został wyłączony z wyników importu i eksportu w rachunkach narodowych poszczególnych krajów, dane te nie są w pełni porównywalne z danymi bilansu płatniczego.

6) Z uwzględnieniem handlu, transportu, napraw, hoteli i restauracji, komunikacji, finansów, usług dla firm, nieruchomości i wynajmu.

## 2.4 PRODUKCJA, POPYT I SYTUACJA NA RYNKU PRACY

### KONTYNUACJA OŻYWIENIA GOSPODARCZEGO W 2004 R.

Rozpoczęte w drugiej połowie 2003 r. ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro utrzymało się również w 2004 r. Ogólny wskaźnik wzrostu PKB wyniósł 1,8% i był najwyższy od 2000 r., potwierdzając oczekiwania z końca 2003 r. Głównym czynnikiem ożywienia gospodarczego był eksport, który w 2004 r. okazał się o 5,6% wyższy niż w 2003 r. Zwiększył się również popyt krajowy, zwłaszcza inwestycyjny. W 2004 r. miało jednak miejsce kilka nieprzewidzianych zmian, które zahamowały przyspieszenie wzrostu. W rezultacie kwartalne wskaźniki wzrostu były wyższe w pierwszej połowie roku niż w drugiej, głównie na skutek zmian cen ropy i kursów walutowych. Sytuacja na rynku pracy poprawiała się bardzo powoli, a zaufanie konsumentów było nieduże, co

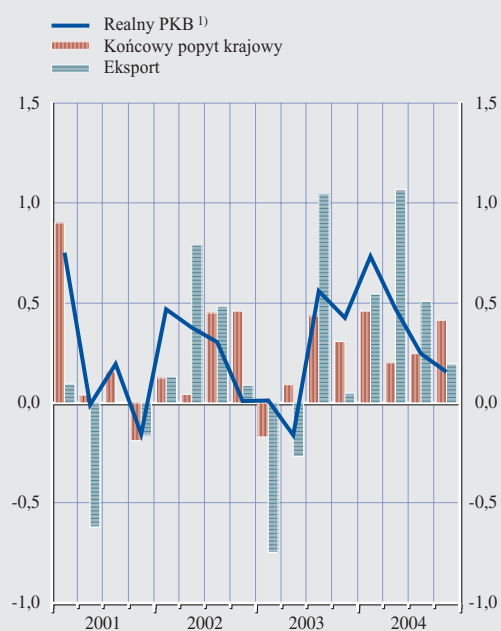
przyczyniło się do niezadowalającego poziomu spożycia prywatnego.

Od połowy 2003 r. do połowy 2004 r. głównym czynnikiem ożywienia gospodarczego był wzrost eksportu, podczas gdy wpływ finalnego popytu krajowego (tzn. z wyłączeniem zmian zapasów) okazał się stosunkowo niewielki (zob. Wykres 26). Odnotowane w drugiej połowie 2004 r. obniżenie tempa wzrostu z kwartału na kwartał wynikało ze znacznego spadku udziału sektora zagranicznego, który został tylko częściowo zrekomensowany szybszym finalnym wzrostem popytu krajowego. W okresach ożywienia gospodarczego udział zapasów we wskaźnikach wzrostu był w niektórych kwartałach dość wysoki, ale ulegał wahaniom. Powyższe zmiany (z wyjątkiem zmian stanu zapasów) były w zasadzie zgodne z charakterystyką ożywienia gospodarczego obserwowaną od kilku dziesięcioleci w strefie euro.



### Wykres 26 Udziały poszczególnych składników w kwartalnym wzroście realnego PKB

(kwartalne zmiany; udział w punktach procentowych; skorygowane sezonowo)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

1) Zmiany procentowe w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Z perspektywy wewnętrznej wzrost spożycia prywatnego z kwartału na kwartał był w 2004 r. stosunkowo słaby, odzwierciedlając nie tylko umiarkowane zmiany sytuacji na rynku pracy, lecz również niepewność co do wdrażania niezbędnych reform strukturalnych (więcej informacji o postępie reform strukturalnych zamieszczono w Ramce 6). Zjawiska te prawdopodobnie miały wpływ na zaufanie konsumentów. W 2004 r. nakłady brutto na środki trwałe znacznie wzrosły mimo niekorzystnego wpływu takich czynników, jak wyraźne osłabienie wzrostu inwestycji w niemieckim sektorze budowlanym w pierwszej połowie roku oraz ogólny spadek inwestycji instytucji rządowych i samorządowych w drugiej połowie.

### Ramka 6

#### POSTĘPY W REALIZACJI REFORM STRUKTURALNYCH NA RYNKACH PRACY I PRODUKTÓW W UNII EUROPEJSKIEJ

Reformy strukturalne na rynkach produktów i pracy są niezbędne, aby zwiększyć potencjał wzrostu gospodarki europejskiej, ułatwić jej dostosowywanie do zmieniających się warunków i zwiększyć odporność na zdarzenia szokowe. Zastosowanie środków zwiększających potencjalną stopę wzrostu gospodarczego jest szczególnie ważne ze względu na starzenie się społeczeństw, które może wywrzeć niekorzystny wpływ na podaż siły roboczej w przyszłości. W marcu 2000 r. w Lizbonie Rada Europy zatwierdziła ambitny program reform, którego celem było uczynienie Unii Europejskiej najbardziej konkurencyjną i dynamiczną na świecie gospodarką opartą na wiedzy do 2010 r. Punktem wyjścia dla śródkresowego przeglądu realizacji tej strategii był raport sporządzony w listopadzie 2004 r. przez grupę wysokiego szczebla pod kierownictwem Wima Koka<sup>1</sup>. W lutym 2005 r. Raport Wiosenny Komisji Europejskiej przedstawiony Radzie Europy nawoływał do zwiększenia odpowiedzialności poszczególnych krajów za realizację strategii lizbońskiej, uproszczenia i usprawnienia Agendy Lizbońskiej oraz większej koncentracji na wzroście gospodarczym i zwiększeniu zatrudnienia. W marcu 2005 r. Rada Europy dokonała śródkresowego przeglądu strategii. W niniejszej ramce przedstawiono w skrócie postępy we wdrażaniu programu reform UE w ostatnich latach, w szczególności w 2004 r.

1 Więcej informacji na ten temat można znaleźć w podrozdziale 1.1 rozdziału 4 niniejszego Raportu Roczego.

Unia Europejska definiuje ogólne priorytety dla poszczególnych obszarów polityki gospodarczej w Ogólnych Wytycznych Polityki Gospodarczej (*Broad Economic Policy Guidelines* – BEPG). Na podstawie tych priorytetów tworzone są następnie zalecenia dla każdego państwa członkowskiego UE. Ogólne Wytyczne Polityki Gospodarczej dla rynków pracy na lata 2003–2005, a także ich uaktualnienie dokonane w 2004 r., w mające na celu objęcie nimi nowych państw członkowskich UE, podkreślają potrzebę: (a) wzmocnienia połączonego efektu bodźcowego podatków i świadczeń w taki sposób, aby praca była opłacalna; (b) wprowadzenia skutecznych, aktywnych reguł rynku pracy z myślą o najbardziej poszkodowanych grupach społecznych; (c) promowania bardziej elastycznej organizacji pracy oraz dokonania przeglądu przepisów dotyczących zatrudnienia; (d) ułatwienia mobilności geograficznej i zawodowej oraz (e) zapewnienia, że systemy negocjowania płac pozwolą na odzwierciedlenie wydajności w płacach.

W ostatnich latach kilka krajów zreformowało swoje systemy podatków i świadczeń społecznych, aby zmniejszyć pozapłacowe koszty pracy i stworzyć lepsze warunki dla zwiększenia podaży siły roboczej. Stawki podatków dochodowych dla grup o najniższych i średnich dochodach zostały zmniejszone, podobnie jak składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracowników i pracodawców, zwłaszcza w przypadku niskich zarobków. Zwiększyły się natomiast wskaźniki zatrudnienia osób znajdujących się dotąd na marginesie rynku pracy. Niektóre państwa członkowskie zwiększyły rolę agencji pracy czasowej i zliberalizowały przepisy dotyczące ochrony zatrudnienia na umowy na czas określony. Zmieniono również przepisy dotyczące czasu pracy, aby umożliwić bardziej elastyczne obliczanie maksymalnego dopuszczalnego czasu pracy w UE, a w niektórych krajach rozszerzono prawo do pracy w niepełnym wymiarze godzin. Z niektórych danych wynika, że w rezultacie wcześniej przeprowadzonych reform firmy uzyskały większą elastyczność w korzystaniu z zasobów ludzkich. Przykładowo, niedawne badania wykazały, że zmiany czasu pracy odegrały znacznie większą rolę w strefie euro w czasie spowolnienia gospodarczego w latach 2001–2003 niż we wcześniejszych cyklach koniunkturalnych<sup>2</sup>.

Większość państw członkowskich UE kontynuowała reformy rynkowe w 2004 r., w tym zmiany systemów podatków dochodowych, restrukturyzację systemów ubezpieczeń i świadczeń społecznych, a także zmiany przepisów podnoszące średni wiek emerytalny. Wydaje się jednak, że tempo reform nie nadąza za obietnicami rządów. Odnotowano niewielkie postępy w realizacji takich celów, jak przyciągnięcie większej liczby osób na rynek pracy, zwiększenie inwestycji w akumulację kapitału ludzkiego oraz zwiększenie elastyczności pracowników i przedsiębiorstw w dostosowywaniu się do zmian warunków makroekonomicznych. Środki, których celem jest zmniejszenie bezrobocia w długim terminie poprzez szkolenia zawodowe, a także te, które zmierzają do zwiększenia wydajności poprzez programy rozwoju zawodowego i ustawicznego kształcenia w dalszym ciągu pozostają priorytetowymi obszarami reform. Potrzebne są również zmiany, które zachęcą pracowników do większej mobilności poprzez usprawnienie procedur przenoszenia praw do ubezpieczeń emerytalnych i zdrowotnych oraz umożliwienie zróżnicowania płac zgodnie z lokalnym, regionalnym i sektorowym zróżnicowaniem wydajności.

Zakres programu reform strukturalnych dla rynków produktów jest bardzo szeroki. Wytyczne BEPG zachęcają państwa członkowskie m.in. do zwiększenia konkurencji na rynkach

<sup>2</sup> Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Ramce „Developments in total hours worked in the euro area” w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2004 r.

produktów i usług poprzez: (a) szybsze odzwierciedlenie dyrektyw rynku wewnętrznego UE w prawie krajowym; (b) większe otwarcie sektora zamówień publicznych; (c) przyznanie odpowiednich uprawnień i środków instytucjom regulacyjnym i urzędów ochrony konkurencji oraz zagwarantowanie ich niezależności; (d) ograniczenie pomocy państwowej; (e) zachęcanie do wchodzenia na rynki i skutecznego konkurowania w sektorze usług publicznych.

Pewna część wewnętrznych przepisów rynkowych UE, których państwa członkowskie jeszcze nie wprowadziły do swoich systemów prawnych (zwana „deficytem transpozycji”) w latach 2002 i 2003 zaczęła rosnąć, a w 2004 r. nadal się zwiększała. Komisja Europejska podjęła wiele działań, aby usprawnić funkcjonowanie rynku wewnętrznego, a w szczególności sektora usług, w którym jednak nie udało się usunąć niektórych poważnych barier hamujących jego rozwój. Wiele z nich wynika z przepisów krajowych, np. obciążeń i procedur administracyjnych utrudniających firmom zakładanie filii w innych krajach UE. Na początku 2004 r. prezydencje Irlandii, Holandii, Luksemburga i Wielkiej Brytanii podjęły wspólną inicjatywę dotyczącą ustalenia priorytetów reform regulacyjnych w latach 2004–2005 oraz podjęcia wysiłków mających na celu zmniejszanie obciążeń administracyjnych. Wiele krajów podjęło również kroki, aby zwiększyć wydajność i przejrzystość procedur zamówień publicznych. Ponadto niektóre państwa zwiększyły uprawnienia i niezależność swoich instytucji regulacyjnych i urzędów ochrony konkurencji. W ostatnich latach utrzymała się również tendencja do ograniczania pomocy państwa i ukierunkowanie jej na cele międzysektorowe, nawet jeśli wciąż odgrywa ona ważną rolę w takich branżach, jak transport. Państwa członkowskie nadal wdrażały reformy regulacyjne w sektorze usług publicznych, chociaż program reform dla tego obszaru nie został jeszcze opracowany. Konkurencja w sektorach wcześniej chronionych, takich jak elektryczność i gaz, powinna zwiększyć się jeszcze bardziej.

Podsumowując, w 2004 r. odnotowano dalsze postępy w realizacji reform strukturalnych, zwłaszcza na rynkach pracy, ale ogólne tempo reform pozostało niezadowolające. W rezultacie UE najprawdopodobniej nie osiągnie celów programu lizbońskiego, chyba że państwa członkowskie zdecydowanie zwiększą swoje wysiłki w tym kierunku. Przyspieszenie reform strukturalnych nie tylko poprawi ogólną wydajność gospodarki i perspektywy długoterminowego rozwoju, lecz również stworzy podstawy do trwałego wzrostu gospodarczego.

Na wzrost gospodarczy w 2004 r. wpłynęły ponadto specyficzne czynniki zewnętrzne, takie jak zmiany cen ropy naftowej i kursów walut (więcej informacji o kanałach, poprzez które ceny ropy znajdują odzwierciedlenie we wzroście gospodarczym, przedstawiono w Ramce 5). Wzrost cen ropy oddziaływał na gospodarkę strefy euro zarówno bezpośrednio (poprzez zwiększenie kosztów produkcji i zmniejszenie siły nabywczej dochodu konsumentów), jak i pośrednio (poprzez zmianę sytuacji na rynkach międzynarodowych). Silne ożywienie światowej gospodarki na początku 2004 r. uległo w drugiej połowie roku zahamowaniu. Wynikało to m.in. z notowanego

od połowy 2004 r. wzrostu cen ropy, który przyczynił się do osłabienia w drugiej połowie 2004 r. wzrostu popytu zagranicznego na towary eksportowane ze strefy euro. Znaczny wzrost kursu euro obserwowany przez większą część 2003 r., mimo że zmniejszył koszty importu ropy do strefy euro, również wywarł opóźniony, niekorzystny wpływ na konkurencyjność gospodarki UE.

W poszczególnych sektorach wzrost wartości dodanej odzwierciedlał łączne zmiany wielkości produkcji realnej w cyklu koniunkturalnym. W sektorze przetwórstwa przemysłowego oraz usług związanych

**Tabela 4 Sytuacja na rynku pracy**

(kwartalne zmiany w procentach; wartości procentowe)

	2002	2003	2004	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2004	2004	2004	2004
				III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Siła robocza	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Zatrudnienie	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Rolnictwo <sup>1)</sup>	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Przemysł <sup>2)</sup>	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– z wyłączeniem budownictwa	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– budownictwo	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Usługi <sup>3)</sup>	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
<b>Wskaźniki bezrobocia<sup>4)</sup></b>													
Razem	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Poniżej 25 lat	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25 i więcej lat	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

1) Z uwzględnieniem rybołówstwa, myślistwa i leśnictwa.

2) Z uwzględnieniem przetwórstwa przemysłowego, budownictwa, górnictwa i kopalnictwa, dostaw energii elektrycznej, gazu i wody.

3) Z wyłączeniem organizacji i zespołów eksterytorialnych.

4) Procent siły roboczej zgodnie z zaleceniami MOP.

z rynkiem wzrost ten w pierwszej połowie 2004 r. miał charakter trwały, lecz w drugiej połowie nieco się osłabił. W minionym roku zmiany koniunktury gospodarczej były więc spowodowane głównie zakłóceniami o charakterze zagregowanym, nie zaś sektorowym.

W 2004 r. zróżnicowanie wskaźników wzrostu realnego PKB w krajach strefy euro, mierzone za pomocą różnych wskaźników rozproszenia, zmniejszyło się. Odzwierciedlając częściowo poprawę sytuacji w gospodarce światowej, średni roczny wskaźnik wzrostu realnego PKB we wszystkich krajach strefy euro wzrósł w porównaniu z analogicznym wynikiem sprzed roku, z wyjątkiem Grecji, gdzie mimo to utrzymał się na stosunkowo wysokim poziomie.

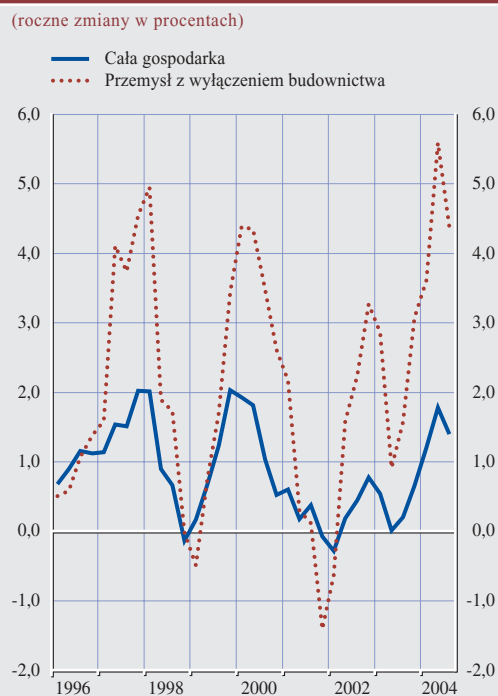
#### **POPRAWA SYTUACJI NA RYNKU PRACY I WZROST WYDAJNOŚCI W 2004 R.**

W 2004 r. sytuacja na rynku pracy w strefie euro nie uległa większym zmianom, choć można było zauważyć oznaki stopniowej poprawy. Zatrudnienie, które w 2003 r. utrzymywało się w zasadzie na niezmiennym poziomie, w 2004 r. zwiększyło się (zob. Tabela 4). Ogólnie wzrost ten był jednak umiarkowany, co wynikało nie tylko z opóźnionego reagowania rynku pracy na zmiany aktywności

gospodarczej, lecz również z wyjątkowej stabilności zatrudnienia, mierzonego za pomocą liczby zatrudnionych, w warunkach spowolnienia gospodarczego w latach 2001–2003 (późniejsze ożywienie nie zwiększyło więc zapotrzebowania na nowych pracowników). O ile w ostatnich fazach cyklu koniunkturalnego liczba zatrudnionych była względnie stała, to z dostępnych danych wynika, że pod względem przepracowanych godzin zatrudnienie silniej reagowało na wahania koniunkturalne. Sugeruje to, że w czasie niedawnego spowolnienia i następującego po nim ożywienia pracodawcy postanowili dostosowywać zatrudnienie do aktualnych wymagań bardziej pod względem czasu pracy niż liczby pracowników.

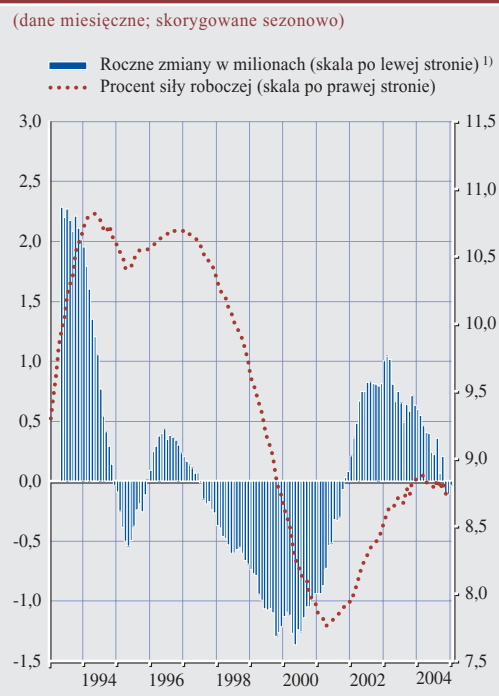
W 2004 r. zatrudnienie w przemyśle (z wyjątkiem budownictwa) nadal spadało, choć w kolejnych kwartałach spadek ten był coraz mniejszy. Rosło natomiast zatrudnienie w sektorze usług. Odnotowano znaczny wzrost wydajności pracy, zwłaszcza w przemyśle (zob. Wykres 27). Wzrost ten zwiększał się od połowy 2003 r., odzwierciedlając koniunkturalne wahania aktywności gospodarczej i zatrudnienia. Z danych wynika, że w 2004 r. przedsiębiorstwa prawdopodobnie nadal koncentrowały się na odzyskaniu rentowności.

### Wykres 27 Wydajność pracy



Źródło: Eurostat.

### Wykres 28 Bezrobocie



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Dane dotyczą 12 krajów strefy Euro (łącznie z okresem przed 2001 r.)

1) Zmiany roczne nie zostały skorygowane sezonowo.

W 2004 r. stopa bezrobocia w strefie euro utrzymała się w zasadzie na niezmiennym poziomie 8,8% (zob. Wykres 28). Nie odnotowano również znacznych zmian wskaźników zatrudnienia według wieku i płci. Choć liczba bezrobotnych wzrosła w ciągu całego roku 2004 o około 50.000, wzrost ten był znacznie mniejszy niż w 2003 r. Tym niewielkim oznakom poprawy towarzyszyły również inne wskaźniki świadczące o zmianie sytuacji na rynku pracy, takie jak wzrost liczby wolnych miejsc pracy odnotowany (w drugiej połowie 2004 r.), po okresie spadku utrzymującego się od 2001 r.

W latach 2003–2004 stopa bezrobocia w większości krajów strefy euro utrzymała się w zasadzie na niezmiennym poziomie, chociaż w niektórych krajach na wskaźniki bezrobocia wpłynęły w pewnym stopniu zmiany statystyczne. Podsumowując, zróżnicowanie

wskaźników bezrobocia w poszczególnych krajach strefy euro w 2004 r. nieco spadło.

## Ramka 7

### POTENCJALNE SKUTKI ZMIAN DEMOGRAFICZNYCH W STREFIE EURO

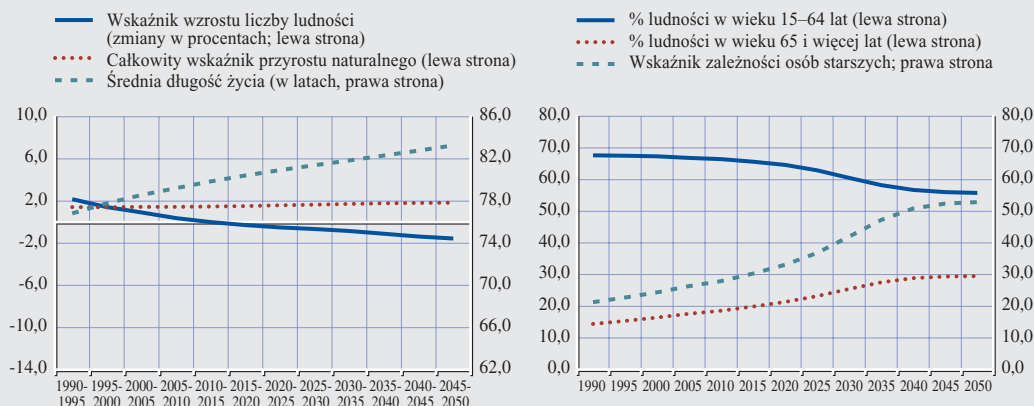
Odnotowana w ostatnim okresie i prognozowana na przyszłość dynamika demograficzna strefy euro, podobnie jak w przypadku wielu innych gospodarek uprzemysłowionych, charakteryzuje się zahamowaniem wzrostu liczby ludności i stopniowym starzeniem się społeczeństw. Zmiany te są wynikiem niskiego przyrostu naturalnego w większości krajów strefy euro i rosnącej średniej długości życia. Chociaż wszystkie prognozy demograficzne obciążone są znaczną niepewnością, tendencje te wydają się być wspólne dla większości prognoz, w tym opracowanych przez Eurostat i ONZ. W niniejszej ramce przedstawiono najważniejsze skutki przewidywanych zmian.

#### Zmiany demograficzne

Z najnowszych prognoz dostępnych dla krajów strefy euro (prognoz demograficznych ONZ dla świata z 2002 r. – *the United Nations 2002 World Population Prospects*)<sup>1</sup> wynika, że do 2050 r. całkowity wskaźnik przyrostu naturalnego w strefie euro utrzyma się poniżej poziomu gwarantującego stabilność populacji, czyli ok. dwójga dzieci na kobietę. Równocześnie średnia długość życia wzrośnie w latach 2005-2050 o pięć lat (zob. lewa część poniższego Wykresu). Połączenie tych dwóch tendencji spowoduje spowolnienie wzrostu, a od ok. 2015 r. – spadek łącznej liczby ludności w strefie euro. Zwiększy się przy tym proporcja osób starszych (w wieku 65 i więcej lat) w populacji ogółem, spadnie natomiast proporcja osób w wieku produkcyjnym (w wieku 15 do 64 lat) (zob. część Wykresu po prawej stronie). Zmiany te, z początku stopniowe, od 2015 ulegną przyspieszeniu. Oznaczałoby to wzrost współczynnika zależności osób starszych (tzn. stosunku liczby osób w wieku 65 i więcej lat do liczby osób w wieku 15–64 lat) z 26% w 2005 r. do ok. 30% w 2015 r. oraz do ponad 52% w 2050 r., co daje ogółem wzrost o ok. 26% w latach 2005–2050.

<sup>1</sup> Dyskusja ta odnosi się głównie do wariantu zakładającego „średni” przyrost naturalny, który można uznać za najbardziej prawdopodobny. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w *The United Nations World Population Prospects: The 2002 Revision*.

### Główne zmiany demograficzne w strefie euro



Źródło: Prognozy demograficzne ONZ dla świata z 2002 r. (wariant średniego przyrostu naturalnego) i obliczenia EBC.

Dane w tym akapicie i wykresach odnoszą się do „wariantu średniego” przyrostu naturalnego, który może być uważany za najbardziej prawdopodobny. Więcej informacji można znaleźć w Prognozach demograficznych ONZ dla świata z 2002 r.

### Skutki ekonomiczne

Opisane powyżej zmiany demograficzne będą miały głęboki wpływ na gospodarki krajów strefy euro. Zmieni się na przykład struktura wiekowa zatrudnionych wraz ze wzrostem procentowego udziału starszych pracowników, a podaż siły roboczej może nawet ulec redukcji, jeżeli pracownicy będą nadal odchodzić na wcześniejszą emeryturę, a nie zastąpią ich młodzi, których zbyt mało wchodzi na rynek pracy. Prognozowany spadek liczby osób w wieku produkcyjnym będzie wywierać presję na obniżenie stopy wzrostu potencjalnej produkcji w strefie euro, chyba że zostanie zrównoważony przez inne czynniki, takie jak zwiększenie uczestnictwa w rynku pracy, wzrost wydajności pracy i/lub wydajne wykorzystanie innych zasobów, takich jak np. kapitał. Rozważa się również zakres, w jakim migracja może pomóc w zwiększeniu podaży siły roboczej. Z większości badań wynika, że może ona rozwiązać problemy demograficzne Europy wyłącznie tymczasowo i w niewielkim stopniu. Wynika to z małej w stosunku do rozmiaru problemu liczby potencjalnych imigrantów oraz ograniczeń praktycznych i politycznych.

Finansowanie systemów ubezpieczeń społecznych, w szczególności powszechnych systemów emerytalnych, z bieżących składek osób pracujących (ang. *pay-as-you-go*), również będzie podlegać presji, ponieważ stosunek liczby emerytów do liczby płatników składek emerytalnych i zdrowotnych rośnie. Oczekuje się, że publiczne wydatki na ochronę zdrowia i długotrwałą opiekę będą rosły wraz z postępem technologicznym w medycynie oraz wzrostem popytu na tego typu usługi, wynikającym z rosnącej liczby osób w podeszłym wieku. Według szacunków grupy roboczej Komitetu Polityki Gospodarczej WE ds. Starzenia się Populacji do 2050 r. wydatki na emerytury w większości krajów strefy euro wzrosną o 3%–6% PKB. Dalszy wzrost wydatków o 2–4% PKB może wynikać z rosnących kosztów ochrony zdrowia i długotrwałej opieki.

Starzenie się społeczeństw może spowodować również zmiany w strukturze rynków finansowych i cen aktywów finansowych. Gospodarstwa domowe różnych pokoleń posiadają zwykle zróżnicowane kwoty aktywów finansowych i wybierają do swoich portfeli inwestycyjnych aktywa o różnych profilach ryzyka. Ponieważ długoterminowy popyt na nieruchomości mieszkaniowe zależy między innymi od liczby gospodarstw domowych w gospodarce, zmiany demograficzne mogą wpłynąć również na ceny nieruchomości. Ponadto reformy emerytalne, w szczególności polegające na zwiększeniu udziału funduszy prywatnych, będą miały prawdopodobnie znaczny wpływ na rynki finansowe, ponieważ rośnie rola inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne i instytucje ubezpieczeniowe. Ograniczona dostępność długoterminowych szeregów danych dotyczących cen aktywów finansowych, problemy z pomiarami oraz fakt, że udziałowe papiery wartościowe znajdują się zwykle w rękach niewielkiej części populacji, zmniejszają możliwości pomiaru potencjalnego wpływu zmian demograficznych na rynki finansowe. Symulacje za pomocą modeli opartych na teorii tzw. cyklu życia wykazują jednak, że starzenie się społeczeństw powoduje spadek cen aktywów finansowych (zarówno obligacji, jak i papierów udziałowych) oraz zwiększenie wymaganej premii od papierów udziałowych w momencie przejścia na emeryturę grup, które obecnie są aktywne zawodowo.

### Potrzeba szeroko zakrojonych reform

Aby poradzić sobie ze skutkami zmian demograficznych, rządy muszą przeprowadzić kompleksowe reformy. Celem tych reform jest rozwiązanie konkretnych problemów dotyczących systemów ubezpieczeń emerytalnych i zdrowotnych, redukcja długu publicznego oraz umocnienie czynników wzrostu gospodarczego. Rządy krajów UE uzgodniły trzystopniową strategię, która została przedstawiona po raz pierwszy w ramach Ogólnych Wytocznych Polityki Gospodarczej (*Broad Economic Policy Guidelines – BEPG*) w 2001 r. Strategia ta ma trzy główne cele: zwiększenie wskaźników zatrudnienia, zmniejszenie długu publicznego oraz zreformowanie systemów emerytalnych, m.in. poprzez zwiększenie udziału funduszy.

W krajach strefy euro istnieje pilna potrzeba zwiększenia zatrudnienia i uczestnictwa w rynku pracy wszystkich grup ludności w wieku produkcyjnym. Dotyczy to zwłaszcza osób po 55 roku życia, których udział w rynku pracy jest szczególnie niski. Pierwszym ważnym krokiem jest dalsze ograniczanie antybodyców, które występują obecnie w kilku krajach strefy euro z powodu współzależności podatków i świadczeń społecznych oraz realizowania programów wcześniejszych emerytur. Systemy takie zniechęcają do podejmowania pracy, w szczególności osoby będące na utrzymaniu rodziny, pracowników nisko opłacanych, pracowników najmłodszych i najstarszych oraz kobiety. Polityka dążąca do zwiększenia udziału kobiet w rynku pracy powinna ułatwić im połączenie obowiązków rodzinnych i zawodowych poprzez zwiększenie elastyczności czasu pracy oraz usprawnienie usług opieki nad dziećmi i osobami starszymi. Ponadto w niektórych przypadkach mogą być potrzebne większe zachęty do późniejszego przechodzenia na emeryturę, np. poprzez wprowadzenie możliwości stopniowego wycofywania się z pracy zawodowej oraz zwiększenie liczby czasowych lub niepełnoetatowych miejsc pracy dla starszych pracowników. W tym celu wymagane są jednak bodźce skłaniające również pracodawców do zatrudniania i/lub utrzymywania starszych pracowników. Ponadto wiele krajów będzie musiało ciągle inwestować w kapitał ludzki oraz badania i rozwój, aby zrównoważyć ewentualny wpływ starzenia się społeczeństwa na rynek pracy i całkowitą wartość czynnika wydajności.

Redukcja długu publicznego ułatwiłaby stabilizację budżetową i zmniejszyła wrażliwość finansów publicznych na zmiany demograficzne. W szczególności, niższy poziom zadłużenia zapewniłby rządowi większą swobodę działania w przypadku zwiększenia obciążenia fiskalnego w związku ze starzeniem się społeczeństwa. Niższe odsetki od długu publicznego zwolniłyby zasoby budżetowe i pozwoliłyby rządowi na bardziej elastyczne reagowanie w nieprzewidzianych sytuacjach. W związku z tym postanowienia Paktu Stabilności i Wzrostu, zwłaszcza wymóg utrzymywania bilansu finansów publicznych w stanie równowagi lub nadwyżki, motywują rządy do przygotowania się do obciążeń fiskalnych związanych ze starzeniem się populacji.

Skala przewidywanych nacisków na systemy emerytalne sugeruje, że reformy emerytalne należy realizować w dwóch kierunkach. Po pierwsze, potrzebne są dalsze modyfikacje struktury świadczeń i składek w ramach obecnego systemu bieżącego finansowania (ang. *pay-as-you-go*), czyli tzw. reformy parametryczne polegające m.in. na zmianie formuł obliczania i indeksacji świadczeń emerytalnych. Jako uzupełnienie, w większości krajów konieczne będzie zwiększanie środków na świadczenia socjalne oraz zróżnicowanie umów finansowania (reformy systemowe). Emerytury nie byłyby finansowane za pomocą bieżącego transferu z dochodów pracowników, lecz z kapitału wcześniej zgromadzonego za pośrednictwem funduszy



emerytalnych. Należy więc wprowadzić reguły przyspieszające rozwój infrastruktury, która ułatwi tym funduszom efektywny przydział oszczędności emerytalnych i zarządzanie związanym z nimi ryzykiem, a także zagwarantuje niespekulacyjny charakter takich oszczędności.

Podsumowując, z prognoz dotyczących ludności wynika, że zmiany demograficzne w strefie euro będą najbardziej widoczne od około 2015 r., chociaż w poszczególnych krajach postępują one w różnym tempie, a w kilku z nich liczba ludności zaczęła już spadać. Wiele państw zaczęło już zmieniać swoje systemy podatkowe i systemy świadczeń społecznych w taki sposób, aby stymulowały one wzrost zatrudnienia i zwiększyły stabilność finansów publicznych. W najbliższej przyszłości konieczne są jednak dalsze reformy o szerokim zasięgu. Przygotowanie się do zmian demograficznych wymaga terminowego wdrożenia kompleksowych reform stymulujących wzrost gospodarczy.

## 2.5 SYTUACJA BUDŻETOWA

### SYTUACJA BUDŻETOWA W 2004 R. ZASADNICZO BEZ ZMIAN

W 2004 r. sytuacja budżetowa była zadowalająca. Według ostatnich danych udostępnionych przez Komisję Europejską, deficyt budżetowy w strefie euro był nadal w miarę stabilny i wyniósł 2,7% PKB (zob. Tabela 5). Wynik budżetowy państwa w 2004 r. odzwierciedlał nieznaczną liberalizację polityki budżetowej, a w mniejszym stopniu wpływ czynników koniunkturalnych. Większość krajów strefy euro nie osiągnęła celów wyznaczonych w programach stabilności uaktualnionych pod koniec 2003 r. i na początku 2004 r. Średnio w całej strefie euro do ich realizacji zabrakło 0,3 punktu procentowego PKB, głównie dlatego, że niektórym krajom wykazującym znaczną nierównowagę budżetową nie udało się osiągnąć celów ambitnych planów konsolidacji strukturalnej.

Wiele krajów odnotowało wskaźniki deficytu równe lub wyższe od wartości referencyjnej 3% PKB, a cztery (Niemcy, Grecja, Francja i Holandia) znalazły się w sytuacji nadmiernego deficytu. W Niemczech i we Francji deficyt znacznie przekroczył granicę 3% PKB już trzeci rok z rzędu. Kompleksowa kontrola danych statycznych, przeprowadzona zgodnie z metodą ESA-95 wykazała, że od 1997 r. Grecja odnotowywała deficyty przekraczające wartość referencyjną. Jej deficyt w 2004 r. wyniósł 6,1%

PKB. Włochy zanotowały deficyt w wysokości 3,0%, a Portugalia – nieco poniżej 3,0% PKB, mimo ciągłego, choć w coraz mniejszym zakresie, stosowania doraźnych środków polityki finansowej.

Z szacunków Komisji Europejskiej wynika, że odnotowane w 2004 r. pogorszenie się pozycji budżetowej w strefie euro, mierzone zmianami salda pierwotnego, skorygowanymi o wahania koniunkturalne, miało charakter strukturalny i odzwierciedlało nieco ekspansywne nastawienie fiskalne. Głównym powodem takiego wyniku było pogorszenie się salda pierwotnego, podczas gdy wydatki odsetkowe utrzymały się praktycznie na niezmiennym poziomie. Szacuje się, że nastąpił zasadniczy wzrost PKB zgodny z potencjalnym wzrostem, wydaje się natomiast, że sytuacja gospodarcza miała bardzo mały wpływ na zmiany koniunkturalnego składnika budżetu. Konsolidację strukturalną przeprowadzono zaledwie w kilku przypadkach. Trzy najbardziej zadłużone kraje (Belgia, Grecja i Włochy) nadal korzystały z oszczędności na wydatkach odsetkowych, co miało korzystny wpływ na ogólną sytuację budżetową. To częściowo zrekompensowało pogorszenie sald pierwotnych budżetu w tych krajach.

Sytuacja budżetowa odzwierciedla fakt, że obniżenie podatków i stopniowe eliminowanie tymczasowych rozwiązań dostosowawczych w krajach strefy euro nie było finansowane

**Tabela 5 Pozycja fiskalna krajów strefy euro**

(jako procent PKB)

**Nadwyżka (+) lub deficyt (-) instytucji rządowych i samorządowych**

	2001	2002	2003	2004
<b>Strefa euro</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
Belgia	0,4	0,1	0,4	0,1
Niemcy	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Grecja	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Hiszpania	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Francja	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Irlandia	0,9	-0,5	0,2	1,3
Włochy	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luksemburg	6,2	2,3	0,5	-1,1
Holandia	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Austria	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugalia	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Finlandia	5,2	4,3	2,5	2,1

**Ogólne zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych**

	2001	2002	2003	2004
<b>Strefa euro</b>	<b>69,6</b>	<b>69,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,3</b>
Belgia	108,0	105,4	100,0	95,6
Niemcy	59,4	60,9	64,2	66,0
Grecja	114,8	112,2	109,3	110,5
Hiszpania	57,8	55,0	51,4	48,9
Francja	57,0	59,0	63,9	65,6
Irlandia	35,8	32,6	32,0	29,9
Włochy	110,7	108,0	106,3	105,8
Luksemburg	7,2	7,5	7,1	7,5
Holandia	52,9	52,6	54,3	55,7
Austria	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugalia	55,9	58,5	60,1	61,9
Finlandia	43,8	42,5	45,3	45,1

Źródło: Eurostat i obliczenia EBC.

Uwaga: dane są oparte na definicji procedury nadmiernego deficytu. Salda budżetu nie uwzględniają przychodów ze sprzedaży licencji UMTS.

w wystarczającym stopniu za pomocą środków uzyskanych dzięki ograniczeniu wydatków pierwotnych. Spadek dochodów spowodowany był takimi czynnikami, jak cięcia podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenia społeczne oraz spadku dochodów kapitałowych w związku ze stopniowym odchodzeniem od rozwiązań tymczasowych. Jest to częściowo równoważone wzrostem podatków pośrednich. Pomimo częściowego zaniku działań doraźnych, w przypadku wydatków istnieją dowody na wprowadzenie pewnych ograniczeń (głównie ograniczenie spożycia publicznego oraz zasiłków socjalnych). Mimo iż odzwierciedla to odejście od bardziej liberalnej polityki wydatków, nie wystarczyło jednak, by w pełni zrównoważyć spadek dochodów.

W 2004 r., drugi rok z rzędu, wskaźnik zadłużenia do PKB w strefie euro wzrósł do 71,3%. Pogorszenie to odzwierciedla przede wszystkim niski (i ciągle zmniejszający się) wskaźnik nadwyżki pierwotnej, fakt, że wzrost gospodarczy był mniejszy niż implikowane średnie oprocentowanie długu publicznego, a także – w niektórych przypadkach – znaczne rozbieżności między zmianami deficytu i zadłużenia, określanymi jako wskaźnik dostosowania deficytu do długu. Spośród siedmiu krajów o wskaźniku zadłużenia przekraczającym 60% PKB tylko Belgia odnotowała wyraźny spadek tego wskaźnika, do poziomu poniżej 100% PKB, odzwierciedlając sytuację budżetową, która nadal była bliska zrównoważenia. W Grecji i we Włoszech zadłużenie nadal przewyższało 100% PKB, przy

czym niewielka zmiana nastąpiła od 2001 r. Wskaźniki zadłużenia w Niemczech, Francji, Austrii i Portugalii nieco przekroczyły wartość 60% PKB, a we wszystkich tych krajach, z wyjątkiem Austrii, wskaźnik ten wzrósł w porównaniu z poziomem w 2003 r.

Pogarszające się saldo budżetu i rosnący wskaźnik zadłużenia do PKB znajduje również odzwierciedlenie w liczbie rządowych dłużnych papierów wartościowych znajdujących się w obiegu (zob. Ramka 8).

### Ramka 8

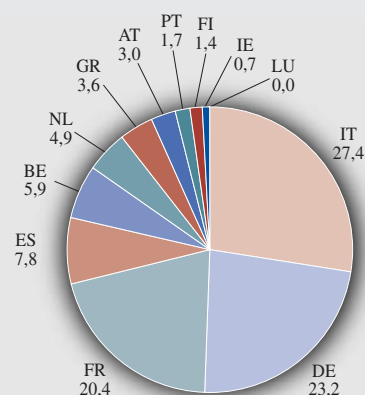
#### PAPIERY DŁUŻNE EMITOWANE PRZEZ INSTYTUCJE RZĄDOWE I SAMORZĄDOWE W STREFIE EURO

Wobec rosnącego deficytu budżetowego w strefie euro, w tym samym okresie zwiększa się poziom dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe znajdujących się w obiegu. Sytuacja ta znajduje odzwierciedlenie zarówno we wzroście wskaźnika zadłużenia do PKB, jak i wyższej rocznej stopie wzrostu emisji takich papierów, która na koniec 2002 r., 2003 r. i 2004 r. wynosiła odpowiednio 5,0%, 5,5% i 5,4% (w porównaniu z 3,3% na koniec 2001 r.)<sup>1</sup>.

Biorąc pod uwagę ogólną kwotę dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe znajdujących się w obiegu pod koniec 2004 r., do najpoważniejszych uczestników tego

**Wykres A Papiery dłużne skarbu państwa w obiegu w strefie euro według krajów emitujących w 2004 r.**

(w procentach; na koniec okresu)



Źródło: EBC.

<sup>1</sup> Wskaźniki wzrostu są oparte na transakcjach finansowych i zostały skorygowane z uwzględnieniem ponownej klasyfikacji, aktualizacji wyceny, wahań kursów walut i innych zmian niezwiązanych z transakcjami. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w uwagach technicznych do Tabel 4.3 i 4.4, w rozdziale „Euro area statistics” w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2004 r. na s. 74–75.

#### Struktura papierów dłużnych w obiegu wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro

(jako procent wszystkich papierów dłużnych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe; dane na koniec okresu)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Instytucje rządowe szczebla centralnego	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Inne instytucje rządowe i samorządowe	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Razem instytucje rządowe i samorządowe							
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
<i>Z oprocentowaniem stałym</i>	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
<i>Z oprocentowaniem zmiennym</i>	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Razem instytucje rządowe i samorządowe w mld euro	3.304,9	3.450,5	3.546,4	3.764,6	3.939,3	4.141,2	4.362,5

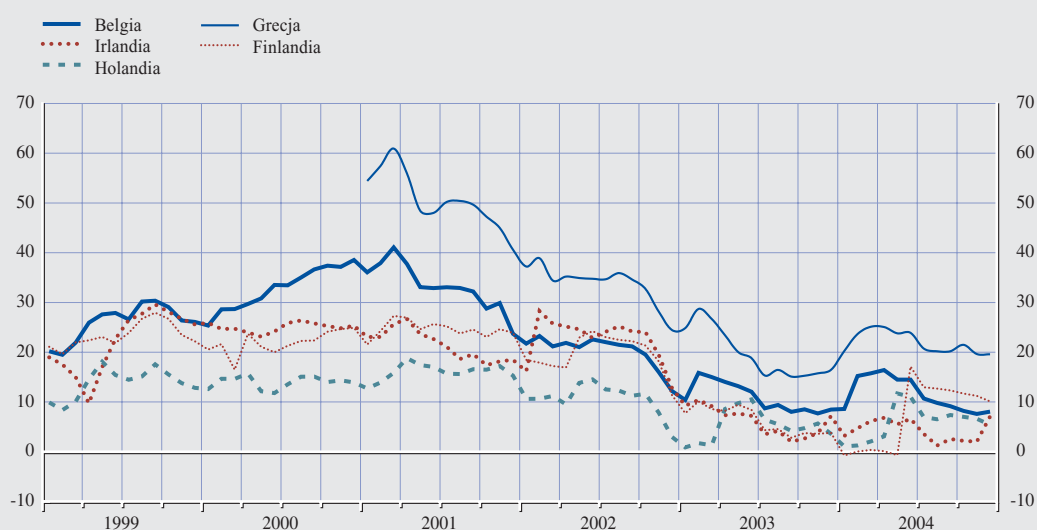
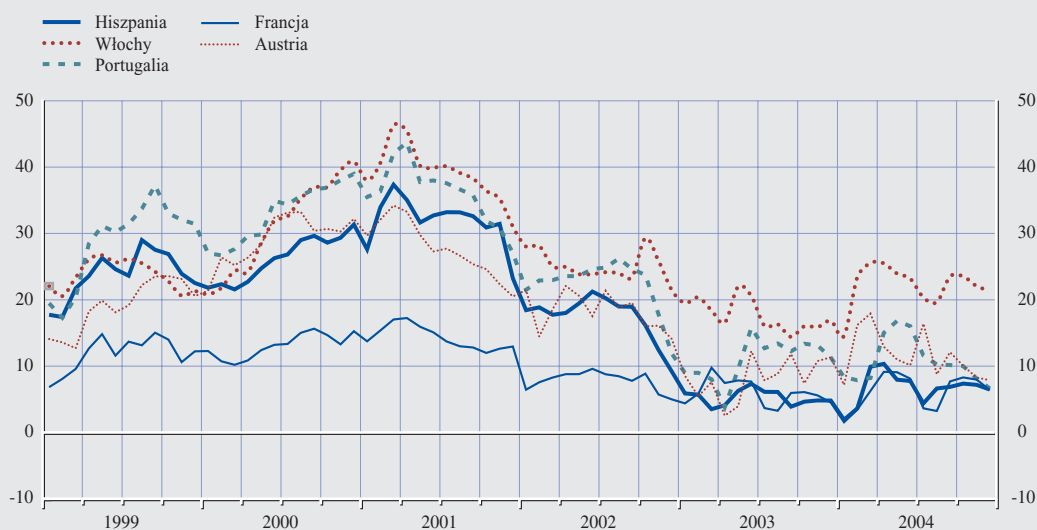
Źródło: EBC.

segmentu rynków kapitałowych należały Włochy, Niemcy i Francja. Ich udziały mieściły się w przedziale około 20%–30% (zob. Wykres A).

W zmianach w strukturze dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe w strefie euro można wyróżnić trzy prawidłowości. Po pierwsze, dług publiczny jest głównie emitowany przez instytucje rządowe szczebla centralnego (94,3% wszystkich dłużnych papierów wartościowych w obiegu w 2004 r.), natomiast na pozostałe instytucje rządowe przypadało 5,7% (zob. Tabelę na poprzedniej stronie). Ta druga grupa staje

### Wykres B Różnice w rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w porównaniu z Niemcami<sup>1)</sup>

(w punktach bazowych; dane miesięczne)



Źródła: Bank Rozrachunków Międzynarodowych i obliczenia EBC.

1) Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych dotyczy obligacji dziesięcioletnich lub tych, których termin zapadalności przypada najszybciej.

się jednak coraz bardziej aktywna. Od 1998 r. udział dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez instytucje rządowe szczebla centralnego stale spada, podczas gdy udział dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez pozostałe instytucje rządowe i samorządowe w latach 1998–2004 wzrósł prawie dwukrotnie.

Po drugie, analiza dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe pod kątem terminu zapadalności wykazuje, że zadłużenie długoterminowe stanowiło około 91,6% wszystkich dłużnych papierów wartościowych znajdujących się w obiegu pod koniec 2004 r. Jak wynika z tabeli, udział zadłużenia krótkoterminowego spadał w latach 1998–2000, aby następnie znowu wzrosnąć.

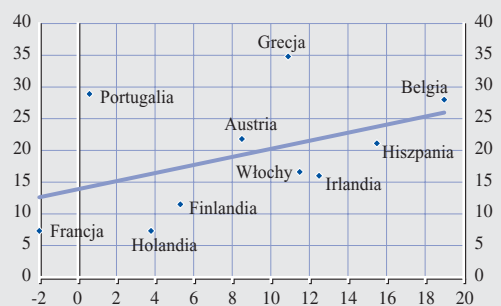
Po trzecie, z tabeli wynika również, że wśród długoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe przeważającą większość stanowią papiery o stałym oprocentowaniu. W ciągu kilku lat emisje papierów o zmiennym oprocentowaniu znacznie straciły na znaczeniu, spadły z 12,3% ogółu dłużnych papierów wartościowych w 1998 r. do 7,6% w 2004 r. Wpłynęło na to stopniowe obniżanie premii za czas zapadalności wypłacanych przez niektóre rządy od długoterminowych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu przy stabilnych cenach pod koniec lat 90. Włochy, gdzie udział dłużnych papierów wartościowych o zmiennym oprocentowaniu wynosi 20,7%, są jedynym krajem znacznie przewyższającym średnią dla strefy euro.

W ostatnich kilku latach spadek premii za ryzyko znajduje odzwierciedlenie w korzystniejszych kosztach finansowania wierzycielskiego. Przykładowo, w latach 1994–1998 średnia rentowność 10-letnich obligacji skarbowych spadła w strefie euro o około 7%, do średnio 4,7% w latach 1999–2004. Na wykresie B pokazano, że istnieją jednak na pewne różnice pomiędzy rentownością obligacji skarbowych w poszczególnych krajach strefy euro, co prawdopodobnie może odzwierciedlać różnice w płynności i różne ryzyko kredytowe.

Rentowność niemieckich obligacji długoterminowych jest najniższa w całej strefie euro, głównie z powodu stosunkowo wysokiej płynności niemieckich obligacji skarbowych. Do początku 2001 r. sytuacja finansowa Niemiec była znacznie lepsza niż innych krajów strefy euro (przewaga w punktach bazowych wyrażała się liczbą dwucyfrową). Od tego czasu różnice między rentownością 10-letnich obligacji skarbowych innych krajów strefy euro a porównywalnymi niemieckimi obligacjami skarbowymi stale

**Wykres C Zmiany względnego wskaźnika zadłużenia do PKB w porównaniu z Niemcami<sup>1)</sup> i zmiany rozpiętości wskaźników rentowności<sup>2)</sup> w latach 2001–2004**

(oś X: w punktach procentowych; oś Y: w punktach bazowych)



Źródła: EBC.

1) Oś X: wahania różnic między wskaźnikiem zadłużenia do PKB w Niemczech a tym samym wskaźnikiem w innych krajach strefy euro w latach 2001–2004 (wyniki za 2004 r. odnoszą się do prognoz Komisji Europejskiej z października 2004 r.)

2) Oś Y: zmniejszenie rozpiętości rentowności w porównaniu z niemieckimi 10-letnimi obligacjami skarbowymi w okresie od stycznia 2001 r. do listopada 2004 r.

Uwaga: Na przykładzie Belgii, wykres pokazuje, że wskaźnik zadłużenia do PKB w 2001 r. wyniósł 108% oraz 95,6% w 2004 r., podczas gdy w Niemczech wskaźnik ten wyniósł 59,4% w 2001 r., a w 2004 r. 66,0%. Tak więc, różnica pomiędzy wskaźnikiem zadłużenia do PKB – względny wskaźnik zadłużenia do PKB w Belgii i w Niemczech – wyniosła 48,6% w 2001 r. oraz 29,6% w 2004 r. Pomiędzy 2001 r. a 2004 r. różnica ta zmniejszyła się 19 punktów procentowych – wzrost w stosunku do względnego wskaźnika zadłużenia do PKB w Niemczech – co pokazano na osi X. W tym samym okresie, rozpiętość pomiędzy rentownością niemieckich i belgijskich obligacji skarbowych spadła o 28 punktów bazowych, co pokazano na osi Y. Prosta linia ciągła przedstawia dopasowaną linię regresji.

mały, osiągając najniższy poziom na koniec 2003 r. Najmniejszą różnicę w rentowności odnotowano w Belgii, Grecji, we Włoszech, w Portugalii i w Hiszpanii. Sytuacja budżetowa Niemiec, gdzie w latach 2001–2004 wskaźnik zadłużenia do PKB pogorszył się w porównaniu ze wskaźnikiem wszystkich krajów strefy euro, z wyjątkiem Francji, była jednym z powodów tej zbieżności.

Z dostępnych danych wynika, że kraje, których wskaźnik zadłużenia do PKB poprawił się w latach 2001–2004 w porównaniu z Niemcami, odnotowały również zmniejszenie różnic między rentownością swoich papierów długoterminowych a rentownością niemieckich obligacji skarbowych. Dodatnią zależność między tymi wielkościami wyraźnie widać na Wykresie C. Choć nie bez znaczenia są również inne czynniki, związane głównie z płynnością obligacji, wydaje się, że inwestorzy w pewnym stopniu biorą pod uwagę pozycję fiskalną rządów państw strefy euro przy ustalaniu cen obligacji.

Ogólnie rzecz biorąc, najnowsze tendencje w strukturze finansów publicznych odzwierciedlają znaczne korzyści makroekonomiczne, które pojawiły się w wyniku prowadzenia w minionej dekadzie polityki bardziej ukierunkowanej stabilności. Najbardziej odczuwalną korzyścią dla finansów publicznych jest wyraźne zmniejszenie wydatków budżetowych na spłatę odsetek.

#### **PLANY BUDŻETOWE NA 2005 R.**

Ostatnio uaktualnione programy stabilności finansowej wskazują, że mimo pewnych postępów wciąż planuje się zbyt mało działań, aby rozwiązać problem deficytu budżetowego. Nadal również brakuje kompleksowych programów reform strukturalnych. Przewiduje się, że w 2005 r. średni deficyt budżetowy w krajach strefy euro spadnie o ok. 0,5 punktu procentowego PKB, do czego powinien przyczynić się zarówno minimalny spadek wydatków odsetkowych, jak i umiarkowany wzrost salda pierwotnego. Wzrost gospodarczy utrzyma się na poziomie zbliżonym do wzrostu potencjalnego. Jednakże przewiduje się, że blisko połowa krajów strefy euro (tj. Niemcy, Grecja, Francja, Włochy, Holandia i Portugalia) będzie nadal odnotowywać deficyt zbliżony do 3% PKB, podczas gdy jedynie niewiele z nich osiągnie równowagę lub nadwyżkę budżetową. Oczekuje się, że wskaźnik zadłużenia do PKB ustabilizuje się na podobnym poziomie, jak w 2004 r.

#### **POTRZEBA KONSOLIDACJI ZGODNIE Z WCZEŚNIEJSZYMI ZOBOWIĄZANAMI**

Sektor finansów publicznych w strefie euro stoi przed trzema poważnymi wyzwaniem. Pierwszym z nich jest potrzeba daleko idącej

konsolidacji budżetu; stabilność makroekonomiczna zależy w dużej mierze od stabilności finansów publicznych, która oznacza zdolność rządu do spłaty swoich zobowiązań (zob. Ramka 9). W krajach UGW zasadnicze znaczenie dla stabilności finansów publicznych ma dostosowanie się do założeń budżetowych UE oraz ścisłe przestrzeganie przepisów. Szczególnie limit deficytu na poziomie 3% PKB, jeżeli przestrzega się go w sposób wiarygodny, stwarza podstawy utrzymania dyscypliny fiskalnej i kontroli zadłużenia w przyszłości. Jest to więc ważny sygnał odnoszący się do stabilności budżetowej dla rynków finansowych i społeczeństwa.

Biorąc pod uwagę fakt, że średnia wartość deficytu w strefie euro jest zbliżona do wartości referencyjnej 3%, a wiele krajów osiągnęło zbliżony poziom deficytu lub przekroczyło tę wartość, istnieje pilna potrzeba wzmocnienia pozycji finansów publicznych. Poprawa sytuacji gospodarczej umożliwia znaczne przyspieszenie konsolidacji budżetu. Korzyści wynikające ze wzrostu gospodarczego, w postaci wyższych, niż oczekiwane, wpływów z podatków, powinny zostać przeznaczone na zmniejszenie nierównowagi budżetowej. Kraje o nadmiernym deficycie powinny jak

najszybciej naprawić tę sytuację i wywiązać się ze swoich zobowiązań. Ponadto należy unikać ponownego wystąpienia nadmiernego deficytu. Wskazane jest również, by kraje, których budżety nie są bliskie równowagi ani nie wykazują nadwyżki, lecz które również nie

znajdują się w sytuacji nadmiernego deficytu, kontynuowały konsolidowanie budżetu zgodnie z ustaleniami Eurogrupy z października 2002 r., według których wskaźniki deficytu powinny zostać zmniejszone o co najmniej 0,5 punktu procentowego PKB rocznie.

#### Ramka 9

##### POLITYKA FISKALNA A STABILNOŚĆ MAKROEKONOMICZNA

Niniejsza ramka przedstawia wpływ polityki fiskalnej na stabilność makroekonomiczną i zmiany cen oraz sposób, w jaki założenia systemu fiskalnego UE odzwierciedlają ten wpływ.

W krótkim okresie polityka fiskalna może oddziaływać na sytuację makroekonomiczną za pośrednictwem działań uznaniowych oraz automatycznych stabilizatorów. Działania uznaniowe, tj. aktywne zmiany przychodów lub wydatków publicznych, mogą wpływać na wzrost gospodarczy i ceny zarówno poprzez zagregowany popyt, jak i zagregowaną podaż. Doświadczenia z ostatnich kilkudziesięciu lat pokazały jednak, że uznaniowe usprawnienia fiskalne, ukierunkowane na stabilizację gospodarki, często sprzyjały wahaniom koniunkturalnym. Ponadto asymetryczne stosowanie działań dostrajających (głównie w okresach spowolnienia gospodarczego, a w mniejszym stopniu również podczas ożywienia), z czasem prowadzi do zwiększenia deficytu budżetowego. Z drugiej strony, swobodne działanie automatycznych stabilizatorów może złagodzić wahania wskaźników gospodarczych poprzez stabilizujący wpływ podatków i zasiłków dla bezrobotnych na dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Dzięki automatycznemu działaniu są one bardziej przewidywalne i terminowe, a ich symetryczność powoduje, że nie mają one wpływu na poziom zadłużenia publicznego w danym cyklu koniunkturalnym.

W odniesieniu do średniookresowych skutków budżetowych, nastawienie polityki fiskalnej jest szczególnie ważne dla stabilności finansów publicznych i potencjalnego wzrostu gospodarczego. Stabilność fiskalną można określić jako zdolność rządu danego kraju do spłaty swoich zobowiązań. Jej głównym wskaźnikiem jest wskaźnik długu publicznego do PKB, chociaż inne czynniki, takie jak warunkowe i domniemane zobowiązania rządu, powinny być również brane pod uwagę. Stabilność finansów publicznych ma korzystny wpływ na sytuację makroekonomiczną, ponieważ decyduje o tym, że konsumenci i gospodarstwa domowe nie oczekują znacznego wzrostu podatków ani trudności w obsłudze zadłużenia przez rządy. W ten sposób rośnie zaufanie do gospodarki, co ułatwia podejmowanie decyzji długoterminowych (np. w zakresie inwestycji prywatnych) i sytuacja finansowa staje się bardziej korzystna. W przypadku potencjalnego wzrostu gospodarczego, rozwiązania fiskalne poprawiające „jakość” finansów publicznych mogą również korzystnie oddziaływać na stopę wzrostu gospodarczego, odpowiadającą stabilności cen. Przykładowo, wydatki publiczne na kapitał fizyczny i ludzki mogą poprawić jakość czynników wytwórczych. Ponadto stawki podatkowe wpływają na motywację do pracy, oszczędzania, inwestowania i wprowadzania innowacji. Wyższy wzrost gospodarczy sprzyja z kolei stabilności, ponieważ zapewnia solidniejsze podstawy ekonomiczne dla obsługi istniejącego zadłużenia.

Oparcie polityki fiskalnej na określonych zasadach jest z reguły bardziej korzystne niż działania doraźne. Zasady zniechęcają do nadmiernego koncentrowania się na zyskach krótkoterminowych i lekceważenia kosztów długoterminowych. Oprócz tego stwarzają one również solidne podstawy dla oczekiwań, udzielając podmiotom gospodarczym wskazówek dotyczących przyszłej polityki fiskalnej na wypadek zdarzeń szokowych i w ten sposób ułatwiają planowanie długoterminowe w sektorze prywatnym. Osiągnięcie tych korzyści wymaga oczywiście przestrzegania zasad. W unii walutowej, takiej jak UGW, gdzie zakłócenia bodźców fiskalnych mogą być znacznie ostrzejsze, korzyści te są jeszcze większe. Przykładowo, przy wspólnej walucie i bardziej zintegrowanych rynkach finansowych, tendencja do większego deficytu budżetowego może powstać na skutek mniejszego niż kiedyś wpływu poziomu zadłużenia danego kraju na obowiązujące w nim stopy procentowe. Aby zapewnić równe traktowanie, zasady fiskalne w unii walutowej muszą być stosowane w sposób jednolity, ponieważ odnoszą się one w równym stopniu wszystkim państw członkowskich. Przejrzyste podstawowe zasady fiskalne zwiększają również świadomość rynków finansowych oraz ogółu społeczeństwa i mogą pomóc w egzekwowaniu realizacji tych zasad.

Średnioterminowe, rządzone jasnymi regułami podstawowe zasady fiskalne przyjęte w UGW uwzględniają zarówno stabilizację krótkoterminową, jak i długoterminową trwałość. Wartości referencyjne dotyczące deficytu budżetowego i zadłużenia publicznego promują odpowiedzialne zachowania fiskalne. Budżet bliski równowagi lub nadwyżka budżetowa w średnim okresie ułatwia osiągnięcie krótkoterminowej stabilizacji gospodarczej poprzez swobodne działanie automatycznych stabilizatorów, zapobiegając jednocześnie nadmiernemu deficytowi w przyszłości i zapewniając poprawę stabilności finansów publicznych dzięki obniżeniu wskaźników długu publicznego.

Z perspektywy banku centralnego, którego głównym celem jest utrzymanie stabilności cen, analiza polityki fiskalnej koncentruje się na wpływie przepisów podatkowych na inflację i stabilność makroekonomiczną. Polityka fiskalna stanowi część środowiska, w którym realizowana jest polityka pieniężna. Stabilna polityka fiskalna ułatwia osiąganie celów polityki pieniężnej poprzez stworzenie stabilnych warunków gospodarczych zarówno w krótkim, jak i długim okresie.

#### **CIĄGŁA POTRZEBA REFORM STRUKTURALNYCH**

Kolejnym wyzwaniem dla sektora finansów publicznych w strefie euro jest integracja planów konsolidacji fiskalnej z programem reform strukturalnych, który sprzyja rozwojowi gospodarczemu, konkurencyjności i wzrostowi zatrudnienia. Integracja taka pozwoliłaby również na zapewnienie solidniejszej podstawy budżetowej, szczególnie w warunkach rosnących obciążeń fiskalnych związanych ze starzeniem się społeczeństw. Reformy wydatków mają w tej sytuacji podstawowe znaczenie, chociaż ważny jest również wzrost przychodów wynikający ze zwiększenia

wydajności. Reformy wydatków umożliwiają konsolidację fiskalną, przygotowują podstawy dla dalszych obniżek podatków i mogą spowodować, że system podatków i świadczeń będzie bardziej sprzyjał wzrostowi gospodarczemu. Przy określonym budżecie wydatków najwyższy priorytet powinny mieć inwestycje w infrastrukturę i kapitał ludzki.



### **WIARYGODNE DANE STATYSTYCZNE JAKO PODSTAWA WIARYGODNOŚCI PODSTAWOWYCH ZASAD FISKALNYCH**

Trzecim wyzwaniem sektora finansów publicznych strefy euro jest rzetelność i spójność jego finansowych danych statystycznych, jako czynnik warunkujący wiarygodność podstawowych zasad fiskalnych UE. Obszerne korekty danych dotyczących deficytu budżetowego w przeszłości, jak to miało miejsce np. w przypadku Grecji w 2004 r., wyraźnie niszczą publiczne zaufanie i wiarygodność tych podstawowych zasad. Uniemożliwiają dokładne wykrywanie stanów nierównowagi oraz potrzeby dokonania niezbędnych korekt we właściwym czasie, co może spowodować poważne opóźnienia w realizacji celów polityki pieniężnej. Podważając wiarygodność monitorowania budżetu, zmniejszają one skuteczność wielostronnych procedur nadzoru i w rezultacie osłabiają presję ze strony innych państw członkowskich. Niezwykle ważne jest więc dołożenie wszelkich starań, aby zapewnić wiarygodne opracowanie oraz terminowe publikowanie finansowych danych statystycznych sektora publicznego. Tworząc raporty o dochodach i wydatkach wszystkie państwa członkowskie UE powinny przestrzegać europejskich zasad rachunkowości. Jak ustaliła rada ECOFIN w dniu 2 czerwca 2004 r., statystyki budżetowe nie mogą być narażone na wpływy koniunktury politycznej, ani podlegać cykлом wyborczym.

## **2.6 KURSY WALUT I BILANS PŁATNICZY**

### **DALSZE UMCNIENIE EURO PRZY OSŁABIENIU DOLARA AMERYKAŃSKIEGO WOBEC WIELU WALUT**

W pierwszych dziewięciu miesiącach 2004 r. zmiany kursów euro wobec głównych walut obcych na rynkach walutowych były stosunkowo umiarkowane, zwłaszcza w porównaniu z wyraźną aprecjacją euro w poprzednich dwóch latach. Następnie europejska waluta wyraźnie się wzmocniła, w szczególności wobec dolara amerykańskiego. Na koniec 2004 r. efektywny kurs euro był umiarkowanie wyższy niż na początku roku,

co wynikało ze znacznego umocnienia tej waluty wobec dolara amerykańskiego, walut azjatyckich powiązanych z walutą amerykańską i – w mniejszym stopniu – wobec japońskiego jena. Skutki tego wzrostu zostały częściowo zrównoważone poprzez obniżenie kursu euro wobec walut mniejszych partnerów handlowych strefy euro (franka szwajcarskiego, korony norweskiej i wona koreańskiego), a także walut kilku nowych państw członkowskich UE.

Bardziej szczegółowa analiza zmian kursu euro wskazuje na jego ustabilizowanie się w styczniu i lutym 2004 r. po okresie wzrostu, a następnie ponowny, niewielki spadek. Było to związane z poprawą prognoz dla światowej gospodarki i zmianami postrzegania przez rynek najważniejszych czynników wpływających na kursy walut. Równocześnie pojawiało się coraz więcej oznak ożywienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Japonii, podczas gdy prognozy dla strefy euro były wciąż mniej optymistyczne. W ten sposób uwaga rynku przesunęła się z dużego i utrzymującego się deficytu obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych na oczekiwany w tym kraju wzrost zysków, co w efekcie uzmacniało amerykańską walutę. Od maja do połowy października 2004 r. euro nieznacznie się umocniło, w obliczu stopniowej poprawy prognoz gospodarczych strefy euro związanej z pojawieniem się wstępnych oznak wzrostu gospodarczego, który z sektora eksportu rozszerzył się na popyt wewnętrzny. Jednocześnie obawy rynku o przyszłość światowej gospodarki, wywołane głównie niepewną sytuacją geopolityczną i gwałtownie rosnącymi cenami ropy, wydawały się powodować ponowną presję na obniżenie kursu dolara amerykańskiego i japońskiego jena. Decyzje FOMC o podniesieniu stóp procentowych znalazły już wcześniej odzwierciedlenie w cenach na rynkach finansowych i nie wpłynęły na zmiany kursów walutowych. Od połowy października euro wzmocniło się jednak wyraźnie wobec waluty amerykańskiej i kilku walut azjatyckich powiązanych z nią formalnie lub nieformalnie. Miało to związek ze spadkiem kursu USD

w stosunku do wielu walut, które miało miejsce w czwartym kwartale 2004 r. Dolar osiągnął wtedy najniższy od wielu lat kurs wobec euro, funta szterlinga i japońskiego jena.

Na koniec 2004 r. nominalny efektywny kurs euro, mierzony wobec walut 23 dużych partnerów handlowych strefy euro, był o 2,3% wyższy niż na początku roku. Ta zwyżka kursu euro w 2004 r. nie uwidacznia osłabienia kursu euro wobec walut kilku partnerów handlowych, uwzględnionych w indeksie kursu efektywnego. Zaobserwowano wyraźny wzrost kursu euro wobec dolara amerykańskiego, a także chińskiego renminbi i dolara hongkońskiego – walut powiązanych z dolarem amerykańskim. 31 grudnia 2004 r. kurs 1,36 USD za euro był o ok. 8,2% wyższy niż na początku roku. W tym samym okresie euro umocniło się również wobec japońskiego jena (o 3,7%), osiągając na koniec roku kurs 139,7 JPY, z czym wiąże się aprecjacja waluty japońskiej wobec dolara amerykańskiego o ponad 4%. Kurs euro wobec funta szterlinga wyniósł na koniec roku 0,71 GBP, utrzymując się na niezmiennym poziomie w porównaniu z kursem odnotowanym 2 stycznia 2004 r.

Równocześnie kurs euro obniżył się umiarkowanie w stosunku do franka szwajcarskiego i korony norweskiej, a w większym stopniu (o 6,3%) – wobec koreańskiego wona. Kurs euro obniżył się również wobec walut kilku nowych państw członkowskich UE: korony czeskiej, węgierskiego forinta, polskiego złotego i korony słowackiej – zob. również podrozdział 3. Umocnił się nieco również funt cypryjski, podczas gdy kurs łotewskiego łata, częściowo powiązanego z dolarem USA, uległ obniżeniu wobec euro. Od 1 stycznia 2005 r. łotewska waluta została jednak sztywno powiązana z euro według kursu 0,702807 LVL i od tego czasu utrzymuje się na bardzo zbliżonym poziomie. W 2004 r. lir maltański pozostał stosunkowo stabilny względem euro, co wynika z dominującej wagi euro w koszyku walut stanowiącym podstawę kursu sztywnego.



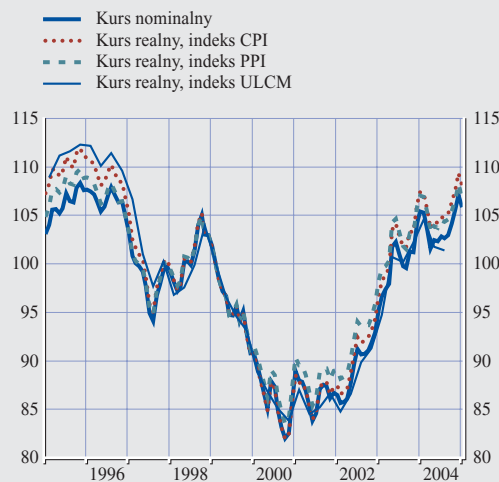
W systemie ERM II kurs korony duńskiej był zbliżony do jej parytetu centralnego, natomiast kursy walut, które weszły do systemu ERM II 28 czerwca 2004 r. (estońska korona, litewski lit i słoweński tolar) wahały się w bardzo wąskim zakresie lub pozostały niezmiennie wobec swoich parytetów centralnych względem euro.

W pierwszych dwóch miesiącach 2005 r. kurs euro obniżył się wobec większości najważniejszych walut, w szczególności wobec dolara amerykańskiego. Na zmiany kursów euro w tym okresie miały wpływ oznaki dynamicznej aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, w związku z czym zaniepokojenie rynku deficytem obrotów bieżących w USA zmniejszyło się. 24 lutego 2005 r. nominalny efektywny kurs euro był o około 1,4% niższy niż na początku roku. Spadek ten odzwierciedlał osłabienie europejskiej waluty wobec dolara amerykańskiego, chińskiego renminbi, a w mniejszym stopniu również funta szterlinga – walut, które mają stosunkowo duże wagi w indeksie kursu euro ważonym według obrotów handlowych.

Realny efektywny kurs walutowy euro, oparty na wskaźnikach kosztów i cen, w roku 2004

**Wykres 29 Nominalne i realne efektywne kursy wymiany euro<sup>1)</sup>**

(dane miesięczne/kwartalne; indeks: I kw. 1999 r. = 100)

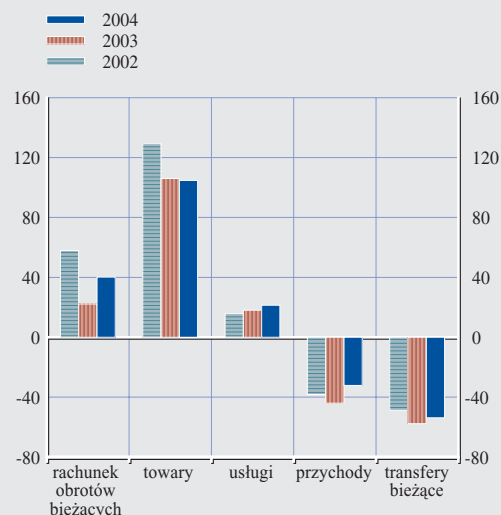


Źródło: EBC.

1) Wzrost indeksów EER-23 oznacza wzrost wartości kursu euro. Ostatnie dane miesięczne pochodzą z grudnia 2004 r. W przypadku realnego wskaźnika EER-23 opartego na indeksie ULCM najnowsze dane dotyczą II kwartału 2004 r. i są częściowo danymi szacunkowymi.

**Wykres 30 Saldo rachunku obrotów bieżących i jego komponenty**

(mld euro; dane korygowane sezonowo)



Źródło: EBC.

nadal wzrastał, podobnie jak kurs nominalny (zob. Wykres 29). W czwartym kwartale 2004 r. wskaźniki oparte na realnym efektywnym kursie euro znacznie przekraczały swój poziom z pierwszego kwartału 1999 r., a wskaźniki zmian cen konsumenckich i cen producentów były również zbliżone do poziomów maksymalnych z minionych dziesięciu lat.

#### **NIEZNACZNY WZROST NADWYŻKI OBROTÓW BIEŻĄCYCH W 2004 R.**

Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących w strefie euro wzrosła z 22,2 mld euro w 2003 r. (tj. około 0,3% PKB) do 40,2 mld euro (tj. około 0,5% PKB) w 2004 r. Było to spowodowane głównie spadkiem deficytu dochodów i transferów bieżących w połączeniu z nieznacznym wzrostem nadwyżki na rachunku usług (zob. Wykres 30). Nadwyżka obrotów towarowych pozostała na zasadniczo niezmiennym poziomie, ponieważ wartość zarówno eksportu jak i importu towarów wzrosła o podobną kwotę.

W ciągu 2004 r. w 12-miesięcznej łącznej wartości skorygowanej sezonowo nadwyżki w obrotach towarowych zaobserwowano dwie ważne zmiany. W pierwszej połowie roku wzrosła ona (ze 106 mld euro w grudniu 2003 r. do ponad 125 mld euro w czerwcu 2004 r.), głównie za sprawą silnego wzrostu eksportu w tym okresie. W późniejszym okresie odnotowano jednak spadek do poziomu zbliżonego do nadwyżki z końca 2003 r., wynikający ze wzrostu importu odnotowanego w drugim i trzecim kwartale 2004 r. oraz spowolnienia w eksporcie, które nastąpiło w drugiej połowie roku. Spadek deficytu dochodów wynikał głównie z wyraźnego wzrostu wpływów, które rosły w tempie zdecydowanie szybszym niż płatności dochodowe. Wzrost wpływów na rachunku dochodów spowodowany był przede wszystkim korzystnymi zmianami we wpływach z inwestycji, odzwierciedlającymi silny wzrost światowej gospodarki, który z nawiązką zrekompensował ujemny wpływ umocnienia euro (wzrost kursu euro zmniejsza wartość

przychodów otrzymywanych w walutach obcych, przeliczonych na euro).

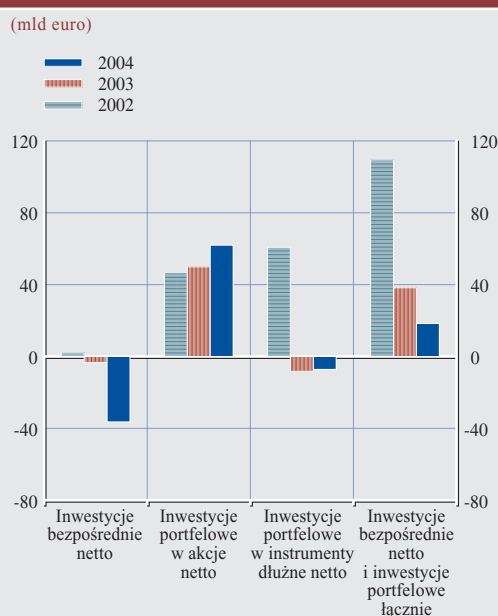
Aby lepiej zrozumieć zmiany w eksporcie i imporcie, można przeanalizować je odrębnie w ujęciu cenowym i ilościowym, w oparciu o dane statystyki handlu zagranicznego Eurostatu (dostępne dane obejmują okres do października 2004 r.) Z podziału tego wynika, że silny wzrost wartości eksportu, zwłaszcza w pierwszej połowie roku, był spowodowany głównie dużym wzrostem jego wolumenu, podczas gdy ceny eksportowe utrzymały się na stosunkowo niskim poziomie. Wydaje się więc, że ujemny wpływ umocnienia euro na wolumen eksportu ze strefy euro został z nawiązką zrekompenzowany przez silny wzrost popytu zagranicznego w ciągu pierwszej połowy 2004 r. W kategoriach geograficznych, w ujęciu ilościowym szczególnie szybko rósł w tym okresie eksport do Azji i nowych państw UE. Chociaż ceny towarów eksportowanych podlegały presji wzrostowej, spowodowanej rosnącymi kosztami, wynikającymi z kolei z wyższych cen ropy naftowej, presja ta mogła jednak w pewnym stopniu zostać zrównoważona przez obniżenie marż, ponieważ eksporterzy próbowali w ten sposób chociaż częściowo zrekompenzować swój spadek konkurencyjności cenowej wynikający ze wzrostu kursu euro. Spowolnienie w eksporcie strefy euro w drugiej połowie roku wynikało głównie ze zmniejszenia eksportu do Azji i nowych państw członkowskich UE, chociaż eksport do Stanów Zjednoczonych również uległ zdecydowanemu ograniczeniu. Wzrost wartości importu towarów, który miał miejsce w drugim i trzecim kwartale 2004 r., odzwierciedlał wzrost zarówno w cenach jak i wolumenie. Wzrost cen towarów importowanych wynikał głównie z wyższych cen ropy naftowej. Wzrost wolumenu importu można natomiast częściowo przypisać ożywieniu popytu wewnętrznego w strefie euro, który dotyczył w szczególności wydatków o wysokim udziale importu.

#### NAPŁYW NETTO INWESTYCJI BEZPOŚREDNICH I PORTFELOWYCH ŁĄCZNIE W 2004 R.

W rachunku finansowym za 2004 r. stwierdzono napływ netto inwestycji bezpośrednich i portfelowych łącznie w kwocie 18,3 mld euro, w porównaniu z napływem netto równym 38,3 mld euro w 2003 r. Ten niższy poziom przyływów finansowych netto do strefy euro wynikał głównie ze wzrostu odpływu netto inwestycji bezpośrednich (zob. Wykres 31).

Zmiany w zakresie inwestycji bezpośrednich w dużej mierze można wyjaśnić stopniowym spadkiem napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich do strefy euro, przede wszystkim obniżeniem się inwestycji bezpośrednich nierezydentów w kapitał w strefie euro do poziomu jednej trzeciej wartości sprzed roku. Spadek ten był większy niż spadek zagranicznych inwestycji bezpośrednich strefy euro w formie kapitału, i częściowo mógł się wiązać z prognozami silniejszego wzrostu gospodarki globalnej w 2004 r. w porównaniu z prognozami dla strefy euro.

Wykres 31 Rachunek finansowy strefy euro



Źródło: EBC.

Wzrost napływu netto inwestycji portfelowych wynikał głównie ze wzrostu zakupów netto papierów wartościowych z prawem do kapitału ze strefy euro przez nierezydentów. Badania rynku wykazały ponowne zainteresowanie inwestorów zagranicznych papierami wartościowymi z prawem do kapitału ze strefy euro. Na tę zmianę wywarł wpływ fakt, iż papiery z prawem do kapitału ze strefy euro były postrzegane jako stosunkowo atrakcyjnie wycenione. Istotne były tu również oczekiwania dotyczące aprecjacji euro w ciągu 2004 r.

Przepływy transgraniczne związane z instrumentami dłużnymi miały w 2004 r. podobną wielkość jak w 2003 r., i wyniosły około 200 mld euro zarówno po stronie aktywów, jak i pasywów. Po stronie pasywów, niski poziom krótkoterminowych stóp procentowych w strefie euro nie zachęcał inwestorów zagranicznych do inwestycji w instrumenty rynku pieniężnego strefy euro. W 2004 r. nierezydenci inwestowali prawie wyłącznie w długoterminowe papiery dłużne strefy euro. Po stronie aktywów, inwestorzy strefy euro alokowali prawie 75% swojego międzynarodowego portfela instrumentów dłużnych w długoterminowe papiery dłużne,

a 25% w instrumenty rynku pieniężnego. Alokacja ta wynikała z mniejszej wagi przypisywanej w 2004 r. międzynarodowym długoterminowym papierom dłużnym przez rezydentów strefy euro w porównaniu z 2003 r. Mogło to być związane z przewidywanymi możliwymi stratami kapitałowymi w rezultacie oczekiwanych wyższych długoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Istotnie, przepływy dłużne ze strefy euro do Stanów Zjednoczonych spadły z 75 mld euro w 2003 r. do 29 mld euro w pierwszych trzech kwartałach 2004 r.

Z analizy skumulowanych przepływów kapitału w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. wynika, że strefa euro odnotowała odpływ netto zagranicznych inwestycji bezpośrednich w większości głównych krajów partnerskich, z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych i Szwajcarii. Najwięcej inwestycji bezpośrednich ze strefy euro przyjęły, a równocześnie najwięcej w tej strefie zainwestowały Wielka Brytania i Stany Zjednoczone.

Z podziału geograficznego inwestycji portfelowych wynika, że tego typu inwestycje zagraniczne krajów strefy euro w pierwszych trzech kwartałach 2004 r. były lokowane głównie w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych, które są już tradycyjnie głównymi odbiorcami tej kategorii inwestycji. Inwestorzy ze strefy euro okazali się również nabywcami netto dużej liczby japońskich papierów wartościowych z prawem do kapitału. Poprawa prognoz gospodarczych dla Japonii, szczególnie z początku 2004 r., prawdopodobnie wywarła wpływ na decyzje w zakresie inwestycji portfelowych podejmowane przez inwestorów strefy euro.



### 3 SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA W PAŃSTWACH CZŁONKOWSKICH UE SPOZA STREFY EURO

#### AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA

Realny PKB w krajach Unii Europejskiej pozostających poza strefą euro był w 2004 r. dość wysoki, a w ujęciu ogólnym przekraczał średnią dla strefy euro (zob. Tabela 6). Wzrost produkcji okazał się najwyższy w państwach bałtyckich i w Polsce – krajach o najniższym poziomie PKB na mieszkańca w UE. Na drugim końcu skali znalazły się Dania i Malta, z najniższymi wskaźnikami wzrostu produkcji, mimo rosnącej dynamiki realnego PKB po okresie wyhamowania w 2003 r.

W wielu państwach UE spoza strefy euro głównym czynnikiem wzrostu realnego PKB w 2004 r. był popyt krajowy. Do wzrostu produkcji przyczyniły się w szczególności nakłady brutto na środki trwałe. Wzrost zaufania w przemyśle, wysoki stopień wykorzystania kapitału i korzystniejsze perspektywy popytu wpłynęły na ożywienie inwestycji w Danii i Szwecji oraz w wielu nowych państwach członkowskich. W tej ostatniej grupie, zwłaszcza w krajach bałtyckich, wysoki popyt krajowy wynikał również ze znacznego wzrostu spożycia prywatnego, któremu sprzyjało zwiększenie

realnych dochodów do dyspozycji związane z szybkim wzrostem płac i poprawą sytuacji na rynku pracy. W Wielkiej Brytanii na zwiększenie spożycia prywatnego wpłynęły dobre wyniki rynku pracy oraz wzrost wartości nieruchomości mieszkaniowych. W kilku państwach UE spoza strefy euro czynnikiem zwiększającym wydatki gospodarstw domowych był również wysoki, a w niektórych przypadkach wciąż rosnący wskaźnik wzrostu kredytów dla sektora prywatnego. Dotyczy to w szczególności krajów bałtyckich i Węgier, gdzie wzrost kredytów rozpoczął się od stosunkowo niskiego poziomu. Ponadto w większości nowych państw członkowskich wzrost cen oczekiwany w związku ze zmianami opodatkowania i cen kontrolowanych po przystąpieniu do UE spowodował zwiększenie wydatków konsumpcyjnych w pierwszej połowie 2004 r. W niektórych krajach nie bez znaczenia była również stosunkowo liberalna polityka fiskalna.

Inne czynniki związane są z popytem zewnętrznym. Wpływ eksportu netto na wzrost realnego PKB był zróżnicowany w poszczególnych krajach pozostających poza

Tabela 6 Wzrost realnego PKB w państwach UE spoza strefy euro i w strefie euro

(roczne zmiany w procentach)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004	2004	2004	2004
						I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Czechy	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Dania	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Estonia	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Cypr	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Łotwa	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Litwa	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Węgry	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Malta	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Polska	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Słowenia	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Słowacja	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Szwecja	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Wielka Brytania	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
EU-10 <sup>1)</sup>	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
EU-13 <sup>2)</sup>	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Strefa euro	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Źródło: Eurostat.

Uwaga: Dane kwartalne są korygowane sezonowo dla Czech oraz korygowane sezonowo i o liczbę dni roboczych dla Wielkiej Brytanii.

1) Agregat EU-10 obejmuje 10 nowych państw członkowskich.

2) Agregat EU-13 obejmuje 13 państw UE spoza strefy euro.

strefą euro. O ile w Polsce i w Szwecji popyt zewnętrzny przyczynił się do znacznego wzrostu produkcji, w większości nowych państw członkowskich i w Wielkiej Brytanii osłabił wzrost realnego PKB. Mimo to należy podkreślić, że w 2004 r. odnotowano po raz kolejny znaczny wzrost zarówno importu, jak i eksportu, zwłaszcza w nowych państwach członkowskich. Na wielkość obrotów handlowych dotyczących towarów i usług wpłynęło przede wszystkim usunięcie barier handlowych po przystąpieniu do UE, zwiększenie popytu ze strony partnerów handlowych oraz dalszy wzrost wydajności.

W wyniku ożywienia aktywności gospodarczej, trwającego od kilku lat znacznego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz realizowanych reform strukturalnych sytuacja na rynku pracy w większości państw UE spoza strefy euro, zwłaszcza w krajach bałtyckich, uległa w 2004 r. stopniowej poprawie. W większości nowych państw członkowskich wzrost zatrudnienia był jednak niewielki, co wynika z wcześniejszego wzrostu kosztów płac w niektórych krajach oraz strukturalnego niedopasowania popytu na określone kwalifikacje do ich podaży. W niektórych

krajach, zwłaszcza w Polsce i Słowacji, poziom bezrobocia był wciąż bardzo wysoki. Trudniejsza sytuacja na rynku pracy wystąpiła również w Wielkiej Brytanii.

#### TENDENCJE CENOWE

W 2004 r. dynamika cen w poszczególnych państwach UE spoza strefy euro była bardzo zróżnicowana. Dania, Litwa, Szwecja i Wielka Brytania odnotowały najniższe roczne wskaźniki inflacji mierzonej zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych (HICP) na poziomie ok. 1%, czyli znacznie poniżej średniej dla strefy euro. W większości nowych państw członkowskich inflacja przekroczyła jednak tę średnią. Dotyczy to w szczególności Łotwy, Węgry i Słowacji, gdzie roczny wskaźnik inflacji HICP był prawie trzykrotnie wyższy niż średnia dla strefy euro.

W większości nowych państw członkowskich inflacja HICP w 2004 r. przekroczyła poziom z 2003 r. (zob. Tabela 7). Najsilniej wzrosła w Czechach, na Łotwie, na Litwie, na Węgrzech i w Polsce. W pozostałych krajach UE poza strefą euro średnie wskaźniki inflacji spadły, w największym stopniu na Cyprze i w Słowenii. Tendencje inflacyjne w 2004 r. były jednak

**Tabela 7 Inflacja HICP w strefie euro i w państwach UE spoza strefy euro**

(roczne zmiany w procentach)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 I kw.	2004 II kw.	2004 III kw.	2004 IV kw.
Czechy	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Dania	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Estonia	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Cypr	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Łotwa	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Litwa	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Węgry	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Malta	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Polska	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Słowenia	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Słowacja	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Szwecja	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Wielka Brytania	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
EU-10 <sup>1)</sup>	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
EU-13 <sup>2)</sup>	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Strefa euro	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Źródło: Eurostat.

1) Agregat EU-10 obejmuje 10 nowych państw członkowskich.

2) Agregat EU-13 obejmuje 13 państw UE spoza strefy euro.

w poszczególnych krajach zróżnicowane. W niektórych przypadkach inflacja znacznie wzrosła w pierwszej połowie roku, aby ustabilizować się na wyższym poziomie lub stopniowo spadać w drugiej połowie. W kilku innych krajach członkowskich wskaźniki inflacji HICP były jednak stabilne przez cały rok.

Zmiany inflacji w państwach członkowskich spoza strefy euro były częściowo spowodowane czynnikami ogólnymi, zwłaszcza gwałtownym wzrostem cen ropy naftowej w 2004 r. Wpływ tego czynnika na inflację był jednak w poszczególnych krajach zróżnicowany, co odzwierciedla różnice wzorców konsumpcyjnych, struktur rynkowych oraz intensywności zużycia nośników energii w procesach produkcyjnych. Ponadto w niektórych krajach skutki wzrostu cen ropy mogły nie być jeszcze w pełni odczuwalne w 2004 r. Presja inflacyjna wynikała również z silnego wzrostu realnego PKB w większości państw. W rezultacie w niektórych krajach pojawiła się również presja na wzrost płac.

W nowych państwach członkowskich przystąpienie do Unii również wywołało pewną presję inflacyjną. W większości tych krajów w pierwszej połowie roku wzrosły ceny żywności, co było spowodowane przystąpieniem do Wspólnej Polityki Rolnej oraz usunięciem dotychczasowych sektorowych barier handlowych. Ponieważ żywność ma stosunkowo wysoki udział w ich kosztyku towarów i usług konsumpcyjnych, wzrost cen żywności miał zauważalny wpływ na inflację HICP w większości nowych państw członkowskich. Kilka z nich podniosło ponadto podatki pośrednie i akcyzowe, aby zbliżyć je do poziomu obowiązującego w UE. Perspektywa wynikających ze wzrostu podatków podwyżek cen wywołała na początku 2004 r. wzrost popytu, generując tym samym wyższą inflację. W drugiej połowie 2004 r. w wielu krajach tendencja ta zaczęła się jednak odwracać. Ponadto, w niektórych nowych państwach UE znacznie podniesiono ceny kontrolowane w celu zakończenia procesu



dostosowania niektórych przedsiębiorstw państwowych do produkcji na poziomie zapewniającym zwrot kosztów.

Wysokość inflacji w 2004 r. była uzależniona również od zmian nominalnych efektywnych kursów walutowych oraz ich opóźnionego wpływu na ceny towarów importowanych. W kilku krajach, zwłaszcza w Czechach, na Węgrzech i w Słowacji, zmiany te zahamowały inflację, natomiast w innych, takich jak Łotwa, zwiększyły presję inflacyjną. W Polsce opóźniony efekt zmian kursów walutowych w pierwszej połowie 2004 r. przyczynił się do wzrostu inflacji HICP, aby w drugiej połowie roku zmienić kierunek oddziaływania.

#### **POLITYKA FISKALNA**

W 2004 r. trzy kraje członkowskie UE spoza strefy euro (Estonia, Dania i Szwecja) odnotowały nadwyżkę budżetową, natomiast dziesięć – deficyt. W dniu 5 lipca 2004 r. Rada ECOFIN uznała, że w sześciu spośród tych ostatnich (w Czechach, na Cyprze, na Węgrzech, na Malcie, w Polsce i w Słowacji) zaistniała sytuacja nadmiernego deficytu. We wszystkich tych krajach z wyjątkiem Cypru zezwoliła na korektę nadmiernego deficytu w średnim okresie, z następujących przyczyn, uznanych za okoliczności szczególne: (a) deficyt sektora publicznego każdego z tych



krajów po przystąpieniu do UE znacznie przekraczał wartość referencyjną; (b) w Czechach, na Węgrzech, w Polsce i na Słowacji nadal trwały zmiany strukturalne mające na celu przejście na nowoczesną, zorientowaną na usługi gospodarkę rynkową, towarzyszącą procesom realnej konwergencji. Wielka Brytania, która w 2003 r. wykazywała nadmierny deficyt, w 2004 r. zmniejszyła go do poziomu poniżej wartości referencyjnej 3%. Duża liczba krajów, które wciąż wykazują nadmierny deficyt, stwierdza potrzebę większego zaangażowania politycznego w przeprowadzanie reform strukturalnych i konsolidacji fiskalnej.

W 2004 r. dziesięć spośród 13 krajów UE poza strefą euro odnotowało poprawę salda budżetu, natomiast pozostałe trzy – pogorszenie (zob. Tabela 8). Przyczyną poprawy były głównie czynniki tymczasowe oraz lepsza koniunktura. W Czechach i na Malcie, gdzie bilans budżetowy poprawił się najbardziej, czynniki tymczasowe miały znaczny wpływ na wzrost deficytu w 2003 r.

W 2004 r. wskaźniki zadłużenia większości krajów UE spoza strefy euro utrzymały się na poziomie znacznie niższym od średniej dla strefy euro. Obniżyły się one w siedmiu z trzynastu państw członkowskich spoza strefy euro równoległe do osiągniętej przez nie poprawy salda budżetu. W pozostałych krajach wskaźniki zadłużenia wzrosły, odzwierciedlając niskie wskaźniki nadwyżek pierwotnych i dostosowania deficytu do długu, tj. zmian długu publicznego, których nie można wyjaśnić zależnością deficytu od nadwyżki. Tylko Cypr i Malta nadal wykazywały wskaźniki zadłużenia przekraczające wartość referencyjną 60%.

W większości krajów wyniki budżetowe za 2004 r. były w zasadzie zgodne z lub lepsze niż cele określone w programach konwergencji z maja 2004 r. W niektórych przypadkach przychody okazały się wyższe od przewidywanych, natomiast wydatki były generalnie zgodne z planowanymi. Węgry osiągnęły wyniki znacznie niższe od założeń programu konwergencji. Ponadto rządy niektórych krajów, np. Estonii i Litwy, przeznaczyły osiągniętą w 2004 r. część

**Tabela 8 Pozycja fiskalna w strefie euro i w państwach UE spoza strefy euro**

(jako procent PKB)

	Nadwyżka (+) lub deficyt (-) instytucji rządowych i samorządowych				Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Czechy	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Dania	2,9	1,7	1,2	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Estonia	0,3	1,4	2,9	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Cypr	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Łotwa	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Litwa	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Węgry	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Malta	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Polska	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Słowenia	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Słowacja	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Szwecja	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Wielka Brytania <sup>1)</sup>	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
EU-10 <sup>2)</sup>	-4,2	-4,9	-5,7	-3,9	37,3	40,1	43,5	42,7
EU-13 <sup>3)</sup>	0,2	-1,9	-3,1	-2,4	40,9	40,9	42,1	42,9
Strefa euro	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Źródła: obliczenia Komisji Europejskiej i EBC.

Uwaga: Dane są oparte na definicji procedury nadmiernego deficytu. Salda budżetowe nie obejmują przychodów ze sprzedaży licencji UMTS.

1) Dane szacunkowe na rok kalendarzowy.

2) Agregat EU-10 obejmuje 10 nowych państw członkowskich.

3) Agregat EU-13 obejmuje 13 państw UE spoza strefy euro.

nadwyżki przychodów na sfinansowanie dodatkowych wydatków, nie zaś na dążenie do uzyskania równowagi budżetowej.

### BILANS PŁATNICZY

Z analizy bilansów zewnętrznych wynika, że w 2004 r. Szwecja i Dania po raz kolejny osiągnęły znaczną nadwyżkę obrotów bieżących, natomiast Wielka Brytania i większość nowych państw członkowskich UE odnotowały deficyt, w niektórych przypadkach znaczny (zob. Tabela 9). Wyjątek stanowi Słowenia, gdzie od dłuższego czasu salda obrotów bieżących są zrównoważone. Szczególnie wysoki deficyt, bliski 10% PKB lub nawet przekraczający tę wielkość, odnotowano w krajach bałtyckich i na Węgrzech. Na Słowacji i w Polsce był on bardziej umiarkowany, a w ostatnich dwóch latach zmniejszył się w porównaniu z poprzednimi dwoma latami.

W wielu nowych państwach członkowskich UE wzrost deficytu obrotów bieżących w 2004 r. był spowodowany silnym wzrostem importu, który wynikał z dużego popytu krajowego i wysokich cen ropy naftowej. Nie bez znaczenia były również inne czynniki strukturalne i tymczasowe. Pod względem

strukturalnym deficyt obrotów bieżących jest normalną cechą doganiających gospodarek, takich jak nowe państwa członkowskie. Choć niekiedy może on sygnalizować problemy z utrzymaniem pozycji zewnętrznych, w wielu z nowych państw członkowskich wynikał on ze wzrostu deficytu dochodów, który odzwierciedlał z kolei zyski z dokonanych w przeszłości bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Czynnikiem o charakterze przejściowym, wpływającym na bilans obrotów bieżących, mógł być sam proces przystąpienia do UE, ponieważ – przykładowo – firmy zwiększały swoje zapasy, przewidując wyższe

z punktu widzenia finansowania bilansu płatniczego w 2004 r. większość nowych państw członkowskich UE odnotowała pewne ożywienie napływu netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych, który rok wcześniej uległ spowolnieniu (zob. Tabela 9). Tylko w Słowenii miał miejsce umiarkowany odpływ inwestycji netto. Wśród pozostałych krajów UE spoza strefy euro Dania i Szwecja wykazały odpływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych, natomiast w Wielkiej Brytanii, po umiarkowanym odpływie w poprzednich latach, bilans przepływów netto takich

**Tabela 9 Bilans płatniczy w strefie euro oraz w państwach UE spoza strefy euro**

(jako procent PKB)

	Saldo obrotów bieżących i obrotów kapitałowych				Przepływy zagranicznych inwestycji bezpośrednich			
	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Czechy	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Dania	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Estonia	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Cypr	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Łotwa	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Litwa	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Węgry	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Malta	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Polska	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Słowenia	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Słowacja	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Szwecja	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Wielka Brytania	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Strefa euro	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Źródło: EBC.

1) Dane za 2004 rok są średnimi ruchomymi za cztery kwartały od IV kwartału 2003 r. do III kwartału 2004 r., z wyjątkiem Cypru (od III kwartału 2003 r. do II kwartału 2004 r.)

inwestycji zamknął się wartością dodatnią. Dla wielu państw członkowskich spoza strefy euro napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych stanowił w ostatnich latach ważne źródło finansowania, chociaż w większości przypadków nie wystarczył na pokrycie deficytu obrotów bieżących. Dodatkowe finansowanie zapewnił napływ netto inwestycji portfelowych i pozostałych. W rezultacie wzrosło również zadłużenie zagraniczne niektórych krajów.

#### **MECHANIZM ERM II ORAZ ZAGADNIENIA KURSÓW WALUTOWYCH**

W dniu 28 czerwca 2004 r. Estonia, Litwa i Słowenia przystąpiły do mechanizmu ERM II, dołączając do Danii. Kursy ich walut wobec euro utrzymują się w standardowym paśmie

wahań  $\pm 15\%$  wokół kursu centralnego, przy czym Estonia i Litwa zobowiązały się jednostronnie do zachowania dotychczasowego systemu zarządu walutą (*currency board*). Aby zagwarantować niezakłócone uczestnictwo w mechanizmie ERM II, kraje te zobowiązały się również podjąć środki niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i stabilności kursów walutowych. Najważniejsze właściwości mechanizmu ERM II przedstawiono w Ramce 10.

Nie zaobserwowano dotychczas, by uczestnictwo w mechanizmie ERM II powodowało napięcia na rynkach walutowych w krajach uczestniczących. Kursy czterech walut w ERM II utrzymują się stale na poziomie kursów centralnych lub podlegają nieznacznym

#### **Ramka 10**

##### **GŁÓWNE ELEMENTY MECHANIZMU KURSOWEGO ERM II**

Po wprowadzeniu euro w dniu 1 stycznia 1999 r. mechanizm kursowy ERM II (*Exchange Rate Mechanism II*) zastąpił funkcjonujący od 1979 r. Europejski System Walutowy (*European Monetary System*) oraz będący jego składnikiem mechanizm kursowy (*Exchange Rate Mechanism*). ERM II jest wielostronnym porozumieniem przewidującym stałe, lecz umożliwiające dostosowania, kursy walut państw uczestniczących względem euro. Dla każdej z tych walut ustalono kurs centralny oraz standardowe pasmo wahań wynoszące  $\pm 15\%$ .

Jedno z przyjętych w Maastricht kryteriów konwergencji dotyczy kursów wymiany. Przed badaniem konwergencji gospodarczej, od którego wyników zależy przyjęcie kraju do strefy euro, wymagane jest uczestnictwo w mechanizmie ERM II przez co najmniej dwa lata bez poważniejszych napięć. Wymóg ten ma uzasadnienie ekonomiczne, ponieważ uczestnictwo w ERM II pomaga państwom członkowskim spoza strefy euro ukierunkować politykę gospodarczą na stabilizację, ułatwiając trwałą konwergencję fundamentów gospodarczych.

Ten formalny wymóg wynika z przekonania, że warunki ekonomiczne i zasady uczestnictwa państw członkowskich w mechanizmie ERM II powinny być zgodne z ustaleniami dotyczącymi kursów centralnych. Głównym celem procesu jest szybsze osiągnięcie stabilności makroekonomicznej w nowych krajach członkowskich UE, a tym samym zapewnienie im jak najlepszych warunków dla trwałego wzrostu gospodarczego i rzeczywistej konwergencji. Zdrowa polityka makroekonomiczna i stabilne kursy wymiany ułatwiają ponadto funkcjonowanie rynku wewnętrznego.

Podsumowując, charakter mechanizmu, a także orientacja polityki pieniężnej wymagana od jego uczestników, pomaga państwom członkowskim spoza strefy euro w przygotowaniu się do

przyjęcia euro, ułatwiając im jednocześnie kontrolę nad złożonymi zależnościami między fundamentami gospodarczymi a stabilnością kursów walut.<sup>1</sup>

Takie cechy mechanizmu jak możliwość zmiany stóp procentowych, elastyczność kursu w paśmie wahań, możliwość interwencji oraz ewentualnej korekty kursu centralnego pozwalają polityce pieniężnej odpowiednio reagować na napięcia rynkowe.

Z perspektywy operacyjnej decyzje dotyczące kursów centralnych i standardowego pasma wahań są podejmowane w drodze wspólnego porozumienia między ministrami państw członkowskich UE ze strefy euro, przedstawicielami Europejskiego Banku Centralnego oraz ministrami i prezesami banków centralnych państw członkowskich UE spoza strefy euro uczestniczących w mechanizmie ERM II. Rada Ogólna EBC odpowiada za monitorowanie tego mechanizmu i stanowi forum współpracy w dziedzinie polityki pieniężnej i kursów walut. Prowadzi ona ścisły, regularny nadzór nad trwałością dwustronnych relacji pomiędzy euro a poszczególnymi walutami krajów spoza strefy euro.

<sup>1</sup> Zob. również „Stanowisko w sprawie polityki Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego dotyczącej zagadnień kursowych w krajach przystępujących” z 18 grudnia 2003 r.

wahaniami. W większości krajów krótkoterminowe stopy procentowe były zbliżone do ich poziomu w strefie euro (zob. Tabela 10). W związku z wejściem do mechanizmu ERM II Bank Słowenii wycofał się ze stopniowej deprecjacji słoweńskiego tolara wobec euro.

W 2004 r. waluty większości państw członkowskich UE spoza strefy euro umocniły się wobec euro, również gdy mierzone były indeksem ważonym na podstawie obrotów handlowych. Spadek kursu euro był szczególnie wyraźny wobec walut kilku większych nowych krajów członkowskich UE, co wynikało z korzystnych prognoz ich wzrostu gospodarczego (zob. Wykres 32). Największy

wzrost kursu wobec euro wykazał polski złoty, za którym uplasowały się korona czeska, korona słowacka i węgierski forint. Obniżył się natomiast kurs łotewskiego łata, który w 2004 r. był częściowo powiązany – poprzez swój reżim kursowy – z dolarem amerykańskim. Od początku 2005 r., kiedy Łotwa zdecydowała się powiązać swoją walutę z euro według kursu 0,702804 LVL (wcześniej była ona powiązana z koszykiem walut SDR), kurs łata oscyluje w wąskim przedziale wokół tej wartości. Korona szwedzka, lir maltański i funt cypryjski utrzymały się na stosunkowo stabilnym poziomie wobec euro. Kurs funta szterlinga nieco wzrósł na początku 2004 r., co wynikało z korzystnych prognoz dla gospodarki

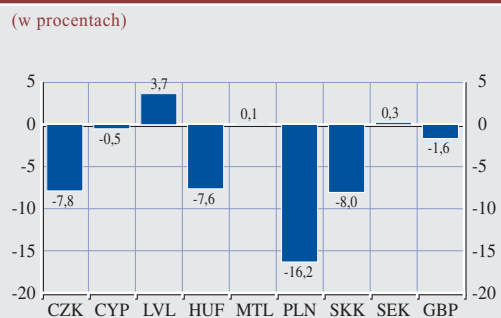
**Tabela 10 Zmiany w systemie ERM II**

(w punktach procentowych)

	DKK	EEK	LTL	SIT
<b>Maksymalne odchylenia od kursu centralnego w systemie ERM II<sup>1)</sup></b> (dziesięciodniowa średnia ruchoma danych dziennych rejestrowanych z częstotliwością zgodną z funkcjonowaniem firmy)				
Wzrost	+0,5	0,0	0,0	0,0
Spadek	0,0	0,0	0,0	-0,2
<b>Różnice krótkoterminowych stóp</b> (dane miesięczne, średnia)				
IV kw. 2004 r.	0,0	0,3	0,5	1,9

1) Dla Estonii, Litwy i Słowenii przyjęto okres referencyjny od 28 czerwca 2004 r. do 24 lutego 2005 r.. Dla Danii przyjęto okres referencyjny od 1 listopada 2002 r. do 24 lutego 2005 r..

**Wykres 32 Zmiany kursu euro wobec walut UE spoza systemu ERM II**



Źródło: EBC.

Uwaga: Wartość dodatnia (ujemna) oznacza wzrost (spadek) wartości kursu euro. Zmiany dotyczą okresu od 2 stycznia do 24 lutego 2005 r.

brytyjskiej i rosnących stóp procentowych, aby w drugiej połowie roku znów się obniżyć.

### POLITYKA PIENIĘŻNA

We wszystkich krajach UE spoza strefy euro podstawowym celem polityki pieniężnej jest stabilność cen. Strategie polityki pieniężnej w tych krajach znacznie różnią się między sobą pod wieloma względami, co odzwierciedla niejednorodność tej grupy w kategoriach nominalnych, realnych i strukturalnych (zob. Tabela 11). W 2004 r. polityka pieniężna i reżimy kursowe pozostały w większości przypadków bez zmian, choć niektóre kraje wprowadziły pewne udoskonalenia w celu lepszego ukierunkowania polityki na przyszłą integrację walutową. Dotyczy to w szczególności Estonii, Litwy i Słowenii, które 28 czerwca 2004 r. przystąpiły do mechanizmu ERM II. Ponadto od 1 stycznia 2005 r. łotewski łąt, który wcześniej powiązany był z SDR, został decyzją banku centralnego Łotwy powiązany z euro.

Przeanalizujemy decyzje podjęte w 2004 r. przez kraje, których strategia polityki pieniężnej oparta jest na celu kursowym. Cypr podniósł podstawową stopę procentową o 100 punktów bazowych do 5,5%, wysyłając w ten sposób sygnał wspierający funta cypryjskiego wobec pogłosek o jego dewaluacji. Kraj ten wprowadził również wymóg utrzymywania

rezerwy obowiązkowej na poziomie 2% dla depozytów w walutach obcych. Bank centralny Łotwy podniósł swoją podstawową stopę procentową o 100 punktów bazowych, do 4%. Aby ograniczyć ryzyko wynikające z wysokiego wskaźnika wzrostu gospodarczego, a także znacznego wzrostu kredytów i rosnącego deficytu obrotów bieżących, zdecydował się również na zwiększenie stopy rezerw obowiązkowych z 3% do 4% oraz rozszerzenie podstawy rezerw o zobowiązania banków wobec banków zagranicznych, również centralnych, z uzgodnionym terminem zapadalności lub wykupu za wypowiedzeniem do 2 lat. Na Malcie oficjalna stopa procentowa utrzymała się przez cały 2004 r. na niezmiennym poziomie 3%.

Wśród tych krajów UE spoza strefy euro, których polityka pieniężna oparta jest na celu inflacyjnym, Czechy i Polska podniosły w 2004 r. swoje stopy procentowe w celu ograniczenia presji inflacyjnej i ewentualnych efektów wtórnych wzrostu wskaźników inflacji. W Czechach podstawowa stopa procentowa wzrosła o 50 punktów bazowych do 2,5% (choć już w styczniu 2005 r. została obniżona do 2,25%), a w Polsce – o 125 punktów bazowych do 6,5%. W Wielkiej Brytanii stopa repo została podniesiona o 100 punktów bazowych do 4,75%, głównie z powodu perspektyw wzrostu inflacji cen konsumpcyjnych. Inaczej było w przypadku Węgier, które dążą do osiągnięcia celu inflacyjnego przy ograniczeniach kursu wymiany. W 2004 r. kraj ten obniżył stopy procentowe łącznie o 300 punktów bazowych do 9,5%, a następnie w lutym 2005 r. – do 8,25%. Stopniowe cięcia stóp procentowych w 2004 r. oznaczały odwrócenie tendencji po jednorazowej podwyżce o 300 punktów bazowych, która miała miejsce w listopadzie 2003 r. w związku z nagłym spadkiem zaufania inwestorów. Było to możliwe dzięki zmniejszeniu postrzeganego ryzyka krótkoterminowego, poprawie prognoz inflacyjnych i stosunkowo niewielkiemu wzrostowi płac w sektorze prywatnym. Na Słowacji presja na wzrost kursu korony

**Tabela II Oficjalne strategie polityki pieniężnej krajów członkowskich UE spoza strefy euro**

	Strategia polityki pieniężnej	Waluta	Charakterystyka
Czechy	Cel inflacyjny	Korona czeska	Cel: 2%-4% do końca 2005 r., następnie 3% $\pm$ 1 punkt procentowy. Strategia kursu walutowego: kurs płynny (kierowany)
Dania	Cel kursowy	Korona duńska	Uczestniczy w ERM II z $\pm$ 2,25% pasmem wahań wokół kursu centralnego 7,46038 DKK za euro
Estonia	Cel kursowy	Korona estońska	Uczestniczy w ERM II z $\pm$ 15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 15,6466 EEK za euro; Estonia realizuje postanowienia swojej izby walutowej – systemu zarządu walutą ( <i>currency board</i> ) na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Cypr	Cel kursowy	Funt cypryjski	Kurs sztywny wobec euro wynoszący 0,5853 CYP za euro, z dopuszczalnymi odchyleniami $\pm$ 15%. W rzeczywistości wahania były mniejsze.
Łotwa	Cel kursowy	Łat łotewski	Od lutego 1994 r. kurs sztywny wobec SDR (waga euro 36,4%) z dopuszczalnym pasmem odchyień $\pm$ 1%. Od 1 stycznia 2005 r. kurs sztywny wobec euro wynoszący 0,702804 LVL za euro z dopuszczalnym pasmem odchyień $\pm$ 1%.
Litwa	Cel kursowy	Lit litewski	Uczestniczy w systemie ERM II z dopuszczalnym pasmem odchyień $\pm$ 15% wokół kursu centralnego LTL 3,4528 za euro. Litwa realizuje postanowienia swojej izby walutowej – systemu zarządu walutą ( <i>currency board</i> ) na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Węgry	Cel inflacyjny z ograniczeniami kursu wymiany	Forint węgierski	Cel kursowy: kurs sztywny wobec euro na poziomie 282,36 HUF za euro, z dopuszczalnymi odchyleniami $\pm$ 15%. Cel inflacyjny: 3,5% ( $\pm$ 1 punkt procentowy) do końca 2004 r., 4% ( $\pm$ 1 punkt procentowy) do końca 2005 r. i 3,5% ( $\pm$ 1 punkt procentowy) do końca 2006 r.
Malta	Cel kursowy	Lir maltański	Kurs sztywny wobec koszyka walut zawierającego euro (70%), funta szterlinga (20%) i dolara amerykańskiego (10%). Bez marginesu wahań, ale z marżą kupna i sprzedaży w wysokości $\pm$ 0,25% dla operacji na rynkach walutowych.
Polska	Cel inflacyjny	Złoty polski	Cel inflacyjny: 2,5% $\pm$ 1 punkt procentowy (zmiana wskaźnika cen konsumpcyjnych rok do roku) od 2004 r. Kurs płynny bez ograniczeń.
Słowenia	Dwufilarowa strategia monitorowania pieniężnych, realnych, zewnętrznych i finansowych wskaźników sytuacji makroekonomicznej	Tolar słoweński	Uczestniczy w systemie ERM II z dopuszczalnymi odchyleniami $\pm$ 15% od kursu centralnego 239,640 SIT za euro.
Słowacja	Połączenie celu inflacyjnego i kierowanego kursu płynnego korony słowackiej <sup>1)</sup>	Korona słowacka	Cel inflacyjny: krótkoterminowy – 3,5% ( $\pm$ 0,5 punktu procentowego) na koniec 2005 r. Cel inflacyjny na okres 2006-2008 został ustalony poniżej 2,5% na koniec 2006 r. i poniżej 2% na koniec 2007 r. i później. Strategia kursowa: kurs płynny kierowany.
Szwecja	Cel inflacyjny	Korona szwedzka	Cel inflacyjny: wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych o 2% z dopuszczalnymi odchyleniami $\pm$ 1 punkt procentowy. Kurs płynny bez ograniczeń.
Wielka Brytania	Cel inflacyjny	Funt szterling	Cel inflacyjny: 2% mierzony 12-miesięcznym wzrostem wskaźnika cen konsumpcyjnych <sup>2)</sup> . W przypadku odchyień przekraczających 1 punkt procentowy Prezes Banku Anglii napisze list otwarty do Ministra Skarbu. Kurs płynny bez ograniczeń.

Źródło: EBC.

1) W terminologii przyjętej przez Narodną banka Slovenska: „cel inflacyjny zgodny z zasadami ERM II”.

2) Wskaźnik cen konsumpcyjnych jest identyczny z HICP.

spowodowała redukcję podstawowych stóp procentowych o 200 punktów bazowych, do 4%. W Szwecji ograniczona presja inflacyjna umożliwiła obniżenie stóp procentowych o 75 punktów bazowych do 2%.

### **SYTUACJA FINANSOWA**

W 2004 r. rentowność obligacji długoterminowych w krajach UE poza strefą euro była zróżnicowana. Długoterminowe stopy procentowe, mierzone rentownością dziesięcioletnich obligacji skarbowych, wzrosły na Cyprze, w Czechach i w Polsce, ale pod koniec 2004 r. zaczęły znowu spadać. W rezultacie różnice między rentownością obligacji w tych krajach a rentownością obligacji w strefie euro wzrosły. Na Węgrzech rentowność ta podlegała pewnym wahaniom, z tendencją spadkową w drugiej połowie 2004 r. podczas gdy na Łotwie, Litwie, w Słowenii i na Słowacji długoterminowe stopy procentowe spadały przez cały rok, zbliżając się do średniej strefy euro, w szczególności w krajach należących do mechanizmu kursowego ERM II. Na Malcie długoterminowe stopy procentowe były stabilne, natomiast w Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii zmieniały się równoległe do wartości w strefie euro, na co wskazują stabilne rozpiętości rentowności obligacji<sup>5</sup>.

W 2004 r. giełdy papierów wartościowych w krajach UE poza strefą euro nadal odnotowywały dobre wyniki. Niektóre indeksy giełdowe, zwłaszcza w większości nowych państw członkowskich, osiągnęły historyczne rekordy i wykazały roczne zyski wynoszące od 20% do 80%. We wszystkich nowych państwach członkowskich z wyjątkiem Cypru wzrost cen na giełdach znacznie przekroczył średnią dla strefy euro mierzoną za pomocą wskaźnika Dow Jones EURO STOXX Index. Sytuacja na giełdach w Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii przez większą część roku rozwijała się zgodnie z przebiegiem tego wskaźnika. Dania i Szwecja nieznacznie przekroczyły wartość odniesienia dla strefy euro, Wielka Brytania osiągnęła wynik nieco niższy.

<sup>5</sup> Estonia nie ma rozwiniętego rynku długoterminowych obligacji w walucie krajowej. Przybliżony wskaźnik długoterminowych stóp procentowych w tym kraju, opracowany wspólnie przez Komisję Europejską, EBC i Eesti Pank (bank centralny Estonii), oparty na średniej ważonej stóp procentowych kredytów na rozpoczęcie działalności gospodarczej denominowanych w walucie krajowej z terminem zapadalności przekraczającym pięć lat, w 2004 r. wykazywał tendencję spadkową.





**Autor**

Isa Dahl

**Tytuł**

„eben still“, 2004 r.

**Material**

plótno, olej

**Format**

ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**ROZDZIAŁ 2**

**OPERACJE  
I DZIAŁALNOŚĆ BANKU  
CENTRALNEGO**

# I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

## I.1 DZIAŁANIA Z ZAKRESU POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Głównym zadaniem operacyjnym Eurosystemu jest realizacja polityki pieniężnej. Stworzone w tym celu ramy operacyjne obejmują trzy kategorie instrumentów: operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe i system rezerw obowiązkowych. Wszystkie operacje kredytowe przeprowadzane przez Eurosystem muszą być pokryte odpowiednimi zabezpieczeniami, dostarczonymi przez strony transakcji<sup>1</sup>. W 2004 r. Eurosystem podjął działania w celu opracowania ujednoliconej listy zabezpieczeń.

### PIERWSZE DOŚWIADCZENIA W REALIZACJI NOWYCH OGÓLNYCH ZASAD REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W 2004 r. ramy operacyjne nadal funkcjonowały sprawnie, oferując stabilne krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego i jasno określając nastawienie polityki pieniężnej. Aby jeszcze bardziej usprawnić realizację tej polityki, 9 marca 2004 r. wprowadzono dwie ważne zmiany w zasadach ogólnych:

- okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej został zmodyfikowany tak, że rozpoczyna się zawsze w dniu rozrachunku podstawowych operacji refinansujących po posiedzeniu Rady Prezesów, na którym planowane są miesięczne decyzje dotyczące stanowiska w sprawie polityki pieniężnej. Wcześniej okres utrzymywania rezerwy rozpoczynał się 24 dnia miesiąca kalendarzowego i kończył 23 dnia następnego miesiąca kalendarzowego, niezależnie od daty posiedzenia Rady Prezesów. Jako uzupełnienie, zmiany stóp procentowych operacji depozytowo-kredytowych wprowadza się obecnie w pierwszym dniu nowego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Poprzednio zmiany te wchodziły w życie dzień po posiedzeniu Rady Prezesów;
- termin zapadalności podstawowych operacji refinansujących został skrócony z dwóch tygodni do jednego tygodnia. Wraz

z powyższymi zmianami oznacza to, że podstawowe operacje refinansujące rozliczone w danym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej nie są przedłużane na kolejny okres.

Celem tych zmian było dostosowanie okresów utrzymywania rezerw do cyklu podejmowania decyzji w sprawie stóp procentowych, zapewniając, że zmiany podstawowych stóp procentowych w EBC będą obowiązywać dopiero od początku kolejnego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. EBC dąży w ten sposób do wyeliminowania oczekiwań zmian podstawowych stóp procentowych EBC w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej i poprzez to do stabilizacji zachowań uczestników rynku podczas składania ofert przetargowych na podstawowe operacje refinansujące. Wcześniej zdarzało się, że takie oczekiwania destabilizowały proces składania ofert przez kontrahentów. Spodziewając się obniżenia stóp procentowych kontrahenci składali oferty na kwoty mniejsze niż planowane przez EBC kwoty przydzielonych środków. Zjawisko to, znane jako *underbidding*, odzwierciedlało dążenia kontrahentów do wypełnienia swoich zobowiązań w zakresie rezerw obowiązkowych po najniższych możliwych kosztach, tj. po ewentualnym zmniejszeniu stóp procentowych.

Ponadto usprawniono komunikację z kontrahentami. W dniu ogłaszania podstawowych operacji refinansujących EBC nadal publikuje prognozy dotyczące autonomicznych czynników płynności nieobjętych bezpośrednio procesami zarządzania płynnością EBC, takich jak banknoty w obiegu, depozyty rządowe i aktywa zagraniczne netto. EBC w dniu przydziału zaczął także publikować uaktualnione prognozy. Obecnie EBC ogłasza kwotę referencyjną w dniu ogłoszenia i dniu przydziału. Kwota referencyjna jest kwotą przydziału, która umożliwi całemu systemowi

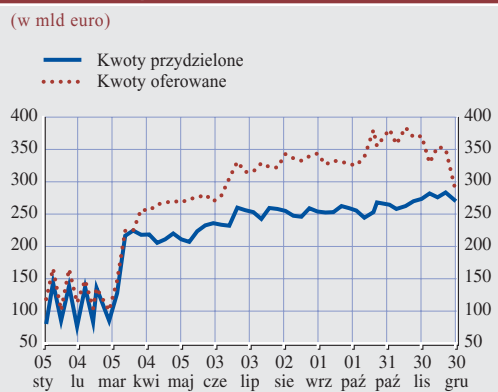
<sup>1</sup> Szczegółowy opis ram operacyjnych można znaleźć w publikacji EBC pt. „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, luty 2004 r.

bankowemu w strefie euro bezproblemowe spełnienie wymagań w zakresie rezerw obowiązkowych na podstawie kompletnej prognozy płynności w Eurosystemie, obejmującej czynniki autonomiczne i nadwyżkę rezerwy obowiązkowej. Dzięki tym usprawnieniom komunikacyjnym rynek otrzymuje jednoznaczną informację, czy celem decyzji EBC dotyczących przydziału kwot podstawowych operacji refinansujących jest zrównoważenie płynności, czy też nie.

Wprowadzanie zmian w zasadach ogólnych przebiegało płynnie. Skrócenie terminu zapadalności podstawowych operacji refinansujących z dwóch tygodni do jednego tygodnia oraz wyeliminowanie nakładania się operacji doprowadziło do natychmiastowego podwojenia się kwoty każdej z nich. Kontrahenci szybko dostosowali swoje zachowania podczas składania ofert przetargowych do silnego wzrostu średniej kwoty przydziału, chociaż podczas trzeciej operacji z tygodniowym terminem zapadalności całkowita kwota przetargu nie osiągnęła poziomu kwoty referencyjnej 5 mld euro. Od tego czasu całkowita kwota oferty podstawowych operacji refinansujących stale wzrastała, przekraczając kwotę przydziału. W listopadzie 2004 r. osiągnęła najwyższy w historii poziom ok. 384 mld euro (zob. Wykres 33). Ogółem, proporcja ofert złożonych do ofert przyjętych (wskaźnik pokrycia, ang. *bid-cover ratio*) była korzystna, od marca 2004 r. wahała się w granicach od 1,20 do 1,50. Sprawne dostosowanie rozmiarów ofert składanych przez uczestników rynku do nowych warunków wskazuje również na to, że instytucje kredytowe dobrze zarządzały wyższymi obrotami zabezpieczeń wynikającymi ze skrócenia terminu zapadalności podstawowych operacji refinansujących.

Po wprowadzeniu zmian w zasadach ogólnych krótkoterminowe wahania kwot przydziałów zmniejszyły się. Od czerwca 2000 r. do marca 2004 r. ich średnia tygodniowa zmienność wynosiła 33 mld euro, natomiast w okresie od wprowadzenia zmian do grudnia

**Wykres 33 Oferowane i przydzielone kwoty tygodniowych podstawowych operacji refinansujących w 2004 r.**



Źródło: EBC.

2004 r. spadła do 7 mld euro. Spadek ten może wynikać z faktu, że termin zapadalności podstawowych operacji refinansujących jest teraz zawsze dostosowywany do okresu docelowej płynności ustalonej przez EBC dla danego przydziału. W rezultacie zmniejszenie krótkoterminowych wahań kwot przydziałów przyczyniło się do stabilizacji zachowań instytucji kredytowych podczas składania ofert przetargowych na podstawowe operacje refinansujące.

Około 2.100 instytucji kredytowych ze strefy euro ma prawo uczestniczyć w podstawowych operacjach refinansujących. Średnia liczba oferentów wzrosła z 266 w 2003 r. do 339 w 2004 r., co oznacza odwrócenie tendencji spadkowej notowanej od 1999 r. Od marca do grudnia 2004 r., tj. po wprowadzeniu zmian w zasadach ogólnych, wynosiła ona 351. Wzrost ten wynika głównie ze skrócenia terminu zapadalności podstawowych operacji refinansujących z dwóch tygodni do jednego tygodnia, co oznacza, że banki, chcąc zapewnić sobie odpowiednią płynność, składają oferty co tydzień, a nie – jak wcześniej – co dwa tygodnie. Jest jednak możliwe, że większa przejrzystość i uproszczenie nowych zasad ogólnych ułatwiły kontrahentom przygotowanie ofert, przyczyniając się do zwiększenia liczby uczestników w przetargach.

W 2004 r. całkowita zmienność stopy EONIA (uśredniona stopa procentowa transakcji jednodniowych typu *overnight* na rynku bankowym strefy euro) spadła. Standardowe odchylenie rozpiętości pomiędzy stopą EONIA a minimalną oferowaną stopą podstawowych operacji refinansujących wynosiło 9 punktów bazowych, w porównaniu z 16 punktami w 2003 r. i 13 punktami w 2002 r. Po dokonaniu rozrachunku ostatniej podstawowej operacji refinansującej w niektórych okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej zaobserwowano jednak znaczną zmienność tej rozpiętości. Wynika to z faktu, że obecnie przydział kwot ostatniej operacji odbywa się zwykle na osiem dni przed końcem okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, podczas gdy poprzednio termin ten zmieniał się z miesiąca na miesiąc i wynosił od ośmiu do dwóch dni przed końcem okresu. Prognoza jest tym dokładniejsza, im bliższa końca okresu. Zmiany wprowadzone w zasadach ogólnych zwiększają zatem prawdopodobieństwo znacznej nierównowagi płynności występującej po przydziale kwoty ostatniej podstawowej operacji refinansującej w danym okresie utrzymywania rezerwy, a więc także wcześniejszych, i większych odchyłeń jednodniowej stopy procentowej typu *overnight* od minimalnej oferowanej stopy.

Usprawniona polityka komunikacyjna EBC w pewnym stopniu pomaga ograniczyć to ryzyko, ponieważ ułatwia uczestnikom rynku wykrycie nierównowagi płynności występującej po przydziale kwot ostatniej podstawowej operacji refinansującej w okresie utrzymywania rezerwy. Pojawiły się jednak oznaki, zwłaszcza jesienią 2004 r., że nadmierna zmienność jednodniowej stopy procentowej na koniec okresu może zakłócić płynne funkcjonowanie rynku pieniężnego. Ponieważ EBC zamierza wprowadzić neutralne warunki płynności na rynkach transakcji typu *overnight*, zareagował na te zjawiska przeprowadzając operacje dostrajające w ostatnim dniu pięciu okresów utrzymywania rezerwy. Ma to na celu wyrównanie znacznej nierównowagi płynności wynikającej głównie ze zmian prognozy

Eurosystemu dotyczącej czynników autonomicznych. Przeprowadzono dwie operacje (11 maja i 7 grudnia 2005 r.) absorbujące nadmierną płynność oraz trzy (8 listopada 2004 r., 18 stycznia 2005 r. i 7 lutego 2005 r.) zasilające. Przywróciły one neutralne warunki płynności na koniec odpowiednich okresów utrzymywania rezerwy.

Zmiany w podstawowych zasadach operacyjnych miały również wpływ na przeprowadzanie dłuższych operacji refinansujących. Aby zmniejszyć do minimum zakłócenia w harmonogramie realizacji dłuższych operacji refinansujących, przerwano powiązanie pomiędzy okresami utrzymywania rezerw obowiązkowych a datami przydziału środków dla dłuższych operacji refinansujących. Od 26 lutego 2004 r. środki dla dłuższych operacji refinansujących są z reguły przydzielane w ostatnią środę miesiąca (zamiast w pierwszą środę utrzymywania rezerwy obowiązkowej). W przeciwieństwie do podstawowych operacji refinansujących, dłuższe operacje refinansujące – zawierane z miesięczną częstotliwością i których termin zapadalności wynosi z reguły trzy miesiące – nie są wykorzystywane do informowania o nastawieniu polityki pieniężnej Rady Prezesów. Są one przeprowadzane jako typowe przetargi na zmienną stopę procentową przy wcześniej ogłoszonej wielkości środków do przydziału. W 2004 r. dłuższe operacje refinansujące stanowiły średnio około 23% ogólnej płynności netto zapewnionej poprzez operacje otwartego rynku. Uwzględniając większe zapotrzebowanie na płynność w systemie bankowym strefy euro ilość środków przydzielonych dla dłuższych transakcji refinansujących wzrosła w styczniu 2004 r. z 20 mld euro do 25 mld euro, a w styczniu 2005 r. z 25 mld euro do 30 mld euro.

#### **ZMIANY ZAPOTRZEBOWANIA NA PŁYNNOŚĆ**

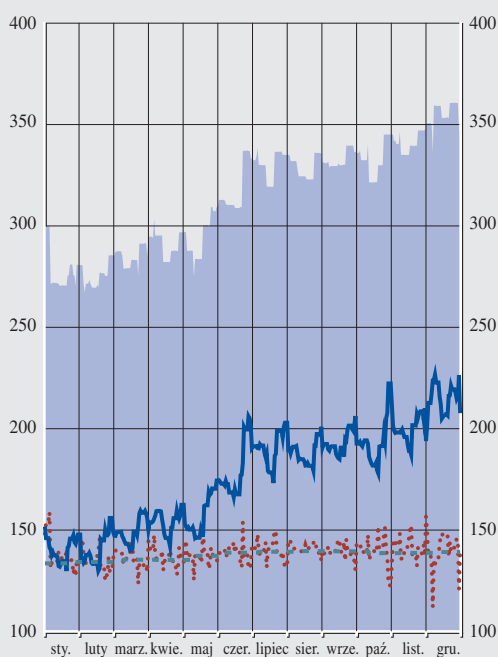
Przygotowując cotygodniowe przetargi EBC prowadzi codzienny monitoring zapotrzebowania na płynność w systemie bankowym strefy euro. Zapotrzebowanie to można zdefiniować jako

**Wykres 34 Czynniki płynności i wzrost liczby banknotów w strefie euro w 2004 r.**

(w mld euro)

- Deficyt płynności
- Czynniki autonomiczne
- Rachunki obrotów bieżących
- - - - - Rezerwy obowiązkowe

**Czynniki płynności**



**Banknoty**



Źródło: EBC.

sumę rezerw obowiązkowych wymaganych od banków, nadwyżek rezerw (środków w posiadaniu instytucji kredytowych ponad wymagane rezerwy obowiązkowe) oraz czynników autonomicznych netto. Średnie dzienne zapotrzebowanie na płynność w systemie bankowym strefy euro wzrosło w 2004 r. do 311,8 mld euro, co stanowi 30-procentowy wzrost w porównaniu z 2003 r., gdy wynosiło ono 241,5 mld euro (zob. górna część Wykresu 34).

W 2004 r. nadal znacznie rosła kwota czynników autonomicznych netto, która osiągnęła średnio 174,2 mld euro, w porównaniu do 109,3 mld euro w 2003 r. (zob. górna część Wykresu 34). Ten gwałtowny wzrost był spowodowany niemal wyłącznie silnym wzrostem ogólnej wartości wyemitowanych banknotów, która w 2004 r. zwiększyła się prawie o 15%, osiągając 24 grudnia 2004 r. najwyższy dotychczas poziom 505 mld euro (zob. dolna część Wykresu 34).

Minimalne kwoty rezerw obowiązkowych, które instytucje kredytowe strefy euro muszą przechowywać w Eurosystemie, są obliczane poprzez zastosowanie 2-procentowego wskaźnika rezerw do podstawy naliczania rezerwy instytucji kredytowych. W 2004 r. rezerwy obowiązkowe stanowiły 44% całkowitego zapotrzebowania na płynność w systemie bankowym strefy euro. Średni poziom zagregowanych rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez instytucje kredytowe w strefie euro wzrósł ze 130,9 mld euro w 2003 r. do 136,5 mld euro w 2004 r., wraz ze wzrostem podstawy naliczania rezerwy, natomiast średni poziom środków bieżących, powyżej rezerw obowiązkowych, wyniósł w 2004 r. 0,6 mld euro, w porównaniu z 0,7 mld euro w 2003 r.

**AKTYWA KWALIFIKOWANE JAKO ZABEZPIECZENIA OPERACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

W celu ochrony Eurosystemu przed stratami każda dokonywana w jego ramach operacja kredytowa musi mieć odpowiednie zabezpieczenie. Funkcję zabezpieczeń może pełnić wiele aktywów. Większość z nich to

zbywalne instrumenty dłużne, które spełniają kryteria kwalifikacyjne obowiązujące w całej strefie euro i są określane mianem aktywów z listy pierwszej (ang. „*tier one*” assets). Lista druga (ang. „*tier two*”) obejmuje aktywa dodatkowe, zbywalne i niezbywalne, o szczególnym znaczeniu dla krajowych rynków finansowych i systemów bankowych.

Średnia wartość zabezpieczeń zbywalnych, kwalifikowanych jako zabezpieczenia operacji kredytowych w Eurosystemie, na koniec 2004 r. wyniosła 7,9 bln euro, w porównaniu z 7,3 bln w 2003 r. (zob. Wykres 35). Większość z nich to obligacje skarbowe (54%) oraz zabezpieczone (typu Pfandbrief) i niezabezpieczone obligacje wyemitowane przez instytucje kredytowe (28%). Odnotowano również silny wzrost papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, które na koniec 2004 r. stanowiły 5% zbywalnych zabezpieczeń. W tym samym czasie całkowita wartość aktywów zbywalnych wykorzystanych przez

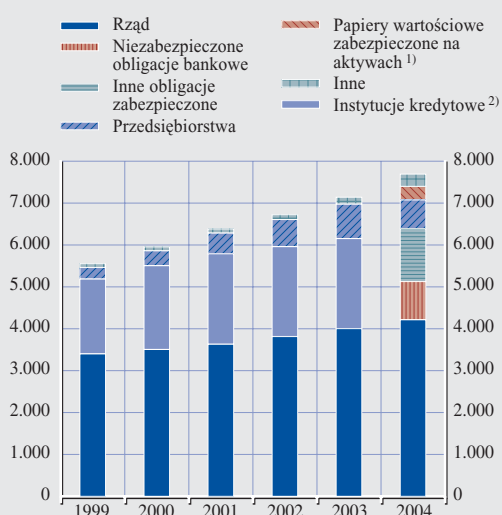
kontrahentów jako zabezpieczenia operacji kredytowych w Eurosystemie wynosiła 787 mld euro, w porównaniu z 704 mld euro w 2003 r. (zob. Wykres 36). Biorąc pod uwagę łączną kwotę aktywów kwalifikowanych, wykorzystanie rządowych i korporacyjnych papierów wartościowych jako zabezpieczenia operacji kredytowych w Eurosystemie było proporcjonalnie zbyt małe, natomiast wykorzystanie papierów wyemitowanych przez instytucje kredytowe i papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami – zbyt duże. Więcej informacji o wykorzystaniu aktywów kwalifikowanych w poszczególnych krajach można znaleźć w podrozdziale 2 niniejszego rozdziału.

#### PRACE NAD UTWORZENIEM JEDNEJ LISTY ZABEZPIECZEŃ

Stosowane obecnie dwie listy zabezpieczeń ułatwiają funkcjonowanie podstawowych zasad operacyjnych Eurosystemu w pierwszych latach jego istnienia. Biorąc jednak pod uwagę coraz

Wykres 35 Zbywalne aktywa kwalifikowane

(nominalna wartość w obiegu; mld euro)

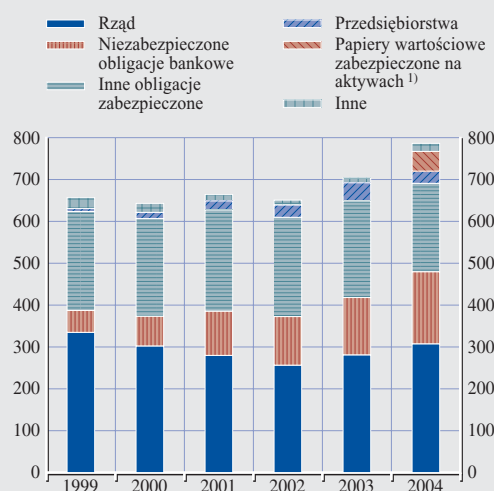


Źródło: EBC.

1) Oddzielne dane dotyczące papierów wartościowych zabezpieczonych na aktywach (ang. *asset-backed securities* – ABS) są dostępne dopiero od 2004 r. Wcześniej były one ujmowane w kategorii papierów wartościowych przedsiębiorstw.  
2) Kategoria ta obejmuje zabezpieczone i niezabezpieczone obligacje emitowane przez instytucje kredytowe.

Wykres 36 Wykorzystanie zabezpieczeń w postaci zbywalnych papierów wartościowych

(nominalna wartość w obiegu; mld euro)



Źródło: EBC.

1) Oddzielne dane dla aktywów zabezpieczonych papierami wartościowymi dostępne są jedynie od 2004 r.; poprzednio były wykazywane w ramach papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa.



większą integrację rynków finansowych w strefie euro, zróżnicowanie aktywów znajdujących się na liście drugiej poszczególnych krajowych banków centralnych strefy euro może utrudnić działania kontrahentów i zmniejszyć przejrzystość zasad stosowania zabezpieczeń. Ponadto, popyt na zabezpieczenia rośnie, zwłaszcza wobec stwierdzonego w 2004 r. wzrostu deficytu płynności w sektorze bankowym. Na międzybankowych rynkach prywatnych odnotowano rosnącą tendencję do zabezpieczania kredytów, która również zwiększyła zapotrzebowanie kontrahentów na zabezpieczenia.

Aby rozwiązać te problemy, Eurosystem postanowił opracować jedną listę zabezpieczeń kwalifikowanych dla wszystkich operacji kredytowych w Eurosystemie, uwzględniając wyniki badań opinii publicznej. Lista ta będzie wprowadzana stopniowo i ostatecznie zastąpi stosowany obecnie system dwóch list. Pierwszy krok w tym kierunku zostanie podjęty 30 maja 2005 r. Obejmuje on trzy elementy:

- do listy pierwszej zostaną włączone nowe instrumenty, obecnie niekwalifikowane, mianowicie instrumenty dłużne denominowane w euro, wyemitowane przez podmioty z krajów grupy G10, nie należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego (Stany Zjednoczone, Kanada, Japonia i Szwajcaria);
- instrumenty dłużne notowane lub oferowane wyłącznie na rynkach nieregulowanych staną się lub pozostaną kwalifikowane,

jeżeli odpowiedni rynek nieregulowany zostanie pozytywnie oceniony przez Eurosystem pod względem trzech standardów: bezpieczeństwa, przejrzystości i dostępności. Standardy te umożliwiają rozszerzenie liczby akceptowanych rynków, zapewniając równocześnie łatwą i skuteczną ocenę zabezpieczeń w Eurosystemie;

- niewielka liczba rynkowych papierów dłużnych straci swój status aktywów kwalifikowanych i będą one stopniowo wycofywane. Ponadto spośród aktywów z listy drugiej usunięte zostaną papiery wartościowe z prawem do kapitału.

Drugim krokiem w kierunku utworzenia jednej listy zabezpieczeń jest decyzja Rady Prezesów o włączeniu do tej listy kredytów bankowych ze wszystkich krajów strefy euro oraz nierynkowych detalicznych instrumentów dłużnych zabezpieczonych hipoteką, do których należą obecnie tylko irlandzkie weksle własne zabezpieczone hipoteką. Główną przyczyną wciągnięcia na tę listę kredytów bankowych jest fakt, że mimo coraz większej roli rynków kapitałowych system finansowy strefy euro jest wciąż w dużym stopniu uzależniony od pośrednictwa bankowego, a kredyty bankowe pozostają najważniejszą klasą aktywów w bilansach banków. Akceptując kredyty bankowe jako zabezpieczenia, Eurosystem potwierdził swoje dążenie do zapewnienia kontrahentom szerokiego dostępu do operacji polityki pieniężnej i kredytów śróddziennych.



## ZARZĄDZANIE RYZYKIEM

Zarządzanie ryzykiem w kontekście operacji Eurosystemu (tj. operacji polityki pieniężnej lub operacji kredytowych w systemach płatniczych) skupia się głównie na ryzyku kredytowym, które Eurosystem ponosi dostarczając bankom centralnym środki dla kontrahentów, chociaż inne rodzaje ryzyka są również brane pod uwagę.

W 2004 r. przeprowadzono gruntowną analizę dotyczącą włączenia kredytów bankowych do wspólnej listy zabezpieczeń. Ponieważ przedsiębiorstwa emitujące papiery dłużne często nie są klasyfikowane zgodnie ze standardami agencji ratingowych, dla kredytów bankowych trzeba będzie znaleźć alternatywne źródła oceny jakości kredytów. Krajowe banki centralne, które akceptują już kredyty bankowe jako zabezpieczenia z listy drugiej, opracowały wewnętrzne systemy oceny kredytów. Po włączeniu kredytów bankowych do jednej listy zabezpieczeń dla całego Eurosystemu będzie więc konieczne ustanowienie dodatkowych źródeł oceny kredytów. Opracowanie i wdrożenie spójnych i skutecznych podstawowych zasad oceny kredytów w Eurosystemie dla aktywów rynkowych i – w szczególności – nierynkowych będzie dużym wyzwaniem na najbliższe lata.

## I.2 OPERACJE WALUTOWE

W 2004 r. EBC nie interweniował na rynkach walutowych w związku z polityką pieniężną. Transakcje walutowe EBC były związane wyłącznie z działalnością inwestycyjną. EBC nie przeprowadził też żadnych operacji walutowych w walutach krajów spoza strefy euro uczestniczących w ERM II.

Obowiązujące porozumienie między EBC a MFW, które umożliwia MFW inicjowanie transakcji na specjalnych prawach ciągnięcia (SDR) w imieniu EBC z innymi posiadaczami SDR zostało wykorzystane w 2004 r. cztery razy.

## I.3 DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

### ZARZĄDZANIE REZERWAMI WALUTOWYMI

Portfel rezerw walutowych EBC składa się z udziałów krajowych banków centralnych krajów strefy euro w rezerwach walutowych. Celem tych rezerw jest finansowanie operacji EBC na rynkach walutowych. W szczególności EBC przechowuje część rezerw Eurosystemu, którą może wykorzystać bezpośrednio i natychmiast do sfinansowania interwencji walutowych. Aby uzupełnić wyczerpane zapasy, EBC może skorzystać z rezerw walutowych krajowych banków centralnych.

W skład portfela rezerw walutowych EBC wchodzi głównie dolary amerykańskie, ale także japońskie jeny, złoto i SDR. Zgodnie z Umową banków centralnych o złocie (*Central Banks Gold Agreement*) z 26 września 1999 r., znowelizowaną 8 marca 2004 r., w 2004 r. zasoby złota nie były aktywnie zarządzane. W 2004 r. wartość netto rezerw walutowych EBC spadła z 38,3 mld euro do 36,6 mld euro, głównie z powodu obniżenia kursu dolara amerykańskiego względem euro.

Każdy krajowy bank centralny w strefie euro zarządza obecnie częścią portfela EBC w dolarach amerykańskich i w jenach. W 2004 r. Eurosystem ocenił tę strukturę pod kątem utrzymania efektywności, zwłaszcza ze względu na przyszłe rozszerzenie strefy euro. Nowy system, obecnie w końcowej fazie opracowania, zostanie wdrożony w 2006 r. Będzie się on wiązał ze specjalizacją członków Eurosystemu w zakresie denominacji walutowej zarządzanych portfeli, przy zachowaniu zasady decentralizacji.

W 2004 r. rozpoczęto prace nad rozszerzeniem zakresu inwestycji, które obejmą teraz transakcje swap na stopy procentowe, instrumenty zabezpieczone walutą oraz amerykańskie papiery wartościowe typu STRIP<sup>2</sup>. Ilościowe modele prognozowania

2 STRIP (*Separate Trading of Registered Interest and Principal*) to amerykańskie obligacje skarbowe z systemem oddzielnych spłat kapitału i odsetek.

rentowności obligacji skarbowych umożliwiły ponadto przeprowadzenie bardziej zaawansowanych analiz zmian na rynku. Na koniec opracowano wersję pilotażową programu automatycznych pożyczek papierów wartościowych w portfelu dolarów amerykańskich. Zostanie ona wdrożona w 2005 r.

### **ZARZĄDZANIE FUNDUSZAMI WŁASNymi**

Portfel funduszy własnych EBC składa się z opłaconej części kapitału zakładowego i z funduszu rezerwy ogólnej. Zapewnia on rezerwy, które EBC może wykorzystać do pokrycia ewentualnych strat. Zarządzanie tym portfelem ma na celu wygenerowanie w długim okresie zysków przekraczających średnią stopę podstawowych operacji refinansujących EBC. W 2004 r. zwiększyły się możliwości inwestycyjne portfela funduszy własnych o denominowane w euro papiery wartościowe o stałej stopie zwrotu wyemitowane przez niektóre nowe państwa członkowskie, regionalne obligacje skarbowe ze strefy euro oraz inne zabezpieczone obligacje.

W 2004 r. portfel funduszy własnych EBC wzrósł o 0,3 mld euro do 6,2 mld euro. W szczególności, dzięki rozszerzeniu UE i zmianom klucza kapitałowego EBC, udział wniesionego kapitału zwiększył się o 63,5 mln euro.

### **ZARZĄDZANIE RYZYKIEM**

Zarządzając portfelem inwestycji (rezerwami walutowymi i funduszami własnymi) EBC jest narażony na ryzyko finansowe. Aby lepiej zarządzać tym ryzykiem, określił on podstawowe zasady, które odzwierciedlają jego preferencje dotyczące kredytów, płynności i ryzyka rynkowego. Są one wdrażane między innymi za pomocą systemu szczegółowych limitów, których przestrzeganie jest monitorowane i weryfikowane każdego dnia. W związku z przyszłym rozszerzeniem strefy euro, w 2004 r. prowadzono prace nad uproszczeniem zasad ogólnych dotyczących ryzyka kredytowego i rynkowego.

## 2 SYSTEMY PŁATNICZE I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Jednym ze statutowych zadań Eurosystemu jest zapewnienie płynnego funkcjonowania systemów płatniczych. Głównym sposobem realizacji tego celu, oprócz funkcji nadzoru, jest dostarczenie rozwiązań usprawniających płatności i rozrachunki papierów wartościowych. W związku z tym Eurosystem utworzył system znany pod nazwą Transeuropejski Zautomatyzowany System Rozrachunków Brutto w Czasie Rzeczywistym TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*), który obsługuje wysokokwotowe płatności w euro. W ciągu ostatnich kilku lat system ten był kilkakrotnie rozszerzany, a obecnie trwają prace nad rozwiązaniem nowej generacji TARGET 2. W zakresie rozrachunku papierów wartościowych zarówno Eurosystem, jak i rynek oferują wiele kanałów umożliwiających wykorzystanie zabezpieczeń w obrocie transgranicznym.

### 2.1 SYSTEM TARGET

Używany obecnie TARGET jest „systemem systemów” składającym się z krajowych systemów płatniczych 15 krajów, które należały do UE w momencie jego uruchomienia. Pełni on funkcję mechanizmu płatności EBC (ang. *ECB payment mechanism* – EPM) oraz mechanizmu wzajemnych połączeń (ang. *interlinking*), który umożliwia rozliczanie płatności między połączonymi systemami. W 2004 r. TARGET przyczynił się do dalszej integracji rynku pieniężnego euro, a ponieważ operacje kredytowe Eurosystemu są przetwarzane za jego pośrednictwem, w dalszym ciągu odgrywał również ważną rolę we sprawnym wdrażeniu wspólnej polityki pieniężnej. TARGET, który oferuje rozrachunki w czasie rzeczywistym w pieniądzu banku centralnego i obejmuje swym zasięgiem dużą część rynku, przyciąga również wiele innych płatności.

W 2004 r. system TARGET funkcjonował płynnie i bez przeszkód, a liczba realizowanych za jego pośrednictwem wysokokwotowych płatności w euro nadal rosła. Tendencja ta jest

zgodna z polityką Eurosystemu, której celem jest m.in. promowanie rozrachunków w pieniądzu banku centralnego jako wyjątkowo bezpiecznego środka płatniczego. W 2004 r. 88% łącznego obrotu wysokokwotowych płatności w euro zostało zrealizowane za pomocą systemu TARGET. Obsługuje on wszystkie przelewy uznaniowe w euro między bankami mającymi swoje siedziby w państwach członkowskich UE, których banki centralne są pośrednio lub bezpośrednio z nim połączone. Przelewy te mogą być dokonywane zarówno między bankami z tego samego kraju UE (przelewy wewnątrz krajowe), jak i z różnych krajów (przelewy międzynarodowe). Z niedawno przeprowadzonej ankiety wynika, że w 2004 r. TARGET liczył 10.483 uczestników, czyli około trzy razy więcej niż w 2002 r. Wzrost ten odzwierciedla przede wszystkim wprowadzenie nowych metod definiowania uczestników systemu TARGET. Za pośrednictwem tego systemu, korzystając z kodów identyfikacyjnych banków, można dotrzeć ogółem do około 48.500 instytucji będących najczęściej oddziałami uczestników.

### OPERACJE W SYSTEMIE TARGET

W 2004 r. system TARGET przetwarzał dziennie średnio 267.234 płatności o łącznej wartości 1.714 mld euro. W porównaniu z 2003 r. oznacza to wzrost o 2% pod względem ilości i o 4% pod względem wartości.

W 2004 r. transakcje pomiędzy państwami członkowskimi stanowiły 33% wartości i 24% liczby wszystkich transakcji zrealizowanych w systemie TARGET (w 2003 r. odpowiednio 33% i 23%). W grupie tej 95% wartości i 49% liczby transakcji przypada na płatności międzybankowe, zaś pozostała część – na płatności klientów. Średnia wartość płatności międzybankowej pomiędzy państwami członkowskimi wyniosła 17 mln euro, a płatności klientów – 0,8 mln euro. Więcej informacji o przepływie płatności można znaleźć w Tabeli 12.

W 2004 r. całkowita dostępność systemu TARGET, to znaczy stopień możliwości

**Tabela 12 Przepływ płatności w ramach systemu TARGET<sup>1)</sup>**

Wielkość (liczba transakcji)	2003	2004	Zmiana (%)
<b>Ogółem</b>			
Razem	66.608.000	69.213.486	4
Średnia dzienna	261.208	267.234	2
<b>Płatności wewnątrz państw członkowskich</b>			
Razem	51.354.924	52.368.115	2
Średnia dzienna	201.392	202.193	0
<b>Płatności pomiędzy państwami członkowskimi</b>			
Razem	15.253.076	16.845.371	10
Średnia dzienna	59.816	65.040	9
<b>Wartość (mld euro)</b>			
<b>Ogółem</b>			
Razem	420.749	443.992	6
Średnia dzienna	1.650	1.714	4
<b>Płatności wewnątrz państw członkowskich</b>			
Razem	283.871	297.856	5
Średnia dzienna	1.113	1.150	3
<b>Płatności pomiędzy państwami członkowskimi</b>			
Razem	136.878	146.137	7
Średnia dzienna	537	564	5

Źródło: EBC.  
1) 255 dni roboczych w 2003 r. i 259 dni roboczych w 2004 r.

wykorzystania systemu TARGET przez użytkowników w godzinach pracy bez przestoju, osiągnęła 99,81%. Średnio 95,87% płatności pomiędzy państwami członkowskimi było przetwarzane w ciągu pięciu minut. Więcej informacji na ten temat przedstawiono w Tabeli 13.

W 2004 r. wprowadzano kolejne zmiany wymagane w związku z migracją do nowego systemu przesyłania wiadomości SWIFTNet FIN, a wszystkie komponenty systemu TARGET zostały do niego bez problemu przeniesione.

#### **ZABEZPIECZENIA PŁATNOŚCI O ZNACZENIU SYSTEMOWYM W SYSTEMIE TARGET**

Z uwagi na kluczową rolę systemu TARGET na rynku i jego szeroki zasięg, dla jego sprawnego i niezawodnego funkcjonowania niezbędne są skuteczne zabezpieczenia przed różnego typu zagrożeniami. Terminowa realizacja płatności o znaczeniu systemowym, tj. takich, które

**Tabela 13 Całkowita dostępność systemu TARGET**

(w procentach)	
System RTGS	2004
EPM (ECB)	99,48
ELLIPS (BE)	99,88
KRONOS (DK)	99,85
RTGSplus (DE)	99,37
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,89
TBF (FR)	99,94
IRIS (IE)	99,59
BI-REL (IT)	99,91
LIPS-Gross (LU)	99,97
TOP (NL)	99,98
ARTIS (AT)	99,87
SPGT (PT)	99,86
BOF-RTGS (FI)	99,85
E-RIX (SE)	99,74
CHAPS Euro (UK)	99,95
<b>Całkowita dostępność systemu</b>	<b>99,81</b>

Źródło: EBC.

– jeśli niezrealizowane w terminie – mogą spowodować ryzyko systemowe, ma znaczenie priorytetowe nawet w sytuacjach wyjątkowych. Eurosystem przygotował rozwiązania awaryjne gwarantujące, że płatności takie zostaną przetworzone w sposób uporządkowany, nawet w przypadku niesprawnego funkcjonowania systemu TARGET. W 2004 r. banki centralne przeprowadziły wiele prób, często z udziałem banków komercyjnych, które wykazały skuteczność tych środków. Potwierdziły one, że Eurosystem jest w stanie zapewnić płynne funkcjonowanie systemów płatniczych i rynków finansowych w sytuacjach kryzysowych.

#### **POŁĄCZENIE NOWYCH KRAJÓW CZŁONKOWSKICH UE Z SYSTEMEM TARGET**

W październiku 2002 r. Rada Prezesów postanowiła, że po rozszerzeniu UE Eurosystem, na wniosek krajowych banków centralnych nowych państw członkowskich, połączy systemy rozrachunków brutto w czasie rzeczywistym (ang. *real-time gross settlement* – RTGS) tych banków z systemem TARGET. Biorąc pod uwagę ograniczony okres eksploatacji aktualnie używanego systemu TARGET oraz dążenie do obniżania kosztów, Eurosystem opracował alternatywy pełnej integracji, które umożliwiają systemom RTGS nowych państw członkowskich połączenie

z obecną wersją systemu TARGET. Na przykład, rozwiązaniem przewidzianym dla SORBNET-EURO (systemu RTGS dla rozliczeń w euro używanego przez Narodowy Bank Polski) jest ustanowienie połączenia za pośrednictwem krajowego banku centralnego państwa należącego do strefy euro. Połączenie zostanie wprowadzone w 2005 r. za pośrednictwem Banca d'Italia.

#### **WSPÓŁPRACA Z UŻYTKOWNIKAMI SYSTEMU TARGET I OPERATORAMI SYSTEMÓW ROZRACHUNKU BRUTTO W CZASIE RZECZYWISTYM W STREFACH INNYCH WALUT**

ESBC utrzymuje bliskie kontakty z użytkownikami systemu TARGET, aby należycie przeanalizować ich potrzeby i szybko na nie reagować. W 2004 r., podobnie jak w poprzednich latach, odbywały się regularne spotkania przedstawicieli 15 krajowych banków centralnych połączonych z systemem TARGET oraz krajowymi grupami jego użytkowników. Miały również miejsce spotkania grupy roboczej ds. zarządzania systemem TARGET (*TARGET Management Working Group*) ESBC oraz grupy roboczej (*TARGET Working Group*) europejskiego sektora bankowego, na których omówiono zagadnienia operacyjne związane z systemem TARGET. Sprawami strategicznymi zajęła się grupa kontaktowa ds. strategii płatności w euro (*Contact Group on Euro Payments Strategy*) – forum, w którym uczestniczą przedstawiciele kierownictwa wyższego szczebla banków komercyjnych i centralnych.

Będąc operatorem jednego z największych systemów RTGS na świecie, Eurosystem utrzymuje bliskie kontakty z operatorami systemów RTGS w strefach innych walut. Ze względu na coraz silniejsze wzajemne powiązania, takie jak te wynikające z rozrachunków dokonywanych za pośrednictwem stałych połączeń, potrzebne są wspólne dyskusje o problemach operacyjnych.

## **2.2 SYSTEM TARGET 2**

W grudniu 2004 r. Rada Prezesów zaakceptowała propozycję banków Banca d'Italia, Deutsche Bundesbank i Banque de France dotyczącą utworzenia wspólnej, ujednoliconej platformy systemu TARGET 2 oraz obsługi tej platformy w imieniu Eurosystemu. Skutkiem tej decyzji będą fundamentalne zmiany w architekturze systemu TARGET, która obecnie składa się z wielu połączonych systemów RTGS utrzymywanych przez krajowe banki centralne i EBC. TARGET 2 zapewni użytkownikom systemu TARGET wyższy poziom usług i umożliwi im osiągnięcie korzyści skali.

Podjęte w 2004 r. przygotowania do wprowadzenia systemu TARGET 2 dotyczyły przede wszystkim opracowania specyfikacji funkcjonalnych. Przeprowadzono je w ścisłej współpracy z użytkownikami systemu TARGET. Ogólne Specyfikacje Funkcjonalne (*General Functional Specifications – GFS*) systemu TARGET 2, dokument zatwierdzony przez Radę Prezesów w lipcu 2004 r., opisują na poziomie ogólnym właściwości i funkcje systemu oraz jego architekturę informatyczną. TARGET 2 oferuje również funkcje kompleksowego zarządzania płynnością, które umożliwiają instytucjom kredytowym lepszy nadzór nad płynnością euro. Przykładowo, uczestnik używający wielu systemów płatniczych i rozrachunku papierów wartościowych, który rozlicza się w walucie banku centralnego, będzie mógł rozliczyć wszystkie pozycje z tego samego rachunku RTGS w systemie TARGET 2. W przypadku prowadzonych przez banki centralne strefy euro rachunków RTGS instytucji kredytowych ze strefy euro, system TARGET 2 oferuje funkcję tworzenia puli płynności śróddziennej. Pozwoli ona uczestnikom systemu TARGET 2 w strefie euro na grupowanie poszczególnych rachunków RTGS prowadzonych w różnych bankach centralnych strefy euro oraz łączenie dostępnej płynności śróddziennej na rzecz wszystkich właścicieli rachunków zaklasyfikowanych do jednej grupy. Eurosystem pracuje obecnie nad

utworzeniem trwałych ram prawnych, co jest wstępnym warunkiem zaferowania tej funkcji. TARGET 2 będzie oparty na najnowszej koncepcji ciągłości pracy systemu, co umożliwi jego funkcjonowanie nawet w przypadku regionalnych awarii na dużą skalę.

Na podstawie specyfikacji GFS Eurosystem przygotowuje Szczegółowe Specyfikacje Funkcjonalne dla Użytkowników (*User Detailed Functional Specifications – UDFS*). Opisują one szczegółowe właściwości i funkcje systemu TARGET 2 wymagane do rozpoczęcia opracowania technicznego i wdrożenia. Podobnie jak GFS, specyfikacje UDFS zostały dokładnie przedyskutowane z użytkownikami systemu TARGET. Zakończenie prac ma nastąpić w kwietniu 2005 r.

Eurosystem opracowuje również system ustalania opłat za podstawowe usługi oferowane w systemie TARGET 2, który ujednotoci zróżnicowane obecnie opłaty za transakcje krajowe i transgraniczne. Jedną z opcji tego programu, o której wprowadzeniu zadecyduje Rada Prezesów, umożliwi uczestnikom wybór – będą oni mogli uiszczać tylko zwykłą opłatę transakcyjną bądź niższą opłatę transakcyjną powiększoną o opłatę okresową. Dalsze szczegóły dotyczące opłat w systemie TARGET 2 zostaną opracowane w 2005 r.

W 2004 r. opracowano również strukturę zarządzania systemem TARGET 2 oraz – na jej podstawie – efektywną organizację kolejnych faz projektu (tworzenia, testowania i migracji). Rada Prezesów zatwierdziła wewnętrzne zasady wspólnego zarządzania systemem TARGET 2. Określają one role i zakres obowiązków Rady Prezesów, pełnej grupy banków centralnych strefy euro oraz trzech krajowych banków centralnych budujących i obsługujących system. Wybrana struktura zarządzania i organizacja projektu zapewni zarówno efektywną organizację prac programistycznych w fazie projektowania, jak i odpowiedni poziom stałego zaangażowania i kontroli ze strony wszystkich banków centralnych strefy euro po uruchomieniu systemu TARGET 2.



Opracowanie oprogramowania i utworzenie infrastruktury informatycznej dla systemu TARGET 2 nastąpi w 2005 r. Zgodnie z planem, pierwsze testy w bankach centralnych mają się rozpocząć na początku 2006 r. Nastąpi migracja użytkowników systemu TARGET do systemu TARGET 2 w kilku etapach, w ustalonych wcześniej terminach. Każda faza obejmie grupę wspólnot banków krajowych, a proces migracji potrwa kilka miesięcy, w czasie których komponenty obecnego systemu TARGET będą funkcjonować równocześnie z nowym systemem. Podzielona na fazy migracja będzie zorganizowana w sposób minimalizujący ryzyko związane z projektem. Innym ważnym czynnikiem wpływającym na sposób przeprowadzenia konkretnego procesu migracyjnego będzie minimalizacja przejściowych problemów i kosztów, na jakie narażone są banki centralne i użytkownicy systemu TARGET. Planuje się, że pierwsza grupa krajów przejdzie do systemu TARGET 2 w dniu 2 stycznia 2007 r. Eurosystem będzie nadal blisko współpracował ze wspólnotą użytkowników systemu TARGET we wszystkich fazach projektu, regularnie informując o postępach prac.

### 2.3 TRANSGRANICZNE WYKORZYSTANIE ZABEZPIECZEŃ

Aktywa kwalifikowane mogą być wykorzystane jako zabezpieczenie wszystkich typów operacji kredytowych Eurosystemu w skali

transgranicznej. Można tego dokonać za pomocą korespondencyjnego modelu bankowości centralnej (ang. *correspondent central banking model* – CCBM) lub za pomocą kwalifikowanych połączeń między systemami rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement systems* – SSS) w krajach Unii Europejskiej. Model CCBM jest dostarczany przez Eurosystem, natomiast kwalifikowane połączenia są dostępne na rynku.

Kwota zabezpieczeń transgranicznych w posiadaniu Eurosystemu wzrosła z 305 mld euro w grudniu 2003 r. do 370 mld euro w grudniu 2004 r. Pod koniec 2004 r. zabezpieczenia transgraniczne stanowiły 43,89% wszystkich zabezpieczeń złożonych w Eurosystemie. Dane te potwierdzają obserwowaną w poprzednich latach tendencję do wzrostu integracji rynków finansowych w strefie euro, a także coraz większe zainteresowanie kontrahentów posiadaniem w swoich portfelach papierów wartościowych wyemitowanych w innych krajach strefy euro.

#### **MODEL BANKÓW KORESPONDENTÓW (CCBM)**

CCBM jest nadal głównym kanałem transferu zabezpieczeń transgranicznych. W 2004 r. za pomocą tego modelu dostarczono bankom Eurosystemu 35,37% wszystkich zabezpieczeń. Wartość takich aktywów znajdujących się w bankach wzrosła z 259 mld euro na koniec 2003 r. do 298 mld euro na koniec 2004 r.

Na początku 2004 r., krajowe banki centralne w wyniku rozszerzeń wprowadzonych w 2003 r., osiągnęły cel, jakim było skrócenie wewnętrznych procedur CCBM do godziny pod warunkiem, że strony transakcji (i ich banki powiernicze) poprawnie złożyły zlecenia. Eurosystem szuka obecnie możliwości dalszych udoskonaleń i alternatywnych rozwiązań, które zapewnią wydajne i bezpieczne wykorzystanie zabezpieczeń transgranicznych.

Banki powiernicze często odgrywają ważną rolę w łańcuchu przetwarzania CCBM, ponieważ dostarczają zabezpieczenia w imieniu stron transakcji. W styczniu 2004 r. wdrożone zostały

„najlepsze praktyki” banków powierniczych korzystających z modelu CCBM, opracowane przez największe europejskie stowarzyszenia sektora kredytowego w celu optymalizacji wydajności modelu. Duże znaczenie miało również zaangażowanie uczestników rynku we wdrażanie tych praktyk, co umożliwiło krajowym bankom centralnym realizację wewnętrznych procedur CCBM w ciągu godziny. Czas ten może się niekiedy wydłużyć, na przykład w godzinach największego natężenia ruchu.

#### **KWALIFIKOWANE POŁĄCZENIA MIĘDZY SYSTEMAMI ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**

Systemy rozrachunku papierów wartościowych (SSS) mogą być ze sobą połączone na mocy uzgodnień umownych i operacyjnych, w celu umożliwienia transgranicznych transferów kwalifikowanych papierów wartościowych. Papiery przekazane przez takie połączenie do innego systemu SSS można wykorzystać, zgodnie z lokalnymi procedurami, w taki sam sposób, jak zabezpieczenia krajowe. Obecnie istnieje 59 połączeń udostępnionych stronom transakcji, z których tylko niektóre są aktywnie wykorzystywane do transferów związanych z operacjami kredytowymi Eurosystemu. Połączenia te obejmują tylko część strefy euro. Mogą być stosowane w operacjach kredytowych Eurosystemu, jeżeli są zgodne z dziewięcioma standardami jego użytkowników<sup>3</sup>, które dotyczą głównie wymagań banków centralnych w zakresie rozliczania operacji w systemach SSS. Eurosystem ocenia nowe połączenia lub usprawnione kwalifikowane połączenia według tych standardów. W 2004 r. trzy kwalifikowane połączenia zostały usprawnione i pozytywnie zweryfikowane.

Wartość zabezpieczeń ustanowionych za pośrednictwem połączeń wzrosła z 46 mld euro w grudniu 2003 r. do 72 mld euro w grudniu 2004 r., lecz stanowiła tylko 8,5% całkowitej wartości zabezpieczeń transgranicznych i krajowych obsługiwanych przez Eurosystem.

3 „Standards for use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, styczeń 1998 r.

## 3 BANKNOTY I MONETY

### 3.1 BANKNOTY I MONETY W OBIEGU

#### ZAPOTRZEBOWANIE NA BANKNOTY I MONETY EURO

W 2004 r. wartość banknotów euro znajdujących się w obiegu wzrosła o 15,0%, z 436,1 mld euro do 501,3 mld euro (w 2003 r. wskaźnik wzrostu wynosił 22%). Liczba banknotów euro zwiększyła się natomiast o 6,8% (w porównaniu z 10,1% w 2003 r.), z 9,0 mld do 9,7 mld. Wykres 37 przedstawia wzrost wartości banknotów walut krajowych i euro znajdujących się w obiegu pomiędzy 2000 r. a 2004 r., a Wykres 38 – wzrost liczby banknotów euro od chwili ich wprowadzenia.

Od przejścia z walut krajowych na euro wartość banknotów w obiegu rośnie szybciej niż ich liczba, z czym wiąże się wyjątkowo duży wzrost liczby banknotów o wysokich nominałach. Na Wykresie 39 przedstawiono zmiany liczby banknotów euro w obiegu według nominałów pomiędzy 2002 r. a 2004 r. W 2004 r. najsilniej (o 28,4%) wzrosło zapotrzebowanie na banknoty o nominale 500 euro. Odnotowano również bardzo duże zapotrzebowanie na banknoty 50 i 100 euro, których liczba w obiegu zwiększyła się odpowiednio o 12,4% i 13,5%.

Od momentu wprowadzenia wspólnej waluty w 2002 r. całkowity wzrost liczby banknotów o nominałach 5, 10 i 200 euro w obiegu był bardzo umiarkowany, choć jego wskaźniki

w poszczególnych krajach okazały się zróżnicowane. Tylko podczas sezonowych szczytów zaobserwowano silny wzrost popytu na banknoty o nominale 5, 10 i 20 euro, czyli na banknoty używane głównie w codziennych transakcjach gotówkowych. Zapotrzebowanie na banknoty 50 euro wyraźnie wzrosło, wykazując również silne wahania sezonowe. Z kolei banknoty o nominałach 5 i 100 euro podlegały umiarkowanym wahanom sezonowym, natomiast w przypadku banknotów 200 i 500 euro nie odnotowano sezonowości. Jest oczywiste, że utrzymujący się wzrost zapotrzebowania na te nominały nie wynika wyłącznie z transakcji dokonywanych w strefie euro, lecz również z innych przyczyn, takich jak rosnący popyt międzynarodowy na banknoty euro. Z najnowszych analiz wynika, że od 10% do 15% tych banknotów w obiegu znajduje się poza strefą euro. Inną przyczyną jest gromadzenie zapasów pieniądza przez osoby prywatne. Wynika to m.in. z niskiego poziomu stóp procentowych.

W 2004 r. wartość monet euro w obiegu (tzn. wartość netto, z wyłączeniem zapasów przechowywanych przez krajowe banki centralne) wzrosła o 9,1%, z 14,1 mld euro do 15,3 mld euro. Całkowita liczba monet euro w obiegu zwiększyła się o 14,8%, osiągając 56,2 mld. Liczba ta stale rośnie od początku 2003 r., kiedy powróciła do początkowego

Wykres 37 Łączna wartość banknotów w obiegu w latach 2000-2004

(mld euro)



Źródło: EBC.

Wykres 38 Łączna liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2004

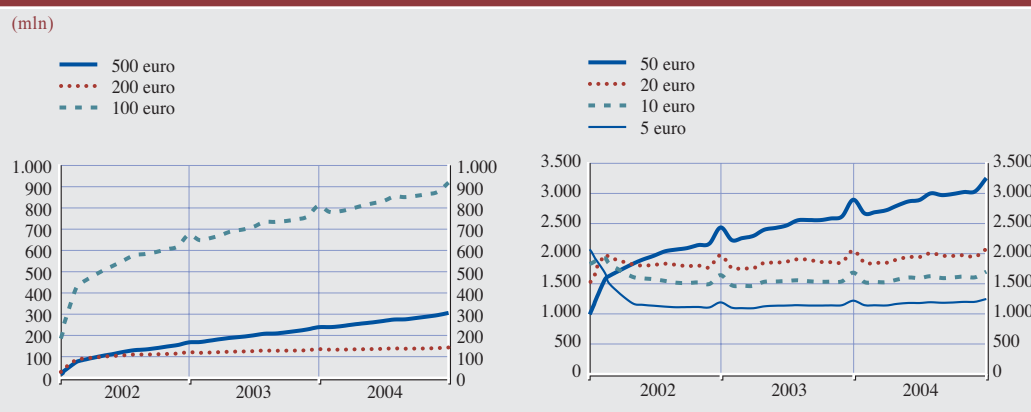
(mld)



Źródło: EBC.



Wykres 39 Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2004



Źródło: EBC.

poziomu 40,4 mld monet wyemitowanych podczas przejścia z waluty krajowej na euro.

#### OBRÓT BANKNOTAMI W EUROSISTEMIE

Od drugiego kwartału 2002 r. wskaźnik depozytów i wypłat banknotów euro był dość stabilny we wszystkich krajowych bankach centralnych strefy euro. Wahania miesięcznych sum depozytów i wypłat wynikały głównie z sezonowych wahań zapotrzebowania na banknoty.

W 2004 r. przez krajowe banki centralne strefy euro przeszło 29,4 mld euro, podobnie jak w 2003 r. Od stycznia do grudnia 2004 r. wyemitowano ogółem 30,4 mld banknotów, z czego 29,4 mld wróciło do krajowych banków centralnych. Częstotliwość zwrotu banknotów, mierzona jako stosunek liczby banknotów zdeponowanych w bankach centralnych do liczby banknotów w obiegu, od 2002 r. utrzymywała się na względnie stabilnym poziomie, a w 2004 r. wyniosła ok. 3,4 w skali rocznej. W 2004 r. zniszczono 3,8 mld banknotów, których stan nie był zgodny ze standardami.

### 3.2 FAŁSZERSTWA I PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM BANKNOTÓW

#### FAŁSZERSTWA BANKNOTÓW EURO

Wskaźnik sfalszowanych banknotów euro, który w 2002 r. i przez większą część 2003 r.

stale wzrastał, jest obecnie stosunkowo stabilny. Od ostatniego kwartału 2003 r. do końca 2004 r. każdego miesiąca wycofywano z obiegu średnio ok. 50.000 fałszywych banknotów (sezonowe wahania pokrywały się ze zmianami liczby autentycznych banknotów w obiegu, np. w okresach wakacyjnych). Całkowita liczba fałszywych banknotów otrzymanych w 2004 r. przez krajowe centra analiz<sup>4</sup> wyniosła 594.000. Oznacza to wzrost o 7,8% w porównaniu z 2003 r. (rok wcześniej wskaźnik ten był znacznie niższy). Na Wykresie 40 przedstawiono tendencje zmiany liczby fałszywych banknotów wycofanych z obiegu w odstępach półrocznych od momentu wprowadzenia banknotów do obiegu.

Z Tabeli 14 wynika, że najczęściej fałszowane były banknoty o nominale 50 euro. Odnotowano również rosnące zainteresowanie przestępczości zorganizowanej nominalami 100, 200 i 500

Tabela 14 Fałszywe banknoty według nominalów

	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Procent	1	5	24	48
	100 euro	200 euro	500 euro	Razem
Procent	17	4	1	100

Źródło: Eurosystem.

<sup>4</sup> Centra utworzone w każdym kraju członkowskim UE, zajmujące się wstępną analizą fałszywych banknotów euro na poziomie krajowym.

euro. W minionym roku wykryto niewielką liczbę takich banknotów o ponadprzeciętnej jakości.

Falszywe banknoty (w 2004 r. było ich 594.000) stanowiły minimalny ułamek przeciętnej liczby autentycznych banknotów w obiegu (8,9 mld). Pod tym względem euro pozostaje walutą godną zaufania. Jest dobrze chronione zarówno przez zaawansowane zabezpieczenia, jak i skuteczność europejskich i krajowych organów śledczych. Nadal jednak należy zachować ostrożność. Test „feel-look-tilt” (polegający na sprawdzeniu wypukłości wydruku, wizualnej kontroli banknotu i obejrzeniu hologramów pod odpowiednim kątem) umożliwia wykrycie praktycznie każdego fałszerstwa.

#### PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM

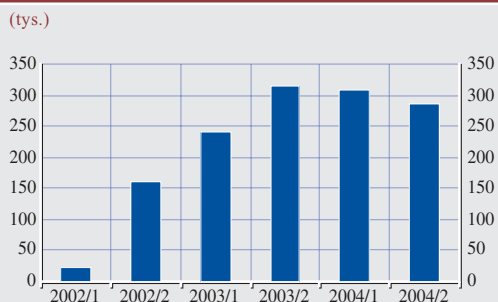
Niezależnie od współpracy z krajowymi bankami centralnymi, Europolem i Komisją Europejską (w szczególności z Europejskim Urzędem ds. Zwalczania Nadużyć Finansowych OLAF), Europejski Bank Centralny podpisał w 2004 r. umowę z Interpolem o ochronie euro i walce z fałszerstwami. Nawiązał również współpracę z bankami centralnymi dwóch krajów sąsiadujących z UE (Ukrainą i Bułgarią), a w przyszłości planuje zawarcie kolejnych takich umów. Eurosystem aktywnie uczestniczył w szkoleniu pracowników zajmujących się obrotem gotówką zarówno w Unii, jak i poza nią, w zakresie rozpoznawania



fałszywych banknotów i sposobów postępowania z nimi. Centrum Analiz ds. Fałszerstw Europejskiego Banku Centralnego i narodowe centra analiz współpracowały z policją w walce z fałszerstwami, a technicy z krajowych centrów analiz udzielali specjalistycznych porad i opracowywali raporty techniczne na wniosek organów prawnych.

Działające przy EBC Międzynarodowe Centrum Przeciwdziałania Fałszerstwom kontynuowało badanie i ocenę nowych urządzeń do reprodukcji banknotów oraz systemów przeciwdziałania fałszerstwom, wspomagając w ten sposób Grupę Banków Centralnych ds. Przeciwdziałania Fałszerstwom utworzoną przez 27 banków centralnych z całego świata.

**Wykres 40 Liczba fałszywych banknotów euro wycofanych z obiegu w latach 2002-2004**



Źródło: EBC.

### 3.3 EMISJA I PRODUKCJA BANKNOTÓW

#### ROLA EUROSISTEMU W CYKLU OBIEGU GOTÓWKI

W grudniu 2004 r. Rada Prezesów uzgodniła wspólne zasady i cele dotyczące roli i zadań Eurosystemu w cyklu obiegu gotówki. Ułatwią one utworzenie Jednolitego Europejskiego Obszaru Płatniczego (*Single Euro Payments Area*) (zob. podrozdział 3 rozdziału 3), a także

niezawodnej platformy dla partnerów Eurosystemu uczestniczących w cyklu obiegu gotówki (tzn. banków i firm zajmujących się przesyłaniem środków pieniężnych). Zgodnie z zasadą decentralizacji Rada Prezesów nie utworzyła w pełni ujednoczonego systemu usług gotówkowych w obszarze euro. Pewien stopień harmonizacji i standaryzacji pod kierunkiem EBC jest niezbędny, ale za wdrożenie procedur na poziomie krajowym odpowiadają krajowe banki centralne. Powinny one uwzględnić warunki gospodarcze kraju, strukturę banków, sieć oddziałów krajowych banków centralnych oraz względny udział płatności gotówkowych i/lub umów długoterminowych w obrotach ogółem.

#### **PODSTAWOWE ZASADY WYKRYWANIA FAŁSZYWYCH BANKNOTÓW I SORTOWANIE JAKOŚCIOWE**

Po konsultacjach z bankami i firmami zajmującymi się przekazywaniem środków pieniężnych, w grudniu 2004 r. EBC określił podstawowe zasady wykrywania fałszerstw i sortowania banknotów według jakości (tzw. sortowania jakościowego), przeznaczone dla instytucji kredytowych i innych podmiotów zajmujących się profesjonalnie obsługą znaków pieniężnych. Głównym celem tych zasad jest realizacja wspólnej polityki obsługi banknotów, a także ułatwienie wyżej wspomnianym jednostkom wykonywania zobowiązań zgodnie z Art. 6 Rozporządzenia Rady UE nr 1338/2001 w sprawie wykrywania i wycofywania fałszywych banknotów euro z obiegu. Krajowe banki centralne wprowadzą ogólne warunki zgodnie z prawem swoich krajów najpóźniej do końca 2006 r. Dwuletni okres przejściowy, który potrwa najpóźniej do końca 2007 r., umożliwi wyżej wymienionym jednostkom wprowadzenie odpowiednich procedur i maszyn.

#### **UMOWY DOTYCZĄCE PRODUKCJI BANKNOTÓW**

W 2004 r. wyprodukowano ogółem 1,6 mld banknotów, w porównaniu z 3,1 mld w 2003 r. Ten wyraźny spadek wynikał przede wszystkim z tego, że rzeczywiste zapotrzebowanie na wymianę banknotów okazało się mniejsze niż prognozowane w 2003 r.

**Tabela 15 Przydziały produkcji banknotów euro w 2004 r.**

Nominal	Ilość (mln banknotów)	KBC odpowiedzialne za produkcję
5 euro	-	-
10 euro	378	DE, FR, GR, IE, AT
20 euro	290	FR, PT
50 euro	683	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	124	IT, FI
200 euro	-	-
500 euro	124	DE, LU
Razem	1.599	

Źródło: EBC.

Od 2002 r. produkcja banknotów euro jest przydzielana krajowym bankom centralnym zgodnie ze scenariuszem zdecentralizowanej produkcji opartej na pulach. W ramach porozumienia każdy krajowy bank centralny w strefie euro odpowiada za pokrycie określonej części zapotrzebowania na banknoty o określonych nominałach. W Tabeli 15 przedstawiono przydziały produkcji na rok 2004.

Ustalenia dotyczące przyszłych zamówień na banknoty znajdują się w Wytycznych EBC/2004/18 przyjętych przez Radę Prezesów we wrześniu 2004 r. Wprowadzają one jednolitą procedurę przetargową Eurosystemu dotyczącą produkcji banknotów euro, która będzie wprowadzona w życie najpóźniej do 1 stycznia 2012 r. Banki centralne i drukarnie będą mogły się do niej przygotować w okresie przejściowym. Rozpocznie się ona nie wcześniej niż 1 stycznia 2008 r., ale jej dokładną datę ustali Rada Prezesów. Będzie ona zależała od osiągnięcia odpowiedniego poziomu zarówno pod względem liczby banków centralnych, które zgodzą się na przyjęcie procedury, jak i całkowitej liczby banknotów będącej przedmiotem przetargu.

Wytyczne te zostały opracowane zgodnie z zasadami wolnego rynku i wolnej konkurencji. Sprzyjają one efektywnemu przydzielaniu zasobów i są zgodne z europejskimi przepisami dotyczącymi konkurencji. Szczególnym celem procedury jest równe traktowanie wszystkich drukarni, które chcą uczestniczyć w przetargu

organizowanym przez Eurosystem, a także zapewnienie przejrzystości, ciągłości i bezpieczeństwa produkcji banknotów euro. Zasady przetargu przedstawione w Wytocznych mają zastosowanie do wszystkich wymogów Eurosystemu dotyczących banknotów. Banki centralne z własnymi, wewnętrznymi drukarniami lub korzystające z usług drukarni publicznych mogą nie uczestniczyć w przetargu Eurosystemu, kontynuując produkcję zgodnie z wcześniejszymi przydziałami.

#### **BANKNOTY O BARDZO NISKIM NOMINALE**

W odpowiedzi na sugestie płynące z różnych źródeł, Eurosystem przeanalizował pozytywne i negatywne aspekty ewentualnego wprowadzenia banknotów o bardzo niskich nominałach, tj. 1 i/lub 2 euro. Po długiej dyskusji i rozpatrzeniu wszystkich argumentów w listopadzie 2004 r. Rada Prezesów postanowiła, że nie zmieni decyzji podjętej w 1998 r. o nominałach banknotów euro, a w konsekwencji nie wyemituje banknotów o nominałach 1 i 2 euro. Po dogłębnym rozważeniu wszystkich argumentów przedstawionych w trakcie dyskusji, Rada Prezesów, doszła do wniosku, że ujemne strony wprowadzenia banknotów o niskim nominale przeważają nad pozytywnymi. W szczególności zdecydowały o tym takie czynniki, jak zbyt małe zapotrzebowanie na takie banknoty ze strony większości mieszkańców strefy euro, utrudnienie funkcjonowania znacznej części gospodarki, np. sektora sprzedaży detalicznej i automatów do sprzedaży, a także wysokie koszty druku i przetwarzania.

## 4 STATYSTYKA

EBC, z pomocą krajowych banków centralnych, gromadzi wiele danych statystycznych, które umożliwiają Europejskiemu Systemowi Banków Centralnych (ESBC) realizację zadań. Dane te pochodzą z właściwych urzędów krajowych lub bezpośrednio od podmiotów gospodarczych. W 2004 r., podobnie jak w latach poprzednich, dostarczanie statystyk przebiegało sprawnie. Ramowe zasady statystyki nadal doskonalono, a nowe dane statystyczne udostępniano zgodnie ze średnioterminową strategią EBC. Ponadto EBC zorganizował drugą konferencję statystyczną, poświęconą tym razem statystyce w polityce pieniężnej i gospodarczej.

W zakresie statystyki finansów publicznych nadal występują problemy, które dotyczą głównie wiarygodności danych. Ich rozwiązanie jest bardzo ważne dla wdrożenia Paktu Stabilności i Wzrostu oraz zapewnienia wiarygodności nadzoru budżetowego. Za dostarczanie takich statystyk odpowiada Eurostat, korzystając w razie potrzeby z pomocy krajowych urzędów statystycznych i krajowych banków centralnych. EBC wykorzystuje w szerokim zakresie ogólne statystyczne dane gospodarcze, z których większość jest gromadzona i zestawiana przez Eurostat. Dostarczanie takich statystyk dotyczących strefy euro pod niektórymi względami uległo dalszej poprawie. Przyspieszono publikację kwartalnych danych dotyczących PKB, zwiększono dokładność wstępnych szacunków zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP) i zwiększono dostępność krótkoterminowych wskaźników ekonomicznych. W grudniu 2004 r., uwzględniając zmiany zachodzące w ostatnich latach, EBC opublikował swoje wymagania w zakresie ogólnej statystyki ekonomicznej.

### 4.1 KOLEJNE UDOSKONALENIA PODSTAWOWYCH ZASAD STATYSTYCZNYCH DLA STREFY EURO

Mimo dotychczasowych znacznych osiągnięć w tworzeniu i rozwijaniu ramowych zasad statystycznych oraz ogólnie dobrej jakości

statystyk strefy euro, konieczne jest dalsze udoskonalanie ogólnych zasad statystycznych dla obszaru wspólnej waluty. Należy przy tym uwzględnić przyszłe przekształcenia gospodarcze i w miarę możliwości usuwać braki wykryte przez użytkowników również spoza EBC. W 2004 r. EBC rozpoczął prace nad dalszym udoskonalaniem podstawowych zasad. Ponieważ realizacja projektów statystycznych wymaga dłuższego czasu, wyników należy oczekiwać w średnim okresie.

Ważnym elementem ogólnych zasad statystycznych dla strefy euro jest system planowania i opracowywania kwartalnych rachunków narodowych według sektorów instytucjonalnych. Eurosystem opracowuje taki system wraz z Eurostatem i krajowymi urzędami statystycznymi. Obejmuje on takie sektory, jak gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, instytucje finansowe, sektor publiczny i reszta świata. Statystyki będą informować o współzależnościach pomiędzy tymi sektorami, a także pomiędzy transakcjami finansowymi a niefinansowymi. Wystarczająco długie szeregi czasowe takich rachunków sektorowych, publikowanych zaraz po zakończeniu okresu referencyjnego, umożliwiają śledzenie wpływu impulsów polityki pieniężnej z sektora finansowego na sektor niefinansowy w strefie euro. Ułatwiają one również analizę skutków wstrząsów gospodarczych w strefie euro, a także wiele innych analiz. Kwartalne rachunki narodowe sektora publicznego zawierają ponadto różne podstawowe wskaźniki niezbędne do analizy koniunktury gospodarczej i tworzenia prognoz.

Do przepisów UE włączono międzynarodowy standard rachunkowości IAS 39 (*International Accounting Standard 39*) dotyczący instrumentów finansowych. Od 1 stycznia 2005 r. nowy przepis obowiązuje wszystkie spółki notowane na giełdzie. W związku z tym, w celu zachowania bazy pojęciowej statystyki pieniężnej, konieczna była modyfikacja przepisów dotyczących skonsolidowanego bilansu sektora monetarnych instytucji finansowych (ECB/2001/13). Wprowadzające

poprawki rozporządzenie EBC/2004/21, które weszło w życie 1 stycznia 2005 r., gwarantuje, że monetarne instytucje finansowe nadal będą przedstawiać w swoich sprawozdaniach nominalne wartości kredytów i depozytów, bez względu na konkretny formularz, w którym ostatecznie uwzględniono IAS 39, czy ewentualne późniejsze zmiany w przepisach prawnych UE.

#### 4.2 NOWE LUB ROZSZERZONE STATYSTYKI

W 2004 r. EBC zaczął publikować nowe dane statystyczne dotyczące polityki pieniężnej i innych zadań ESBC, ogólnie pojętej polityki gospodarczej, uczestników rynku oraz szeroko rozumianej społeczności.

Wiosną 2004 r. EBC wraz z Komisją Europejską po raz pierwszy zaprezentował miesięczne dane statystyczne dotyczące długoterminowych stóp procentowych w dziesięciu nowych państwach członkowskich UE. Są one niezbędne do oceny osiągniętego stopnia konwergencji, od którego zależy przystąpienie tych krajów do Unii Gospodarczej i Walutowej (EMU). Od czerwca 2004 r. EBC publikuje co miesiąc dane monetarne dotyczące bilansu płatniczego strefy euro. EBC i Eurostat przedstawiły raport dotyczący zagranicznych inwestycji bezpośrednich, w którym zaproponowały udoskonalone metody opracowywania danych. Obecnie dostępne są kwartalne statystyki dotyczące bilansu płatniczego obszaru euro od roku 1980. W statystykach efektywnych kursów euro uaktualniono wagi transakcji używane do obliczania wskaźników i rozszerzono zakres geograficzny, a od września 2004 r. publikowana jest nowa seria. Dane statystyczne dotyczące przepływów i zasobów akcji (dopuszczonych do obrotu) przedsiębiorstw strefy euro są obecnie publikowane w cyklu miesięcznym. Obejmują one wszystkie akcje dopuszczone do obrotu, wyemitowane przez rezydentów strefy euro i informują o wielkości emisji brutto, wykupie oraz akcjach znajdujących się w obiegu.



W ramach planu działania Rady ECOFIN w sprawie wymagań statystycznych Unii Gospodarczej i Walutowej, EBC udostępnił w 2004 r. kompletny zestaw kwartalnych rachunków finansowych i niefinansowych sektora publicznego. Rozpoczęto również prace nad włączeniem tych danych statystycznych do kwartalnych rachunków narodowych według sektorów instytucjonalnych.

W 2004 r. EBC zmodyfikował również swoje przepisy prawne, aby ułatwić publikację nowych danych statystycznych w przyszłości. Wytyczne i zalecenia EBC w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej w zakresie bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, a także kwestionariusz rezerw międzynarodowych, zostały sprawdzone i poprawione. W styczniu 2005 r. EBC zaczął publikować rozszerzone statystyki w tym zakresie, z uwzględnieniem podziału geograficznego. Opracował również wytyczne dotyczące statystyk bilansu płatniczego monetarnych instytucji finansowych w związku z rozszerzeniem UE, w spójny i zrozumiały sposób przedstawiające wymagania i standardy określone w rozporządzeniu EBC/2003/10.

W 2004 r. podjęto działania w celu szerszego rozpowszechnienia i lepszego udostępnienia statystyk. Zarówno Biuletyn Miesięczny EBC, publikowany w nowej formie od stycznia 2004 r., jak i nowa wersja serwisu internetowego

Europejskiego Banku Centralnego udostępniona w lipcu 2004 r., zawierają obszerne rozdziały poświęcone statystyce.

### **4.3 STATYSTYKA FINANSÓW PUBLICZNYCH**

W 2004 r. pojawiło się poważne obawy o wiarygodność statystyk przeznaczonych dla instytucji nadzoru budżetowego działających w ramach Traktatu UE oraz Paktu Stabilności i Wzrostu. EBC w pełni poparł oświadczenie o należytych standardach w statystyce wydane po nieformalnym spotkaniu Rady ECOFIN w Scheveningen 11 września 2004 r. Standardy te powinny umacniać niezależność, integralność i wiarygodność krajowych urzędów statystycznych. Na tym polu EBC ściśle współpracuje z Komisją Europejską, w szczególności z Komitetem ds. Statystyki Monetarnej, Finansowej oraz Bilansu Płatniczego (CMFB), którego członkami są doświadczeni statystycy zajmujący wyższe stanowiska w Eurostacie, krajowych urzędach statystycznych, krajowych bankach centralnych i EBC. Wdrożenie wytycznych EBC dotyczących statystyki finansów publicznych, przyjętych przez Radę Prezesów w lutym 2005 r., poprawi jakość zagregowanych sprawozdań finansowych krajów strefy euro. Będzie również jeszcze jednym krokiem na drodze do podniesienia standardów jakościowych i zapewnienia większej kompletności danych finansowych sektora publicznego, co ułatwi jego nadzór fiskalny.

## 5 BADANIA EKONOMICZNE

Celem badań ekonomicznych prowadzonych przez EBC jest budowanie solidnych podstaw pojęciowych i empirycznych dla polityki gospodarczej. Badania prowadzone w ramach Eurosystemu mają zatem na celu poszerzenie wiedzy na temat funkcjonowania gospodarki strefy euro oraz dostarczanie danych analitycznych, modeli i innych narzędzi wspomagających realizację polityki monetarnej EBC oraz innych zadań Eurosystemu.

Pięć lat po swoim powstaniu EBC zwrócił się do trzech niezależnych ekspertów zewnętrznych o ocenę prowadzonych przez siebie badań zgodnie z wysokimi standardami naukowymi. Ekspertów poproszono również o określenie, w jakim stopniu trwające od 1998 r. badania przyczyniały się do realizacji zadań Banku. Raport ekspertów<sup>5</sup>, dostępny w serwisie internetowym Europejskiego Banku Centralnego, ogólnie ocenia te badania pozytywnie pod względem jakości naukowej i wartości dodanej, znaczenia dla polityki pieniężnej oraz innych zadań i funkcji EBC, a także pod względem wpływu na społeczność akademicką i inne instytucje odpowiedzialne za politykę gospodarczą. Zgodnie z zaleceniami eksperci opracowali również wiele zaleceń w celu dalszego usprawnienia prac badawczych. Dotyczyły one pięciu obszarów: zachęt dla pracowników w celu poprawy jakości badań, długoterminowego zarządzania kapitałem ludzkim, prowadzenia i koordynowania prac badawczych w różnych obszarach działalności EBC, wspierania badań naukowych, a także komunikowania i rozpowszechniania ich wyników. Wiele proponowanych udoskonaleń pokrywało się z własną oceną EBC, a w celu ich wdrożenia podjęto już odpowiednie środki.

### 5.1 PROGRAM BADAŃ

Program badań zrealizowany w 2004 r. można podzielić na sześć głównych obszarów: makroekonomia i ekonomia pieniądza, makroekonomia i finanse międzynarodowe, stabilność finansowa, integracja finansowa, makroekonometryczne modele strefy euro oraz

ogólne zagadnienia ekonomiczne i strukturalne. Podjęto również wiele badań dotyczących rozszerzenia strefy euro oraz gospodarek nowych państw członkowskich UE. Były one związane z przygotowaniem do kolejnego rozszerzenia strefy euro i dotyczyły w szczególności narzędzi analitycznych służących do tworzenia prognoz makroekonomicznych.

Większość wyników badań przeprowadzonych przez lub we współpracy z EBC opublikowano w serii dokumentów roboczych (*Working Papers*) EBC oraz częściowo w serii dokumentów okolicznościowych (*Occasional Papers*). Były one również prezentowane na wielu konferencjach i warsztatach. W 2004 r. opublikowano 126 dokumentów roboczych EBC (w porównaniu z 97 w 2003 r.). Co więcej, wiele spośród dokumentów z wydawanej od 1999 r. serii *Working Papers*, doczekało się lub wkrótce doczeka przedruku w periodykach akademickich (130) lub w formie książkowej (30). Biorąc pod uwagę znaczne opóźnienia w cyklu wydawniczym wynikające z faktu, że autorzy wzajemnie recenzują swoje artykuły, w 2005 r. ten wysoki już wskaźnik jeszcze bardziej wzrośnie. Jak wynika z Wykresu 41, badania EBC skupiają się głównie na tematyce związanej z polityką gospodarczą. Na wykresie dokumenty robocze EBC (*Working papers*) zostały pogrupowane według poruszanej w nich problematyki, zgodnie z klasyfikacją stosowaną przez System klasyfikacji literatury ekonomicznej (*Journal of Economic Literature*). Najczęściej poruszonym w serii tematem jest „makroekonomia i ekonomia pieniądza”, a na kolejnych miejscach znalazły się „metody matematyczne i ilościowe” oraz „ekonomia finansowa i międzynarodowa”.

W roku 2004 EBC zorganizował kilka konferencji i warsztatów. Trzecia konferencja EBC o bankowości centralnej, pod hasłem „Nowe państwa członkowskie UE: konwergencja i stabilność” (*The new EU*

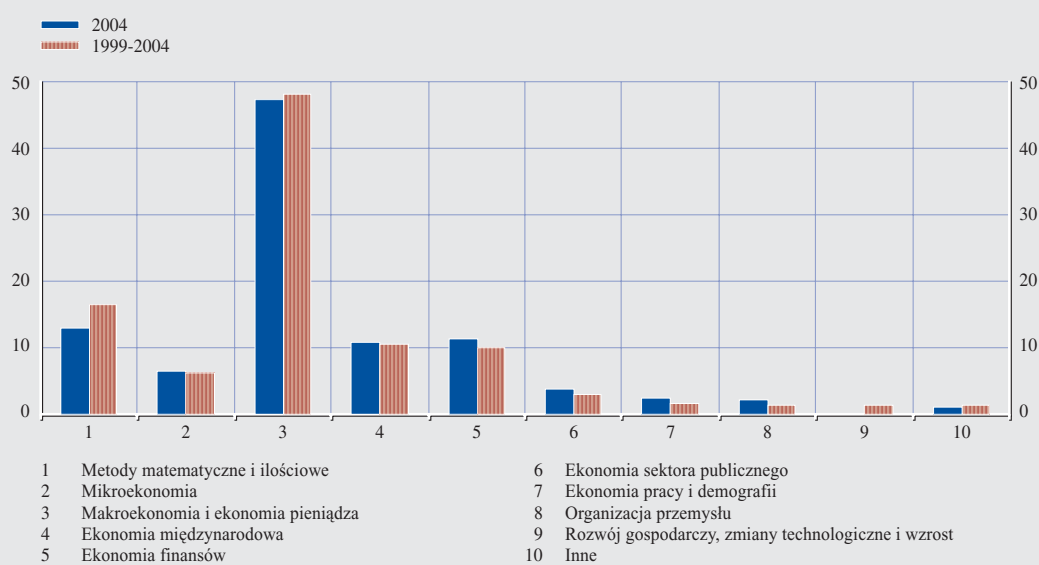
5 M. Goodfriend, R. König i R. Repullo: „External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank”, 2004.





Wykres 4I Seria dokumentów roboczych EBC. System klasyfikacji literatury ekonomicznej

(w procentach)



Źródło: EBC.

*Member States: convergence and stability*), obejmowała trzy główne tematy: transformację gospodarczą i strukturalną, powiązania międzynarodowe i wyniki makroekonomiczne oraz dostosowanie makroekonomiczne nowych państw członkowskich UE. Wraz z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych i bankami centralnymi krajów z grupy G10, Europejski Bank Centralny rozpoczął wydawanie nowej publikacji pod tytułem „International Journal of Central Banking” [Międzynarodowy Biuletyn Bankowości Centralnej] (zob. rozdział 6).

## 5.2 SIECI BADAWCZE

Wiele badań EBC jest prowadzonych w ramach zorganizowanych sieci [zespołów badawczych], które skupiają specjalistów wspólnie realizujących szerokie, wielokierunkowe projekty badawcze. Wśród specjalistów znajdują się ekonomiści z EBC, krajowych banków centralnych strefy euro i innych banków centralnych, przedstawiciele instytucji zajmujących się polityką gospodarczą oraz przedstawiciele świata akademickiego. EBC,

samodzielnie lub we współpracy z innymi instytucjami, oferuje tym zespołom wsparcie koordynacyjne i organizacyjne.

Sieć Badawcza ds. Uporczywości Inflacji w Eurosystemie (*Eurosystem Inflation Persistence Network*), skupiająca specjalistów z EBC oraz wszystkich banków centralnych Eurosystemu, została utworzona w 2003 r. w celu analizowania dynamiki inflacji w strefie euro i gospodarkach narodowych. W badaniach nad tym zjawiskiem wykorzystuje się wiele danych, w tym dane indywidualne i sektorowe dotyczące cen konsumpcyjnych i cen producentów, makroekonomiczne stopy inflacji i wyniki badań ankietowych. Ostateczne wyniki analiz spodziewane są w 2005 r. W 2004 r. wykonano dużą część analiz empirycznych, a pewna część wyników została opublikowana w serii dokumentów roboczych EBC (*Working Papers*), wywołując odzew społeczności akademickiej. Wybrane wyniki zostały ponadto przedstawione na kilku międzynarodowych warsztatach i konferencjach, w tym na konferencji w siedzibie EBC zorganizowanej przez sieć badawczą EIPN w grudniu 2004 r.

Reakcje i komentarze uzyskane w trakcie tych spotkań zostaną wykorzystane w końcowej fazie analiz. Dotychczasowe badania prowadzone przez sieć wykazały, że ceny produktów i usług konsumpcyjnych przeznaczonych dla klientów indywidualnych zmieniają się w strefie euro stosunkowo rzadko, średnio raz w roku. Korekty cen są najczęściej duże i prawie równo rozkładają się na wzrosty i spadki. Sztywne ceny występują znacznie częściej w przypadku usług niż towarów i jest ich średnio więcej w krajach strefy euro niż w Stanach Zjednoczonych. Z badań sieci wynika również, że uporczywość inflacji może zależeć od realizowanej polityki inflacyjnej i pieniężnej, i że, jeśli pozostałe czynniki pozostają bez zmian, jest ona zwykle niższa, gdy oczekiwania stabilności cen mają solidne podstawy w gospodarce.

Sieć Badawcza ds. Cyklu Koniunkturalnego w Strefie Euro (*Euro Area Business-Cycle Network*), utworzona we współpracy z Centrum Badań Polityki Ekonomicznej (*Centre for Economic Policy Research – CEPR*), pełni funkcję forum badań nad tym zagadnieniem. W jej pracach uczestniczą przedstawiciele środowiska akademickiego, banków centralnych i innych instytucji odpowiedzialnych za politykę gospodarczą. W 2004 r. sieć zorganizowała drugie szkolenie dotyczące modeli czynników i metodologii analizy cyklu koniunkturalnego, które odbyło się w banku Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i na Uniwersytecie Bocconi. Przeprowadzono również dwie sesje warsztatów. Pierwsza z nich poświęcona była cykлом koniunkturalnym w nowych państwach członkowskich UE i krajach kandydujących i odbyła się w Oesterreichische Nationalbank; druga, której tematem były najnowsze postępy w metodzie łącznego prognozowania – w Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Od początku 2004 r. znaczna część wyników badań sieci EABCN jest przedstawiana w nowej serii materiałów dyskusyjnych publikowanej wspólnie z CEPR.



W 2002 r. EBC i Centrum Badań Finansowych (*Centre for Financial Studies – CFS*) utworzyły Sieć Badawczą ds. Badania Rynków Kapitałowych i Integracji Kapitałowej w Europie (*Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*). Celem tej sieci jest promowanie badań dotyczących polityki gospodarczej w zakresie integracji europejskich systemów finansowych oraz ich powiązań międzynarodowych. Pierwsze dwa lata działalności sieci zostały podsumowane na zorganizowanym we Frankfurcie nad Menem symposium w maju 2004 r. (zob. Ramka 12). EBC i CFS zdecydowały, że będą kontynuować działalność sieci do 2007 r., rozszerzając jej zakres o trzy priorytetowe obszary: (a) związek między integracją finansową a stabilnością finansową, (b) przystąpienie nowych krajów do UE, rozwój finansowy i integracja finansowa oraz (c) modernizacja systemu finansowego i wzrost gospodarczy w Europie. Obszary te obejmie również uruchomiony w ramach sieci program badawczy „*Lamfalussy Fellowship*”.

### 5.3 MODELE MAKROEKONOMETRYCZNE DLA STREFY EURO

W 2004 r. ważnym wydarzeniem w dziedzinie modeli makroekonometrycznych było rozpoczęcie prac nad nową generacją Modelu EBC dla całej strefy euro (*Area-Wide Model*).

Obecnie jest on dostosowywany do najnowszych trendów w teoriach makroekonomicznych i metodach szacunkowych. W odróżnieniu od wcześniejszych modeli makroekonometrycznych, modele nowej generacji, znane jako dynamiczne modele stochastyczne równowagi ogólnej, opierają się w znacznie większym stopniu na podstawach mikroekonomicznych. Dzięki badaniom podjętym przez EBC są one dziś wystarczająco rozbudowane, aby można je było wykorzystać w polityce gospodarczej<sup>6</sup>. Szybko stają się standardem w analizach tej polityki i są coraz częściej używane przez banki centralne oraz organizacje odpowiedzialne za politykę gospodarczą przy konstruowaniu prognoz. Aby ułatwić budowę modelu *Area-Wide*, EBC utworzył forum współpracy z Radą Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej i Międzynarodowym Funduszem Walutowym – instytucjami, które tworzą i wykorzystują podobne modele. EBC i System Rezerwy Federalnej współpracują ze sobą za pośrednictwem Międzynarodowego Forum Badań Polityki Pieniężnej (*International Research Forum on Monetary Policy*), które promuje badania nad polityką pieniężną o znaczeniu globalnym. Prace techniczne nad *Area-Wide Model* będą prawdopodobnie kontynuowane przez cały rok 2005, a ich ostateczne rezultaty zostaną przedstawione na otwartej konferencji.

6 Pracownicy Eurosystemu wnieśli duży wkład w rozwój tych modeli. Zob. F. Smets i R. Wouters, „An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area”, ECB Working Paper 171, opublikowany w *Journal of the European Economic Association*, numer 5, 2003, tom 1, s. 1123-1175. Europejskie Stowarzyszenie Ekonomiczne (*European Economic Association*) przyznało tej pracy prestiżową nagrodę Hicks-Tinbergen Medal za wybitne osiągnięcia badawcze.

## 6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA

### 6.1 PRZESTRZEGANIE ZAKAZU FINANSOWANIA I UPRIWILEJOWANEGO DOSTĘPU

Zgodnie z Art. 237 (d) Traktatu, EBC jest odpowiedzialny za monitorowanie 25 krajowych banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej oraz EBC w zakresie realizacji zadań określonych w Artykułach 101 i 102 Traktatu i w Rozporządzeniach Rady (WE) nr 3603/93 i 3604/93. Artykuł 101 zabrania EBC i krajowym bankom centralnym udzielania kredytów w rachunku bieżącym i wszelkich innych kredytów władzom państwowym bądź instytucjom i organom Wspólnoty, a także nabywania bezpośrednio od nich instrumentów dłużnych. Artykuł 102 zakazuje stosowania wszelkich środków, które nie wynikają z przesłanek ostrożnościowych, przewidujących uprzywilejowany dostęp władz państwowych oraz instytucji i organów Wspólnoty do instytucji finansowych. Przestrzeganie powyższych postanowień przez państwa członkowskie UE równoległe z EBC monitoruje Komisja Europejska.

EBC monitoruje ponadto dokonywane na rynku wtórnym przez banki centralne państw UE zakupy instrumentów dłużnych emitowanych przez sektor publiczny zarówno swojego kraju, jak i innych państw członkowskich. Zgodnie z postanowieniami wstępnymi Rozporządzenia Rady (WE) nr 3603/93, nabycie instrumentów dłużnych sektora publicznego na rynku wtórnym nie może zostać wykorzystane do obejścia Artykułu 101 Traktatu. Zakupy te nie powinny stać się formą pośredniego finansowania sektora publicznego.

### 6.2 FUNKCJE DORADCZE

Zgodnie z Artykułem 105(4) Traktatu oraz Artykułem 4 Statutu ESBC, odpowiednie instytucje Wspólnoty oraz odnośne organy krajowe<sup>7</sup> mają obowiązek zasięgać opinii EBC w zakresie wszelkich proponowanych zmian ustawodawczych na poziomie Wspólnoty lub poszczególnych krajów, wchodzących

w zakres kompetencji EBC. Ograniczenia i warunki dotyczące udzielania przez EBC konsultacji organom krajowym w związku z projektami ustawodawczymi zostały określone w Decyzji Rady 98/415/WE z 29 czerwca 1998 r. Wszystkie opinie wydane przez EBC są zamieszczane w serwisie internetowym EBC. Od stycznia 2005 r. opinie dotyczące krajowych projektów ustawodawczych są z reguły publikowane natychmiast po ich ogłoszeniu i przekazaniu właściwym organom, jak miało to miejsce w przypadku opinii dotyczących projektów ustawodawczych UE.

W 2004 r. konsultowano się w 41 sprawach (32 wnioski organów krajowych i 9 Rady UE). Lista opinii wydanych w 2004 r. znajduje się w aneksie do niniejszego Raportu. Poniżej przedstawiono najważniejsze opinie wydane na wnioski organów krajowych.

Wiele państw członkowskich UE, w szczególności Węgry i Włochy, zasięgało opinii EBC w sprawie propozycji ustawodawczych, które zdaniem EBC wymagały modyfikacji w celu zapewnienia zgodności statutów krajowych banków centralnych z postanowieniami Traktatu i Statutu ESBC mówiącymi o niezależności banków centralnych, w tym osobistej niezależności członków organów decyzyjnych tychże banków<sup>8</sup>.

EBC przekazał swoją opinię Włochom, Holandii i Słowacji w sprawie znaczących reform ustawodawstwa dotyczących systemu nadzoru finansowego. EBC przeanalizował nowe projekty przepisów zaproponowane przez Włochy i Holandię, oparte na modelu podwójnego nadzoru finansowego, w którym krajowy bank centralny odpowiadałby za nadzór ostrożnościowy nad całym sektorem

<sup>7</sup> Zgodnie z Protokołem w sprawie niektórych postanowień dotyczących Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej, stanowiącym załącznik do Traktatu, Artykuł 105 (4) Traktatu oraz Artykuł 4 Statutu ESBC nie mają zastosowania w przypadku Zjednoczonego Królestwa. Zobowiązanie do zasięgnięcia opinii EBC nie obejmuje więc organów władz krajowych Zjednoczonego Królestwa.

<sup>8</sup> CON/2004/16; CON/2004/35.

finansowym, natomiast krajowe organy zajmujące się rynkami finansowymi – za nadzorowanie rynków<sup>9</sup>. EBC z aprobatą przyjął zaproponowane w obu krajach rozwiązania instytucjonalne, zaznaczając w swojej opinii dotyczącej propozycji holenderskiej, że podejście takie bierze pod uwagę odrębną specyfikę obu celów tzn. stabilność finansową i ochronę inwestorów, w obliczu rosnącego ryzyka systemowego wynikającego z bliższych związków pomiędzy instytucjami kredytowymi, towarzystwami ubezpieczeniowymi, firmami inwestycyjnymi a funduszami emerytalnymi. Zdaniem EBC, zaproponowane przez Słowację rozszerzenie uprawnień nadzorczych krajowego banku centralnego w takim stopniu, że ponosiłby on bezpośrednią i pełną odpowiedzialność za nadzorowanie całego rynku finansowego kraju, doprowadziłoby do utworzenia struktury nadzorczej, która byłaby całkowicie zgodna z zadaniami narodowego banku centralnego związanymi z ESBC, choć byłby to jedyny taki przypadek w UE<sup>10</sup>.

Konsultacje Belgii dotyczyły tzw. podatku Tobina, który miałby zostać nałożony na wszystkie transakcje walutowe w Belgii, o ile inne państwa członkowskie UE lub cała Wspólnota wprowadziłyby podobne przepisy<sup>11</sup>. EBC docenił wprawdzie intencje autorów tego projektu, stwierdził jednak, że gospodarcze i monetarne korzyści z takiego podatku byłyby bardzo wątpliwe. Ponadto podatek ten, w postaci proponowanej przez Belgię, byłby niezgodny z Artykułem 56 Traktatu dotyczącym swobodnego przepływu kapitału i płatności w ramach państw członkowskich, a także pomiędzy nimi a państwami spoza UE.

EBC udzielił również konsultacji Francji. Dotyczyła ona projektu ustawy umożliwiającej instytucjom kredytowym udzielanie kredytów indeksowanych stopą inflacji<sup>12</sup>. EBC wyraził zrozumienie dla celu, jakim jest rozszerzenie wolności zawierania umów i ułatwienie podmiotom gospodarczym zabezpieczania się przed ryzykiem inflacji. Podkreślił jednak, że szerokie zastosowanie klauzuli indeksacji mogłoby wywołać poważne problemy,

ponieważ powszechna indeksacja płac i cen mogłaby nadmiernie usztywnić ceny, a w późniejszym okresie – napędzić spiralę inflacji.

Ponadto EBC wydał opinię, zgodnie z Artykułem 112(2)(b) Traktatu i Artykułem 11.2 Statutu ESBC, dotyczącą zaleceń Rady UE w sprawie powołania nowego członka Zarządu EBC.

### **6.3 ADMINISTROWANIE OPERACJAMI UDZIELANIA I ZACIĄGANIA KREDYTÓW PRZEZ WSPÓLNOTĘ EUROPEJSKĄ**

Zgodnie z Artykułem 123(2) Traktatu oraz Artykułem 9 Rozporządzenia Rady (EC) nr 332/2002 z 18 lutego 2002 r., EBC nadal odpowiada za administrowanie operacjami udzielania i zaciągania kredytów przez Wspólnotę Europejską w ramach Mechanizmu Średnioterminowej Pomocy Finansowej. W 2004 r. EBC nie wykonał żadnych zadań administracyjnych. Na koniec 2003 r. nie odnotowano zaległych zobowiązań ani nieuregulowanych należności, a w 2004 r. nie zainicjowano żadnych nowych operacji.

9 CON/2004/16; CON/2004/21.

10 CON/2004/31.

11 CON/2004/34.

12 CON/2004/20.

**USŁUGI ZARZĄDZANIA REZERWAMI W EUROSYSSTEMIE**

W 2004 r. Eurosystem ukończył rozpoczęte w 2003 r. prace nad nowym systemem świadczenia kompleksowego zestawu usług zarządzania rezerwami w euro na rzecz banków centralnych, władz monetarnych i instytucji rządowych zlokalizowanych poza strefą euro, a także organizacji międzynarodowych. Nowy system, opracowany w odpowiedzi na coraz powszechniejsze wykorzystanie euro jako międzynarodowej waluty rezerwowej, stworzono na podstawie dotychczasowych, zaawansowanych usług zarządzania rezerwami oraz doświadczenia poszczególnych banków centralnych Eurosystemu. Usługi te obejmują zakres od udostępniania rachunków powierniczych i związanych z tym usług przechowywania i rozrachunku, aż po usługi gotówkowe i inwestycyjne. Przykładowe podstawowe usługi w ramach nowego systemu obejmują: (a) świadczenie automatycznej usługi inwestycji typu *overnight* umożliwiającej klientom inwestowanie środków bezpośrednio u usługodawcy i/lub na rynku, na atrakcyjnych warunkach, (b) ułatwienie dostępu do automatycznych programów pożyczania papierów wartościowych oraz (c) realizację zleceń indywidualnych i stałych, zgodnie ze szczegółowo określonymi preferencjami inwestycyjnymi klientów.

Jednym z najważniejszych aspektów nowego systemu jest świadczenie wysokiej jakości usług w zakresie rezerw denominowanych w euro będących w posiadaniu klientów, za pośrednictwem pojedynczego punktu dostępu w strefie euro. Koncepcja ta jest porównywalna do sposobu, w jaki usługi zarządzania rezerwami są oferowane przez wiodące banki centralne na świecie. Poszczególne banki centralne Eurosystemu, które funkcjonują jako pojedyncze punkty dostępu, znane są jako „Usługodawcy Eurosystemu” i oferują kompletny zestaw usług zarządzania rezerwami objęty nowym systemem. W wyniku wdrożenia koncepcji pojedynczego punktu dostępu klienci mogą obecnie dokonywać rozrachunku i bezpiecznie przechowywać szeroką gamę papierów wartościowych denominowanych w euro o stałym dochodzie, emitowanych w całej strefie euro, używając jednego rachunku powierniczego. Osiągnięto wysoki poziom harmonizacji, w wyniku której każdy usługodawca Eurosystemu oferuje ten sam zestaw usług zarządzania rezerwami na zharmonizowanych warunkach, zgodnie z ogólnymi standardami rynkowymi.

Obecnie jest sześciu usługodawców Eurosystemu: Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Banque centrale du Luxembourg i De Nederlandsche Bank. Pozostałe banki centralne Eurosystemu mogą oferować niektóre z usług objętych nowym systemem. Ponadto zarówno usługodawcy Eurosystemu, jak i pozostałe banki centralne Eurosystemu mogą indywidualnie oferować dodatkowe usługi zarządzania rezerwami w euro. EBC pełni rolę ogólnego koordynatora, zapewniając sprawne funkcjonowanie systemu.

Zgodnie ze sposobem, w jaki usługi zarządzania rezerwami były świadczone przez wiele lat, nowy system jest oparty na podstawowych zasadach zarządzania oficjalnymi rezerwami, takich jak bezpieczeństwo finansowe i prawne oraz – co najważniejsze – poufność. Usługi w zakresie zarządzania rezerwami w ramach nowego systemu są oferowane tradycyjnym klientom banków centralnych, a więc dostosowane do szczególnych potrzeb oraz spraw tych instytucji, które działają w tym samym obszarze bankowości centralnej co Eurosystem.

Nowy system, uruchomiony 1 stycznia 2005 r., będzie elastyczny i będzie podlegał koniecznym modyfikacjom, podążając za najnowszymi rozwiązaniami w sektorze finansowym i szybko odpowiadając na potrzeby klientów w zakresie kompleksowego i na bieżąco uaktualnianego zestawu usług zarządzania rezerwami w euro.





**Autor**

Jacob Dahlgren

**Tytuł**

Kraków, 2002 r.

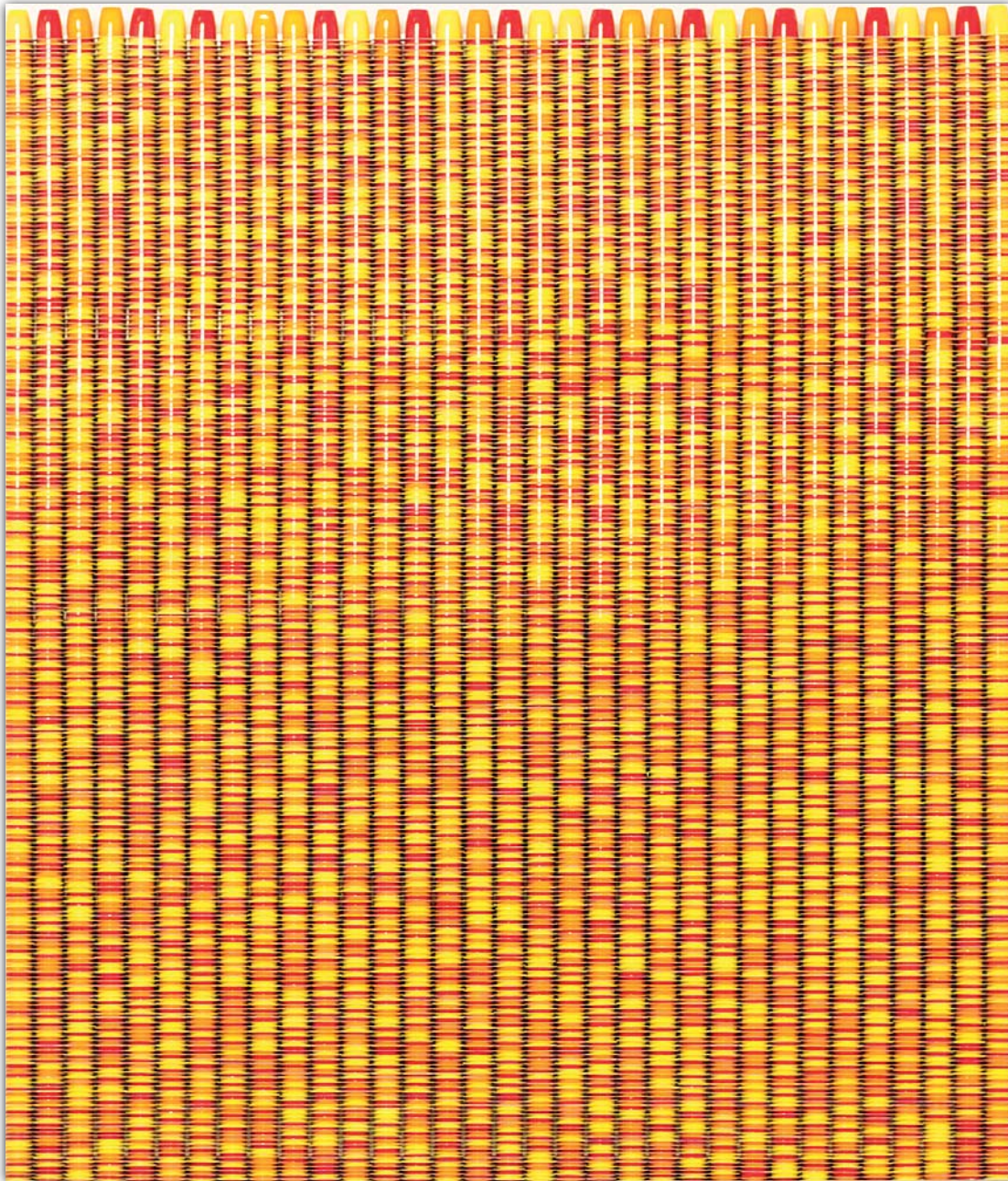
**Materiał**

kubki po jogurcie, aluminium

**Format**

184 × 184 × 10 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## ROZDZIAŁ 3

# STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA

# I STABILNOŚĆ FINANSOWA

Eurosystem wnosi wkład w sprawną realizację polityki prowadzonej przez kompetentne organy krajowe w zakresie nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi oraz w zakresie stabilności systemu finansowego. Świadczy również usługi doradcze tym organom i Komisji Europejskiej w zakresie przepisów prawnych Wspólnoty i ich wdrażania w powyższych obszarach.

## I.1 MONITOROWANIE STABILNOŚCI FINANSOWEJ

EBC, we współpracy z Komitetem Nadzoru Bankowego przy ESBC, monitoruje zagrożenia dla stabilności finansowej w celu określenia zdolności systemu finansowego do absorpcji wstrząsów<sup>1</sup>. Uwaga skupiona jest na bankach, jako że są one nadal głównymi pośrednikami w procesie transferu środków od deponentów do kredytobiorców w strefie euro, a przez to ważnym ogniwem, z którego ryzyko może przejść na cały system finansowy. Jednak z uwagi na rosnące znaczenie innych instytucji finansowych i rynków oraz ich powiązań z bankami, słabości w innych ogniwach systemu finansowego mogą zostać przeniesione na banki. Z tego względu monitoring obejmuje również procesy zachodzące w pozostałych ogniwach.

### ZMIANY CYKLICZNE

W 2004 r. zdolność systemu finansowego do absorpcji wstrząsów uległa poprawie. Instytucje finansowe odniosły korzyści z przekraczającego oczekiwania wzmocnienia aktywności w gospodarce globalnej, poprawy bilansów dużych firm i ciągłej gotowości do podejmowania ryzyka ze strony inwestorów. W rezultacie poprawie uległa rentowność banków i towarzystw ubezpieczeniowych. Jednak obserwowane wcześniej na światowych rynkach finansowych objawy słabości nadal się utrzymywały, czego powodem było postrzegane przez uczestników rynku ryzyko wzrostu długoterminowych stóp procentowych, do tej pory utrzymujących się na niskim poziomie.

W sektorze bankowym strefy euro duże banki umacniały tendencję zapoczątkowaną w 2003 r., nadal wykazując lepszą rentowność. Głównymi źródłami poprawy odnotowanej w 2004 r. były trwająca wciąż redukcja kosztów oraz mniejsze rezerwy na kredyty stracone. Wzrost rentowności objął szeroki zakres podmiotów – banki osiągające najsłabsze wyniki również zdołały poprawić swój zwrot z kapitału.

W staraniach o zwiększanie rentowności, priorytetowe znaczenie dla banków miała kontrola kosztów. Koszty zmniejszono głównie w drodze redukcji sieci oddziałów oraz zatrudnienia. Rezerwy na kredyty stracone zmniejszyły się 2004 r., podobnie jak w 2003 r. Wynikło to głównie z korzystniejszej oceny ryzyka kredytowego przez banki, ze względu na ożywienie gospodarcze. Ta zmiana oceny najprawdopodobniej odzwierciedlała oczekiwania zwiększenia rentowności sektora przedsiębiorstw i dalszego wzmocnienia bilansów dużych firm strefy euro. Jednak perspektywy dla małych i średnich przedsiębiorstw nadal były mniej korzystne niż dla dużych firm.

Pomimo poprawy rentowności, dochód odsetkowy netto – podstawowy element rentowności sektora bankowego – nadal spadał w 2004 r. Działo się tak pomimo początkowych sygnałów świadczących o wzroście akcji kredytowej dla przedsiębiorstw oraz dalszym dynamicznym wzroście kredytów dla gospodarstw domowych na zakup nieruchomości mieszkalnych. Spadek dochodów odsetkowych netto nastąpił głównie na skutek niskich stóp procentowych i spłaszczenia krzywej rentowności rynkowej, co, choć pobudziło popyt na kredyty, zaciążyło jednak na marżach kredytowych i depozytowych banków strefy euro. Jeśli chodzi o dochody pozaodsetkowe banków,

<sup>1</sup> W 2004 r. EBC opublikował – po raz pierwszy – raport nt. stabilności systemu finansowego strefy euro, zatytułowany „Financial Stability Review”, oraz trzecią edycję publikacji „EU banking sector stability”, która przedstawia główne ustalenia oparte na regularnym monitoringu stabilności sektora bankowego przez Komitet Nadzoru Bankowego. Publikacje są dostępne na stronach internetowych EBC.

wyjątkowe zyski z operacji odnotowane przez wiele instytucji w 2003 r. dzięki dynamicznej sytuacji na giełdach i malejącym rozpiętościom oprocentowania kredytów nie zostały powtórzone w 2004 r. Zaobserwowano, że niektóre duże banki strefy euro zwiększyły swoje ryzyko rynkowe w 2004 r. Banki odnotowały jednak wyższy dochód z opłat i prowizji, głównie dzięki zwiększonej aktywności na rynkach finansowych, zarówno na własny rachunek, jak i w ramach zarządzania majątkiem (ang. *wealth management*).

Najważniejsze regulacyjne wskaźniki płynności dużych banków strefy euro odnotowały dalszą poprawę w 2004 r. Co godne uwagi, banki o najsłabszych wskaźnikach płynności zdołały wzmocnić swoją wypłacalność. Zwiększona zdolność tych banków do absorpcji wstrząsów pozytywnie wpływała na stabilność systemu finansowego w strefie euro.

Wyniki finansowe towarzystw ubezpieczeniowych również uległy dalszej poprawie w 2004 r. W sektorze ubezpieczeń osobowych i majątkowych głównym czynnikiem wzrostu była dynamika dochodu ze składek netto, stymulowana przez bardziej wrażliwe na ryzyko strategie cenowe i bardziej rygorystyczne kryteria oceny ryzyka ubezpieczeniowego. Poprawa sytuacji w podstawowej działalności sprawiła, że wypłacalność towarzystw ubezpieczeniowych z wyłączeniem ubezpieczeń na życie, do tej pory dobra, uległa dalszemu wzmocnieniu. Ubezpieczyciele na życie w większości krajów odnotowali wzrost dochodu ze składek, stymulowany przez zwiększony popyt na produkty, których wyniki związane są z rynkiem akcji. Wraz z rosnącym dochodem z inwestycji netto, przyczyniło się to do wzmocnienia ich wypłacalności. Jednak najsłabsze finansowo zakłady ubezpieczeń na życie nadal znajdowały się pod presją.

Globalna branża funduszy zabezpieczających nadal się rozwijała w 2004 r. Pomimo niskiej rentowności w 2004 r. nie było wyraźnych

sygnałów wycofywania pieniędzy przez inwestorów. Wpływ wzrostu w tym sektorze na stabilność finansową wynika głównie z jego powiązań z sektorem bankowym. Silna konkurencja między brokerami (ang. *prime brokers*) wpłynęła na poprawę dostępności kredytów dla funduszy zabezpieczających. Brokerami są zwykle banki i firmy obrotu papierami wartościowymi, które świadczą usługi finansowania, brokerskie i inne na rzecz funduszy zabezpieczających; z tej grupy wywodzi się część wielkich graczy ze strefy euro. Dla zarządzania ryzykiem stron przez brokerów, które poprawiło się, gdy omal nie doszło do upadku Long-Term Capital Management (LTCM) w 1998 r., korzystne okazało się szerokie zastosowanie miar wartości narażonej na ryzyko (VaR) oraz testów warunków skrajnych (ang. *stress test*).

#### ZMIANY STRUKTURALNE

Zmiany strukturalne w sektorze bankowym mogą mieć następstwa ważne dla stabilności finansowej w dłuższym okresie. Wybory strategiczne dokonywane przez banki mają wpływ na wzajemną równowagę ryzyka i rentowności, w ostatecznym rachunku wpływając na zdolność systemu finansowego do absorpcji wstrząsów. W uzupełnieniu do zmian w otoczeniu regulacyjnym i nadzorczym (zob. podrozdział 2 niniejszego rozdziału), najważniejsze zmiany strukturalne w 2004 r. w dalszym ciągu dotyczyły konsolidacji, umiędzynarodowienia, pośrednictwa i outsourcingu<sup>2</sup>.

Sektor bankowy strefy euro podlegał w ostatnich latach ciągłemu procesowi konsolidacji. W latach 1997-2004 blisko 2.300 instytucji kredytowych przestało istnieć. Ta konsolidacja wynikała częściowo z fuzji i przejęć (M&A), a częściowo wewnętrznej restrukturyzacji grup bankowych. Restrukturyzacja może pomóc bankom zachować lub podnieść rentowność, co w ostatecznym rozrachunku powinno prowadzić

2 Bardziej szczegółową analizę zmian strukturalnych można znaleźć w raporcie Komitetu Nadzoru Bankowego zatytułowanym „Review of structural developments in the EU banking sector”, listopad 2004 r.



do zwiększenia odporności systemu bankowego. Jednak jeśli procesy konsolidacyjne prowadzą do powstania wielkich, złożonych instytucji finansowych o znaczeniu systemowym, ich ostateczny wpływ może być bardziej ambiwalentny. Rodzi to potrzebę skuteczniejszych mechanizmów wewnętrznej kontroli ryzyka oraz sprawnego nadzoru.

Fuzje i przejęcia w przeważającej części ograniczono do transakcji pomiędzy instytucjami krajowymi. W ostatnich dziesięciu latach transgraniczne fuzje bankowe w Europie stanowiły tylko 15% całkowitej liczby fuzji w sektorze bankowym, w porównaniu z ok. 40% w sektorze przemysłowym. Ta utrzymująca się orientacja krajowa może wynikać między innymi z potencjalnie większego efektu synergii kosztów w przypadku konsolidacji krajowej, jak i również z różnic w przepisach podatkowych, standardach ochrony konsumenta oraz narodowych kulturach korporacyjnych.

Pomimo względnie niskiej aktywności transgranicznej w zakresie M&A, proces umiędzynarodowienia postępuje. Aktywa utrzymywane przez banki strefy euro w swoich oddziałach i spółkach zależnych w innych krajach tej strefy stanowią obecnie ponad 10% nieskonsolidowanych aktywów bankowych strefy. Banki w coraz większym stopniu świadczą ponadto transgraniczne usługi finansowe nie posiadając lokalnej placówki w kraju odbiorcy. Postęp jest najbardziej widoczny w zakresie transakcji międzybankowych i hurtowych, podczas gdy wolumen transgranicznych transakcji detalicznych pozostaje bardzo niski.

Znaczenie operacji detalicznych wzrosło w ciągu ostatnich kilku lat, zwłaszcza ze względu na gwałtowny wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe. Podkreśla to wagę koncentrowania się na podstawowych działaniach oraz poszerzenia wiedzy o bazie klientów przez banki.

W 2004 r. outsourcing nadal zyskiwał na znaczeniu. Obserwuje się dwa rodzaje outsourcingu – outsourcing polegający na korzystaniu z zewnętrznych dostawców oraz outsourcing wewnątrzgrupowy. Zazwyczaj działania zaplecza i wspomagające objęte są outsourcingiem zewnętrznym, natomiast działania podstawowe pozostają wewnątrz banku. W większych strukturach grupowych niektóre działania podstawowe są wykonywane przez wyspecjalizowanych uczestników grupy, a ich produkty dystrybuowane są przez innych uczestników grupy. Outsourcing jest podyktowany głównie chęcią redukcji kosztów, lecz cele w postaci pozyskania profesjonalnego zarządzania i wiedzy eksperckiej oraz uwolnienia zasobów do działań podstawowych stanowią dodatkowy motyw. Istnieje potrzeba monitorowania wpływu tego procesu na stabilność finansową, szczególnie w przypadku, gdy wiele instytucji finansowych dokonuje outsourcingu do tego samego dostawcy usługi.

## 1.2 WSPÓŁPRACA W SYTUACJACH KRYZYSOWYCH

Ramy regulacyjne dla współpracy pomiędzy bankami centralnymi i organami nadzoru bankowego w zakresie zarządzania w sytuacjach kryzysowych podlegały dalszemu doskonaleniu. W czerwcu 2004 r. banki centralne i organy nadzoru bankowego nowych państw członkowskich postanowiły stosować

się do Porozumienia (ang. *Memorandum of Understanding* – MoU) w sprawie współpracy w sytuacjach kryzysowych, podpisanego w marcu 2003 r. przez pozostałe banki centralne i organy nadzoru bankowego UE. Porozumienie jest zbiorem zasad i procedur współpracy transgranicznej między tymi instytucjami w sytuacjach kryzysowych.

Komitet Nadzoru Bankowego i Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (CEBS) ustanowiły ponadto wspólny zespół zadaniowy ds. zarządzania kryzysowego, w skład którego weszli przedstawiciele wszystkich organów nadzoru bankowego i banków centralnych UE. Jego zadaniem jest opracowanie propozycji dalszego udoskonalenia współpracy, szczególnie w zakresie ustalenia najlepszej praktyki opanowywania kryzysów finansowych na skalę transgraniczną. Zespół uczestniczyć będzie także w pracach Komitetu Ekonomicznego i Finansowego (EFC) w dziedzinie zarządzania kryzysowego.

## 2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR

### 2.1 BANKOWOŚĆ

W dziedzinie nadzoru bankowego jednym z głównych wydarzeń w 2004 r. była reforma metodologii adekwatności kapitałowej. W czerwcu prezesi banków centralnych oraz przewodniczący organów nadzoru bankowego krajów grupy G10 poparli nowe regulacje znane jako Nowa Metodologia Kapitałowa lub Bazylea II. Było to duże osiągnięcie, ponieważ umowa wieńczy trwające pięć lat starania Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego (BCBS) oraz organów w nim uczestniczących. Nowe regulacje wejdą w życie z końcem 2006 r. Stosowanie najbardziej zaawansowanych metod obliczania wymogów kapitałowych dla banków będzie jednak dozwolone dopiero rok później.

Po przyjęciu nowych regulacji uwaga międzynarodowych i europejskich instytucji finansowych skupiła się na zagadnieniach wdrożeniowych oraz pracach prowadzonych przez Grupę Wdrożenia Umowy, ustanowioną przez BCBS. Kilka krajów, zarówno w grupie G10 jak i spoza niej, ma przeprowadzić czwarte badania wpływu ilościowego (znane jako „QIS4”). Wyniki powinny być dostępne pod koniec 2005 r. i mogą prowadzić do dalszych ilościowych korekt regulacji w 2006 r. BCBS zidentyfikował również obszary techniczne, które wymagają dodatkowej pracy. EBC będzie nadal wspierać ten proces wdrożeniowy i wносить do niego wkład uczestnicząc jako obserwator w BCBS i jego głównych podstrukturach, w tym w Grupie Wdrożenia Umowy.

Na szczeblu europejskim nowe regulacje UE w zakresie adekwatności kapitałowej, które zostaną oparte na postanowieniach Bazylei II, będą wprowadzone do legislacji UE w drodze zmiany skodyfikowanej dyrektywy bankowej i dyrektywy w sprawie adekwatności kapitałowej. Odmiennie niż Bazylea II, która odnosi się tylko do banków działających na arenie międzynarodowej, regulacje kapitałowe UE będą stosowane w odniesieniu do wszystkich instytucji kredytowych – na bazie skonsolidowanej

i indywidualnej, jak również w odniesieniu do firm inwestycyjnych. Zasady prawne UE przewidują poprawę współpracy i koordynacji pomiędzy organami nadzoru bankowego poprzez podniesienie znaczenia „nadzorcy konsolidacyjnego”. Jest nim z reguły krajowy organ nadzorczy z państwa członkowskiego, w którym podmiot dominujący grupy otrzymał pozwolenie na prowadzenie działalności bankowej i który odpowiada za nadzór najwyższego szczebla nad transgraniczną grupą bankową w UE. Rolę nadzorcy podkreślałaby odpowiedzialność za koordynację rozpatrzenia wniosku grupy transgranicznej i wydania zezwolenia na stosowanie nowych, bardziej zaawansowanych metod obliczania wymogów kapitałowych. Wzmocnienie roli nadzorcy konsolidacyjnego zmniejszyłoby zatem ogólne brzemie nadzoru ponoszone przez daną grupę banków.

Po konsultacji z Radą UE, EBC wydał pozytywną opinię w sprawie zasad regulacji kapitałowych UE. EBC położył nacisk na równoległe wdrożenie nowych zasad działania UE i zmienionej metodologii bazylejskiej, co jest niezbędne dla zapewnienia równych szans banków europejskich i ich konkurentów z innych krajów. EBC podkreślił także potrzebę zwiększenia współpracy pomiędzy organami nadzorczymi dla celów spójnego przeniesienia i wdrożenia legislacji UE do krajowych praw i praktyk. W tym ostatnim zakresie dużą rolę powinna odegrać CEBS.

### 2.2 PAPIERY WARTOŚCIOWE

Jako jeden z najważniejszych elementów Planu Działań w zakresie usług finansowych (FSAP), Rada UE przyjęła w maju 2004 r. dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych, zastępując porządek ustanowiony przez dyrektywę w sprawie usług inwestycyjnych z 1993 r. Nowa dyrektywa określa całokształt zasad dotyczących wszystkich miejsc zawierania transakcji, mianowicie rynków regulowanych, ramowych zasad transakcji wielostronnych oraz

pośredników, którzy samodzielnie realizują zlecenia klientów. Dyrektywa ta umacnia współpracę między finansowymi organami regulacyjnymi, mając na celu osiągnięcie skutecznych zasad nadzoru na całym obszarze UE.

Trwają prace służące dalszemu zharmonizowaniu zasad ujawniania informacji odnoszących się do spółek, których papiery wartościowe są przedmiotem obrotu na europejskich rynkach kapitałowych. W maju 2004 r. Rada UE osiągnęła polityczne porozumienie odnośnie nowej dyrektywy, zwanej dyrektywą w sprawie przejrzystości. Wdrożenie zharmonizowanych i udoskonalonych standardów ujawniania będzie miało korzystny wpływ na gospodarkę europejską.

Z uwagi na ich znaczenie dla integracji europejskich rynków finansowych i dla zwiększenia stabilności finansowej, EBC w pełni popiera inicjatywy dotyczące przepisów wykonawczych i uważnie śledzi związany z tym proces legislacyjny. EBC uczestniczył również w tym procesie przez wkład w prace Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych.

### 2.3 RACHUNKOWOŚĆ

EBC jest zainteresowany tworzeniem zharmonizowanych zasad rachunkowości w UE ze względu na ich potencjalny wpływ na banki i ostatecznie na stabilność finansową. EBC wspiera również tworzenie nowych standardów, ponieważ będą one wspomagać dalszą integrację finansową i przyczynią się do zwiększonej wydajności rynków finansowych w Europie. W 2004 r. Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB) kontynuowała swoje prace nad nowymi standardami rachunkowości, a szczególnie nad Międzynarodowym Standardem Rachunkowości 39 (IAS 39) regulującym stosowanie wartości godziwej przy wycenie instrumentów finansowych, które stanowią dużą część bilansów banków.

Obawy dotyczące potencjalnego wpływu na stabilność finansową, wyrażone głównie przez Radę Prezesów i organy nadzoru ostrożnościowego, skłoniły IASB do opublikowania zmienionego projektu IAS 39, wprowadzającego pewne ograniczenia w zakresie alternatywnego stosowania wartości godziwej przy wycenie instrumentów finansowych. Ocena projektu IAS 39 przez Radę Prezesów, która była również oparta na kryteriach ilościowych, wyraża ogólne poparcie dla tej inicjatywy, przy założeniu że banki zastosują opcję wartości godziwej z odpowiednią ostrożnością. Ocena ta została przekazana w liście Prezesa EBC do IASB z września 2004 r. w którym również wzywał do ograniczenia opcji wartości godziwej w celu zmniejszenia sztucznej zmienności<sup>3</sup>. Dialog z IASB będzie kontynuowany w 2005 r.

<sup>3</sup> List, wraz z załącznikiem zawierającym główne ustalenia analizy empirycznej, jest dostępny na stronach internetowych EBC.



### 3 INTEGRACJA FINANSOWA

ESBC jest zaangażowany w integrację europejskich rynków finansowych oraz infrastruktur rynkowych, ze względu na ich kluczową rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej i znaczenie dla stabilności finansowej. Ponadto, integracja rynków finansowych powinna pomóc w stworzeniu równych szans dla wszystkich podmiotów gospodarczych, bez względu na ich lokalizację w UE. Dodatkowo, Artykuł 105 Traktatu WE stanowi, że – niezależnie od dążenia do stabilności cen – ESBC wspiera ogólną politykę ekonomiczną Wspólnoty, w ramach której integracja finansowa zajmuje ważne miejsce. Wsparcie to przyjmuje formę działań bezpośrednich oraz inicjowania wspólnych działań uczestników rynku.

#### WKŁAD EBC W POLITYKĘ UE W ZAKRESIE USŁUG FINANSOWYCH

Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP), uruchomiony przez Komisję Europejską w maju 1999 r., miał na celu uzupełnienie regulacji prawnych niezbędnych do efektywnego funkcjonowania wolnego rynku usług finansowych na całym obszarze UE. Przyjęcie 39 z 42 rekomendacji dla Wspólnoty wyszczególnionych we FSAP przed upływem kadencji Parlamentu Europejskiego w połowie 2004 r. doprowadziło do zasadniczego usprawnienia regulacji sektora finansowego UE i stało się ważnym krokiem w procesie integracji europejskich rynków finansowych i infrastruktur rynkowych. W czerwcu 2004 r. EBC uczestniczył w konferencji wysokiego szczebla poświęconej europejskiej integracji finansowej, zorganizowanej przez Komisję Europejską, stanowiącej pierwszą próbę podsumowania osiągnięć FSAP. Zdaniem EBC, które popierało szerokie grono innych uczestników, FSAP przyczyni się do utworzenia jednego rynku finansowego na tyle, na ile państwa członkowskie będą w jednolity sposób wdrażać i egzekwować rekomendacje FSAP. Być może wpływ FSAP na instytucje i rynki finansowe uwidoczni się w pełni dopiero po pewnym czasie, jako że wiele kluczowych zaleceń przyjęto dopiero niedawno

i większość z nich nadal wymaga wdrożenia na szczeblu krajowym.

W związku z przyszłymi pracami EBC uważa, że priorytetowym zadaniem jest obecnie uproszczenie przepisów wykonawczych dotyczących funkcjonowania instytucji finansowych. Powinny one być lepiej zharmonizowane w poszczególnych państwach członkowskich oraz na tyle elastyczne, by dostosowywać się do zmieniającego się otoczenia. Uzupełnieniem tego projektu powinny być intensywne działania zmierzające do ujednoczenia praktyk nadzorczych dzięki lepszej współpracy instytucji krajowych, między innymi w komitetach poziomu 3. Powinna temu towarzyszyć gruntowna analiza związku między integracją i stabilnością finansową. Należy w szczególności pogłębić analizę wpływu rozwoju transgranicznych operacji bankowych na zasadę sprawowania kontroli przez instytucje kraju macierzystego, która jest podstawą regulacji UE. Polityka konkurencji także powinna stać się elementem otoczenia gospodarczego po zakończeniu programu FSAP, ponieważ ma ona zasadnicze znaczenie dla rozwoju rynku ogólnoeuropejskiego. Zwiększenie wagi sektora prywatnego w drodze samoregulacji mogłoby również efektywnie wesprzeć integrację. EBC będzie brał udział w definiowaniu inicjatyw będących kontynuacją FSAP. Wielką pomocą będą tu wyniki prowadzonych przez EBC prac badawczych nad zagadnieniami integracji finansowej (zob. Ramka 12).

#### INICJATYWA DOTYCZĄCA KRÓTKOTERMINOWYCH EUROPEJSKICH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Sektor prywatny może przyczynić się do integracji finansowej przez zbiorowe działania mające na celu promowanie konwergencji praktyk rynkowych. EBC może pełnić rolę katalizatora w tym procesie, tak jak w inicjatywie dotyczącej krótkoterminowych europejskich papierów wartościowych (ang. *Short-term European Paper Initiative* – STEP). ACI – Stowarzyszenie Rynków Finansowych – uruchomiło tę inicjatywę, by wesprzeć konwergencję standardów i praktyk dominujących na rozczłonkowanych europejskich rynkach

**SIEĆ BADAWCZA DS. RYNKÓW KAPITAŁOWYCH ORAZ INTEGRACJI FINANSOWEJ W EUROPIE**

W 2002 r. EBC oraz Centrum Studiów Finansowych (CFS) uruchomiły specjalną sieć badawczą, w celu promowania badań nad rynkami kapitałowymi i integracją finansową w Europie. Sieć została początkowo utworzona na dwa lata. Prace sieci podsumowało sympozjum zorganizowane w maju 2004 r. na temat jej pięciu priorytetowych obszarów.

Wyniki badań w priorytetowym obszarze europejskich rynków obligacji były szczególnie interesujące. Wprowadzenie ogólnoeuropejskiej elektronicznej platformy transakcyjnej (Euro MTS) znacznie zmniejszyło koszty transakcji. Platforma nie tylko zwiększyła integrację tego segmentu rynku, lecz także spowodowała wzrost płynności i obniżenie rentowności, szczególnie w przypadku regularnie emitowanych bonów skarbowych. Utrzymują się jednak pewne różnice w rozpiętości rentowności między poszczególnymi krajami, zwłaszcza w przypadku obligacji długoterminowych. W dużym stopniu wynikają one z ryzyka międzynarodowego. Różnice w płynności odgrywają rolę tylko w połączeniu z tym ostatnim czynnikiem. Dynamicznie rozwijający się rynek obligacji przedsiębiorstw wykazuje stosunkowo wysoki poziom integracji, a czynniki związane z krajem pochodzenia obligacji odpowiadają tylko za marginalną część rozpiętości rentowności obligacji przedsiębiorstw.

Prace wykonane przez sieć badawczą w pierwszych dwóch latach jej istnienia pomogły zidentyfikować trzy kluczowe obszary polityki: (a) identyfikacja cech strukturalnych systemów rozliczeniowych i rozrachunkowych wstrzymujących dalszą integrację; (b) aktywne wykorzystanie polityki konkurencyjnej w celu zapobieżenia praktykom dyskryminowania zagranicznych usługodawców finansowych oraz (c) usunięcie pozostałych różnic w krajowych regulacjach finansowych, które niepotrzebnie zwiększają koszty świadczenia usług finansowych w skali ogólnoeuropejskiej.

Po pomyślnym zakończeniu pierwszej fazy funkcjonowania sieci EBC i CFS zdecydowały, że jej działalność będzie kontynuowana do 2007 r. W drugiej fazie zasięg sieci został rozszerzony na nowe państwa członkowskie UE. Potencjalne obszary badań w drugiej fazie mogą objąć początkowy wpływ FSAP na funkcjonowanie europejskiego systemu finansowego oraz kilka obszarów nie objętych w pierwszej fazie. Główne priorytety sieci zostały poszerzone o trzy obszary, którymi nie zajmowano się w pierwszej fazie: (a) związek między integracją finansową a stabilnością finansową; (b) przystąpienie nowych krajów do UE, rozwój finansowy i integracja finansowa; oraz (c) modernizacja systemu finansowego i wzrost gospodarczy w Europie<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Kompleksowe podsumowanie wyników pierwszej fazy działania sieci zostało opublikowane w raporcie zatytułowanym „Research network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years”, EBC i CFS, 2004 r. oraz w specjalnym numerze *Oxford Review of Economic Policy*, wol. 20(4), 2004 r., zatytułowanym „European financial integration” („Europejska integracja finansowa”), przygotowanym we współpracy z siecią.

krótkoterminowych papierów wartościowych. Konwergencja ta zostanie osiągnięta przez dobrowolne podporządkowanie się uczestników rynku standardom określonym w konwencji rynkowej, która obejmie ujawnianie informacji, dokumentację, rozrachunek oraz dostarczanie danych do ESBC dla celów statystycznych. ACI przyzna prawo do używania znaku STEP istniejącym programom emisyjnym spełniającym te standardy. Przyznanie tego znaku nie będzie jednak świadczyć o sytuacji finansowej emitenta, płynności aktywów czy prawdziwości danych przedstawionych przez niego w memorandum informacyjnym. Ponadto regulacje krajowe

dotyczące instrumentów dłużnych będą nadal obowiązywać. Promotorzy tej inicjatywy przedstawili swoje rekomendacje w raporcie opublikowanym w marcu 2004 r., który zawiera także pewne zalecenia kierowane do ESBC.

Rada Prezesów oceniła zalecenia ACI i przyjęła wobec nich ogólnie przychylne stanowisko. Odnośnie zaleceń skierowanych do ESBC zdecydowano, że pod pewnymi warunkami ESBC będzie udzielał technicznego wsparcia działaniom zmierzającym do wprowadzenia znaku STEP przez pierwsze dwa lata jego funkcjonowania. Jednakże odpowiedzialność za znak STEP spoczywać będzie na Komitecie Rynkowym STEP. Techniczny wkład do procesu wprowadzania znaku nie będzie prowadził do podejmowania przez ESBC jakichkolwiek działań, takich jak zakazywanie lub zawieszenie emisji, w przypadku niezastosowania się emitenta do wymogów konwencji. W takim przypadku jedyną konsekwencją będzie odebranie przez ACI danemu programowi emisyjnego prawa do używania znaku STEP. Rada Prezesów postanowiła również zrealizować zalecenie przygotowywania i publikowania danych statystycznych dotyczących rentowności i wolumenów, które podlegać będą ocenie efektywności procesu gromadzenia danych. ACI realizuje obecnie projekt STEP, uwzględniając decyzje Rady Prezesów.

#### **JEDNOLITY EUROPEJSKI OBSZAR PŁATNICZY (SEPA)**

EBC odgrywa również rolę katalizatora w tworzeniu Jednolitego Europejskiego Obszaru Płatniczego (SEPA). Projekt ten został uruchomiony przez europejski sektor bankowy w 2002 r. Celem jest umożliwienie dokonywania transgranicznych płatności z pojedynczego rachunku bankowego w całej strefie euro w sposób tak prosty i bezpieczny, jak w przypadku płatności krajowych. Wszystkie płatności powinny osiągnąć co najmniej tak wysoki poziom bezpieczeństwa i efektywności, jak w najlepiej funkcjonujących krajowych systemach płatniczych. EBC uczestniczy jako obserwator w Europejskiej Radzie Płatności (*European Payments Council* – EPC), ustanowionej przez europejski sektor

bankowy w celu kierowania tym projektem. Przez cały rok 2004 Eurosystem kontynuował bliską współpracę z uczestnikami rynku za pośrednictwem Grupy Kontaktowej ds. Strategii Płatności w Euro (*Contact Group on Euro Payments Strategy*). Eurosystem współpracował również ściśle z Komisją Europejską z uwagi na uzupełniające się role tych dwóch instytucji przy wprowadzaniu SEPA.

W trzecim raporcie o postępach w realizacji SEPA Rada Prezesów oficjalnie oceniła osiągnięcia sektora bankowego w tym obszarze<sup>4</sup>. Z aprobatą przyjęła cel, jakim jest zbudowanie do końca 2010 r. pełnej infrastruktury SEPA i zaleciła uruchomienie jej dla ludności już w 2008 r. przez zaoferowanie obywatelom i przedsiębiorstwom możliwości stosowania ogólnoeuropejskich instrumentów i standardów również w płatnościach krajowych. Komitet Polityki Gospodarczej (EPC) jest odpowiedzialny za zdefiniowanie celów i ogólnej strategii SEPA, jednakże samo wdrażanie SEPA może się różnić w zależności od lokalnych warunków. Aby zdynamizować wdrożenia krajowe, Eurosystem poprosił społeczność bankowe strefy euro o przedstawienie EPC w 2005 r. krajowych planów stopniowego przechodzenia do SEPA przed końcem 2010 r.

#### **E-PŁATNOŚCI**

E-płatności są płatnościami generowanymi i obsługiwanymi elektronicznie. Działania Eurosystemu związane z e-płatnościami obejmują promowanie współpracy i budowanie konsensusu na rynku e-płatności, monitorowanie jego rozwoju, zapewnianie bezpieczeństwa i doskonalenie informacji statystycznych z nim związanych. W 2004 r. EBC w dalszym ciągu prowadził wortal e-Payment Systems Observatory (ePSO)<sup>5</sup>. W listopadzie 2004 r. EBC zorganizował konferencję pod hasłem „E-płatności bez granic”, przed którą opublikowano dokument

<sup>4</sup> „Towards a Single Euro Payments Area – Third progress report”, EBC, grudzień 2004 r.

<sup>5</sup> ePSO jest platformą służącą dzieleniu się informacjami nt. płatności elektronicznych. Jej adres internetowy to [www.e-psy.info](http://www.e-psy.info).

zawierający propozycje najważniejszych zagadnień, w celu poddania ich pod publiczną dyskusję. Chociaż ogólnie rzecz biorąc osiągnięto pewien postęp, potrzebny jest nadal znaczny wysiłek, aby wypracować bezpieczne, przyjazne dla użytkownika i efektywne procedury transgranicznych płatności elektronicznych. Odnosi się to szczególnie do płatności w transakcjach detalicznych, gdzie rozwiązania operacyjne, opłaty i regulacje administracyjne nadal pozostają bardzo różnicowane.

#### **ROZWIĄZANIA DOTYCZĄCE KART PŁATNICZYCH**

Eurosystem przywiązuje wielką wagę do kart płatniczych jako jednego z najważniejszych instrumentów płatności bezgotówkowych, szczególnie w kontekście transgranicznym. EBC przeprowadził badania ankietowe, aby zebrać więcej informacji na temat struktury rynku płatności kartą w Europie oraz różnych sposobów przetwarzania i rozrachunku płatności kartą. Badaniami objęto zagadnienia związane z zarządzaniem, wydawaniem i uzyskiwaniem kart, ogólną infrastrukturą techniczną, jak również zarządzaniem ryzykiem i środowiskiem prawnym. EBC zorganizował również Okrągły Stół na temat kart płatniczych, przy którym zbrali się główni gracze z tej branży i inne zainteresowane podmioty. Przy tej okazji Eurosystem wyraził swoje rosnące zainteresowanie kartami płatniczymi w ramach działań promujących SEPA. Zidentyfikowano również kilka zagadnień wymagających dalszej uwagi, np. opłaty transferowe, akceptowalność kart, ramy prawne oraz zapobieganie oszustwom.

#### **INFRASTRUKTURA DO ROZLICZANIA I ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**

W kwietniu 2004 r. Komisja Europejska opublikowała komunikat na temat rozliczeń i rozrachunku, z zaproszeniem do publicznych konsultacji. Komisja przedstawiła zarys działań, które zamierza podjąć w celu wspierania integracji europejskiej i efektywności w tym obszarze. Eurosystem odpowiedział pozytywnie na to zaproszenie<sup>6</sup>.

EBC wspiera integrację oraz reformę rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych przez uczestnictwo w Grupie Ekspertów ds. Doradztwa i Monitorowania Rozliczeń i Rozrachunków (*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group*), powołanej przez Komisję w 2004 r. W ten sposób EBC uczestniczy w koordynacji inicjatyw sektorów prywatnego i publicznego oraz współpracuje z rynkiem, wspierając usuwanie barier technicznych zidentyfikowanych przez Grupę Giovanniniego, forum doradcze ekspertów finansowych Komisji zajmujące się zagadnieniami sektora finansowego. Ponadto EBC zorganizował wspólne spotkanie z Europejskim Stowarzyszeniem Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych (ECSDA) oraz Środkowo- i Wschodnioeuropejskim Stowarzyszeniem Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych (CEECSDA), które koncentrowało się na integracji unijnego sektora rozliczeniowo-rozrachunkowego. EBC z aprobatą przyjmie dalsze kroki w kierunku utworzenia jednego europejskiego stowarzyszenia centralnych depozytów papierów wartościowych.

W 2004 r., wraz z fuzją fińskiego i szwedzkiego centralnego depozytu papierów wartościowych, postępował proces konsolidacji europejskiej infrastruktury papierów wartościowych. Długoterminowym planem tej nowej grupy jest wykorzystywanie wspólnej platformy technicznej.

#### **MONITOROWANIE INTEGRACJI FINANSOWEJ**

EBC opracowuje różne wskaźniki do pomiaru stopnia integracji finansowej w strefie euro. Zestaw takich wskaźników został włączony do okolicznościowej publikacji EBC (*Occasional Paper*) w 2004 r.<sup>7</sup> Wspomniane wskaźniki służą jako podstawa do oceny postępów integracji na różnych rynkach finansowych. W Ramce 13 przedstawiono dalsze informacje dotyczące

6 „Communication on clearing and settlement – the Eurosystem’s response”, EBC, lipiec 2004 r.

7 Zob. L. Baele i inni, „Measuring financial integration in the euro area”, ECB Occasional Paper nr 14, maj 2004 r.

integracji rynku kredytowego strefy euro. EBC zamierza kontynuować pomiary postępów integracji finansowej.

### Ramka 13

#### INTEGRACJA FINANSOWA NA RYNKU KREDYTOWYM STREFY EURO

Porównanie stóp procentowych w poszczególnych krajach dostarcza ważnego wskaźnika integracji na rynku bankowości detalicznej. Wraz ze wzrostem stopnia integracji, różnice stóp procentowych w różnych krajach dla podobnych produktów bankowych powinny maleć. Jednak w praktyce z powodu różnic produktów i instytucji trudno zweryfikować czy to zróżnicowanie rzeczywiście maleje. Ma to szczególne znaczenie w bankowości detalicznej, ponieważ w strefie euro rynki zachowują zdecydowanie lokalny charakter. Poza barierami geograficznymi różnice między krajami wynikają z wielu innych powodów, takich jak czynniki ekonomiczne, strukturalne i instytucjonalne. Czynniki te wiążą się na przykład z różnicami w zakresie regulacji administracyjnych, konkurencji, relacji bank-klient oraz ogólnego rozwoju systemu finansowego.

Statystyki zharmonizowanych stóp procentowych EBC mogą być używane do mierzenia integracji na rynku kredytowym strefy euro. Jednak interpretując te dane trzeba pamiętać, że w każdej kategorii stóp procentowych nadal występować może daleko idące zróżnicowanie szeregów danych krajowych. Wynika to na przykład z agregacji różnych instrumentów w ramach obecnie zdefiniowanych zakresów zapadalności oraz z agregacji kredytów zabezpieczonych i niezabezpieczonych w ramach tej samej kategorii. Uwzględniając ograniczenia dotyczące danych, kilka miar integracji opartych na dyspersji stóp procentowych w krajach strefy euro wskazuje, że stopień integracji różni się znacznie w przekroju różnych segmentów rynku. Wydaje się on na przykład wyższy dla kredytów mieszkaniowych w sektorze gospodarstw domowych oraz dla krótkoterminowych kredytów w sektorze przedsiębiorstw, zaś niższy dla kredytów w rachunku bieżącym w sektorze przedsiębiorstw oraz dla kredytów konsumpcyjnych w sektorze gospodarstw domowych.

## 4 NADZÓR NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ

Jednym ze statutowych zadań Eurosystemu jest sprawowanie nadzoru nad systemami płatniczymi i rozliczeniowymi. Nadzór ten ma na celu zapewnienie efektywności i bezpieczeństwa ogólnej organizacji przepływów płatniczych w gospodarce. Eurosystem zajmuje się również innymi infrastrukturami używanymi do transferu papierów wartościowych, takimi jak systemy rozliczeniowe i rozrachunkowe papierów wartościowych, ponieważ zakłócenia w rozrachunku zabezpieczeń mogłyby zagrozić realizacji polityki pieniężnej i sprawnemu funkcjonowaniu systemów płatniczych.

### 4.1 NADZÓR NAD SYSTEMAMI I INFRASTRUKTURĄ WYSOKOKWOTOWYCH PŁATNOŚCI W EURO

Nadzór Eurosystemu obejmuje wszystkie systemy płatności w euro, włącznie z systemami zarządzanymi przez sam Eurosystem. Eurosystem stosuje te same standardy nadzoru tak wobec systemów własnych, jak i tych prowadzonych przez operatorów prywatnych. Te standardy to Podstawowe zasady dla systemowo ważnych systemów płatniczych (*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*), przyjęte przez Radę Prezesów w 2001 r. jako podstawa polityki nadzoru w zakresie systemowo ważnych systemów płatniczych.

#### TARGET I INNE SYSTEMY WYSOKOKWOTOWYCH PŁATNOŚCI W EURO

Dzięki zdefiniowaniu minimalnych wymogów metodologicznych, do których powinny się stosować wszystkie NBC oraz EBC, możliwe stało się dalsze opracowanie zasad nadzoru dla systemu TARGET. Organy nadzoru systemu TARGET zaczęły również patrzeć na TARGET 2 z perspektywy nadzorczej.

W 2004 r. systemy wysokokwotowych płatności w euro zostały ocenione z punktu widzenia Podstawowych zasad, w porównaniu do sytuacji z połowy 2003 r. Zestawienie wyników zostało opublikowane w maju 2004 r. Stwierdzono, że wszystkie komponenty systemu TARGET

osiągają wysoki stopień zgodności z Podstawowymi zasadami. Określono niewielką liczbę udoskonaleń do wprowadzenia w zakresie rozwiązań dotyczących efektywności ekonomicznej i ciągłości działania. Zagadnienia te pozostaną w centrum uwagi organów nadzoru i operatorów systemu TARGET. Jego organy nadzorcze potwierdziły znaczenie roli operatorów systemu TARGET w zapewnieniu bezpiecznego działania tego systemu poprzez zarządzanie ryzykiem. Sprawozdanie operatorów systemu TARGET z aktualnego stanu ryzyka w systemie zostało ogólnie pozytywnie przyjęte przez organy nadzoru. Przegląd wysokokwotowych systemów płatności w euro, które są własnością prywatną, nie wykazał żadnych znaczących uchybień.

#### EURO I

Nadzór EURO 1 koncentrował się na planach EBA Clearing (EBA), operatora EURO 1, zmierzających do dalszego rozwoju „Mechanizmu Elastycznego Rozrachunku”. Pozwala on bankom na rozrachunek pozycji STEP 2 w EURO 1 bez konieczności bezpośredniego uczestnictwa w EURO 1. W razie uzyskania zgody EBC jako organu nadzoru, EBA przewiduje rozszerzenie tej funkcji – ograniczonej obecnie wyłącznie do uczestników przeplacających (ang. *pre-fund participant*) w EURO 1 – tak, aby umożliwić wszystkim uczestnikom EURO 1 transfer pieniędzy banku centralnego do EURO 1 za pośrednictwem systemu TARGET w celu zwiększenia swoich możliwości przetwarzania w ramach EURO 1.

#### ZINTEGROWANY SYSTEM ROZRACHUNKU CIĄGŁEGO

Zintegrowany System Rozrachunku Ciągłego (*Continuous Linked Settlement – CLS*) dokonuje rozrachunku transakcji walutowych na zasadzie płatność za płatność, eliminując w ten sposób w bardzo znacznym stopniu ryzyko kursowe. Obecnie dokonuje on rozrachunku transakcji w 15 walutach będących przedmiotem obrotu międzynarodowego, włączywszy od grudnia 2004 r. następujące waluty: dolar hongkoński, dolar nowozelandzki, koreański won i południowoafrykański rand.

W grudniu 2004 r. CLS przetwarzał średnio 69.000 transakcji dziennie, o przeciętnej dziennej wartości wynoszącej 960 mld USD<sup>8</sup>. Według ankiety przeprowadzonej przez BIS w kwietniu 2004 r., CLS obsługiwał w tym miesiącu około 1/4 globalnego rynku walutowego. Euro jest najważniejszą po USD walutą w rozrachunkach. W grudniu 2004 r. rozrachunki w euro w ramach CLS miały wartość średnio 309 mld euro dziennie, czyli 22% całkowitej wartości rozrachunków (w USD dokonywano 46% rozrachunków). Udział euro zmniejszył się nieco w porównaniu z 2003 r. ze względu na większą liczbę walut uczestniczących w rozrachunku dokonywanym w CLS oraz skutki wyceny.

EBC pełni podwójną rolę w odniesieniu do CLS. Jest zaangażowany w nadzór nad tym systemem oraz świadczy usługi rozrachunkowe. EBC uczestniczy we wspólnym nadzorze nad CLS, prowadzonym przez banki centralne G10, jak również banki centralne krajów nienależących do G10, których waluty uczestniczą w rozrachunku dokonywanym w CLS; głównym zaś organem nadzoru jest System Rezerwy Federalnej. W 2004 r. jednostki nadzorcze EBC poświęciły najwięcej uwagi zagadnieniom dalszego zwiększenia niezawodności CLS oraz opracowaniu obiektywnych zasad dla wprowadzania kolejnych walut do systemu.

EBC uznaje CLS za bardzo trafne rozwiązanie dla ograniczenia ryzyka rozrachunków walutowych w euro. Jednak rozrachunkowi w CLS podlega tylko niewielka część hurtowych transakcji walutowych z udziałem euro. Dlatego też wezwano banki do przeglądu ich praktyk rozrachunkowych w zakresie transakcji walutowych i dokonania oceny, czy stosowane metody redukcji ryzyka są odpowiednie.

#### SWIFT

SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) jest dostawcą sieci komunikacyjnej umożliwiającej bezpieczną wymianę komunikatów

finansowych między instytucjami finansowymi. Chociaż nie jest to bank ani instytucja finansowa, podlega nadzorowi banków centralnych z uwagi na jego znaczenie dla sprawnego funkcjonowania światowego systemu finansowego. EBC wnosi wkład w nadzór nad systemem SWIFT, prowadzony w ramach współpracy banków centralnych G10, z Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique jako głównym podmiotem nadzorującym. W 2004 r. ustalenia nadzorcze zostały wzmocnione w celu odpowiedniego zaangażowania wszystkich organów nadzorczych krajów z grupy G10, a także uproszczenia sprawozdawczości i komunikacji między systemem SWIFT i jego organami nadzorczymi. Uwaga nadzoru koncentrowała się na odporności systemu SWIFT na sytuacje kryzysowe, wewnętrznych procesach zarządzania ryzykiem oraz na zastąpieniu starej sieci komunikacyjnej SWIFT przez SWIFTNet – infrastrukturę techniczną opartą na Internecie.

#### USŁUGI BANKÓW-KOESPONDENTÓW

Banki często zawierają umowy dotyczące świadczenia sobie nawzajem usług płatniczych oraz instrumentów z nimi związanych, głównie dla potrzeb płatności transgranicznych. Takie usługi określane są mianem usług banków-korespondentów. W 2004 r. Eurosystem przeprowadził czwarte badania ankietowe dotyczące usług banków-korespondentów, które potwierdziły, że usługi tych banków w zakresie euro ograniczają się do niewielu podmiotów w UE. Obecnie fakt ten nie stanowi bezpośredniego zagrożenia systemowego, jednak – z uwagi na swoje zainteresowanie stabilnością systemu finansowego jako całości – Eurosystem będzie kontynuować monitorowanie procesów zachodzących w tym obszarze.

<sup>8</sup> Każda operacja obejmuje dwie transakcje, po jednej dla każdej zastosowanej waluty. W ten sposób w grudniu 2004 r. CIS dokonał rozrachunku transakcji o średniej dziennej wartości równoważnej 1.920 mld USD.

## 4.2 DETALICZNE USŁUGI PŁATNICZE

### NADZÓR NAD SYSTEMAMI PŁATNOŚCI DETALICZNYCH

W oparciu o „Standardy nadzorcze dla systemów płatności detalicznych w euro” (*Oversight standards for euro retail payment systems*) przyjęte przez Radę Prezesów w 2003 r., w ramach zrealizowanego w 2004 r. projektu klasyfikacyjnego określono 15 systemów płatności detalicznych w euro podlegających nadzorowi Eurosystemu. Sześć z nich zostało sklasyfikowanych jako mające znaczenie systemowe i jako takie muszą one spełniać wszystkie dziesięć Podstawowych zasad. Siedem systemów o dużym znaczeniu musi spełniać standardy detaliczne eurosystemu (podzbiór Podstawowych zasad). Dwa nie zostały zaklasyfikowane do żadnej z powyższych dwóch kategorii i będą podlegać standardom nadzoru, które zostaną dla nich ustalone przez właściwy dla nich organ nadzorczy. Systemy mające systemowe lub duże znaczenie oceniane są według określonych dla nich standardów nadzoru przez właściwe NBC, natomiast EBC jest odpowiedzialny za ocenę systemu STEP 2 zarządzanego przez EBA. Działania oceniające i ich jednolitość w różnych krajach są koordynowane całościowo na poziomie Eurosystemu.

### SYSTEMY PIENIĄDZA ELEKTRONICZNEGO

W ślad za określeniem w 2003 r. celów w zakresie bezpieczeństwa systemów pieniądza elektronicznego i na podstawie dobrowolnych ocen dokonanych w niektórych systemach pieniądza elektronicznego, Eurosystem rozpoczął w 2004 r. dopracowywanie wymogów metodologicznych i kryteriów oceny odpowiednich procedur, planowanej na 2005 r.

## 4.3 SYSTEMY ROZLICZANIA I ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Eurosystem odgrywa podwójną rolę w sprawnym funkcjonowaniu systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych oraz ich nadzoru. Po pierwsze, Rada Prezesów ocenia zgodność unijnych



systemów rozrachunku papierów wartościowych (SSS) z 9 szczegółowymi standardami użytkownika<sup>9</sup>. Po drugie, Eurosystem współpracuje z innymi organami odpowiedzialnymi za regulację i nadzór systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych na szczeblu UE. W takiej sytuacji EBC zainicjował debatę na temat rozwoju ogólnoeuropejskich zasad prawnych dla rozliczeń i rozrachunków, uczestnicząc w Grupie Ekspertów ds. Doradztwa i Monitorowania Rozliczeń i Rozrachunków przy Komisji Europejskiej. Współpraca ESBC z Komitetem Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR) miała podstawowe znaczenie dla opracowania ogólnoeuropejskich standardów rozliczeń i rozrachunków. Ponadto EBC wniósł wkład do Grupy Trzydziestu, międzynarodowego zespołu doradców, aby zapewnić zgodne z inicjatywami UE wprowadzenie w życie rekomendacji Grupy dotyczących rozliczeń i rozrachunków, opublikowanych w 2003 r. EBC nadał również kształt inicjatywie Komisji Europejskiej zmierzającej do uaktualnienia Dyrektywy w sprawie ostatecznego charakteru rozrachunków, pierwotnie przyjętej w 1998 r. Wreszcie, EBC wniósł wkład do zaleceń dla

<sup>9</sup> Wobec braku zharmonizowanych standardów nadzorczych, standardy użytkownika traktowane są jako faktyczne wspólne standardy dla systemów SSS UE i dlatego są omawiane w tym rozdziale. W zamierzeniu standardy użytkownika nie stanowią pełnego zestawu standardów nadzorczych systemów SSS.



banków centralnych, przygotowanych przez Komitet Systemów Płatniczych i Rozrachunkowych (CPSS) oraz Międzynarodowe Stowarzyszenie Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO).

#### **OCENA SYSTEMÓW ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**

Wszystkie operacje kredytowe Eurosystemu muszą mieć odpowiednie zabezpieczenie w formie kwalifikowanych aktywów. Te ostatnie obejmują papiery wartościowe, które są dostarczane do Eurosystemu za pośrednictwem SSS, tj. usługodawców specjalizujących się w przenoszeniu między stronami prawnych tytułów własności lub równorzędnych praw do kwalifikowanych papierów wartościowych. Aby uniknąć nadmiernego ryzyka w tym procesie, Eurosystem corocznie ocenia SSS według dziewięciu standardów użytkownika<sup>10</sup>. Oceny dokonane w 2004 r. objęły 18 SSS. Wyniki wykazały, że dostosowanie SSS do standardów użytkownika było wysokie oraz że podjęto działania na rzecz dalszych udoskonaleń. Niektóre systemy zwiększyły niezawodność operacyjną, podjęto również kroki mające na celu poprawę kondycji finansowej operatorów systemów. Eurosystem monitoruje i popiera wszystkie wysiłki mające na celu poprawę efektywności i bezpieczeństwa SSS wykorzystywanych w jego operacjach kredytowych.

#### **WSPÓŁPRACA Z KOMITETEM EUROPEJSKICH REGULATORÓW RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH (CESR)**

W 2001 r. Rada Prezesów zatwierdziła zasady współpracy ESBC i CESR w zakresie systemów rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych. Utworzono grupę roboczą złożoną z przedstawicieli każdego banku centralnego ESBC i każdego regulatora w CESR. Grupa ta sporządziła raport na temat „Standardów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej”<sup>11</sup>, który został zatwierdzony przez Radę Prezesów oraz CESR w październiku 2004 r. Opierając się na zaleceniach dla SSS sporządzonych przez CPSS i IOSCO (znanych

jako „Zalecenia CPSS-IOSCO”), w raporcie ESBC-CESR zawarto 19 standardów mających na celu zwiększenie bezpieczeństwa, pewności i efektywności rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w UE (zob. Ramka 14). W porównaniu z zaleceniami CPSS-IOSCO, standardy ESBC-CESR zmierzają do zaostrzenia i wzmocnienia wymagań w pewnych obszarach z uwagi na specyficzne cechy rynków europejskich. Ogólny cel standardów ESBC-CESR to wspieranie integracji rynków kapitałowych UE. W związku z tym kładą one większy nacisk na wspólne rozwiązania i kompatybilność. Uwzględniono prace Komisji Europejskiej w tym zakresie.

Grupa robocza prowadziła prace w otwarty i przejrzysty sposób. Przy różnych okazjach zwracano się do stron zainteresowanych dziedziną rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych o uwagi odnośnie prac. Otrzymane uwagi zostały szczegółowo przeanalizowane, a grupa robocza nie szczędziła wysiłków, aby uwzględnić je w ostatecznym zestawie standardów. Standardy te staną się obowiązujące, dopiero gdy w uzupełnieniu do raportu zostanie opracowana metodologia oceny systemów. Od października 2004 r. grupa robocza kontynuowała prace w następujących czterech obszarach: (a) opracowanie metodologii oceny dla standardów obowiązujących SSS, (b) opracowanie standardów i metodologii oceny uczestników szczebla centralnego, (c) analiza zagadnień związanych ze znaczącymi powiernikami oraz (d) analiza wybranych tematów z zakresu współpracy między organami regulacyjnymi i nadzorczymi.

10 „Standards for the use of EU securities settlement systems against the standards for their use in ESCB credit operations” („Standardy użytkownika systemów rozrachunku UE a standardy użytkownika w operacjach kredytowych ESBC”), styczeń 1998.

11 Dostępne na stronach internetowych EBC.

**STANDARDY ROZLICZANIA I ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ***Standard 1: Ramy prawne*

Systemy rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych oraz powiązania między nimi powinny mieć pewną, jasną i przejrzystą podstawę prawną w odnośnych systemach prawnych.

*Standard 2: Potwierdzenie transakcji i dopasowanie rozrachunków*

Potwierdzenie transakcji między bezpośrednimi uczestnikami rynku powinno nastąpić tak szybko jak to możliwe po dokonaniu transakcji, lecz nie później niż w dniu transakcji (T+0). Tam gdzie wymagane jest potwierdzenie transakcji przez pośrednich uczestników rynku (takich jak inwestorzy instytucjonalni), powinno ono nastąpić niezwłocznie po dokonaniu transakcji, najlepiej w T+0, lecz nie później niż T+1.

Instrukcje rozrachunkowe powinny być dopasowane niezwłocznie, a dla cykli rozrachunkowych przekraczających T+0 powinno to nastąpić nie później niż dzień przed określoną datą rozrachunku.

*Standard 3: Cykle rozrachunkowe i czas operacyjny*

Cykl rozrachunkowy powinien zostać przyjęty na wszystkich rynkach papierów wartościowych. Rozrachunek ostateczny powinien nastąpić nie później niż T+3. Należy oszacować korzyści i koszty wynikające z ogólnounijnych cykli rozrachunkowych krótszych niż T+3.

Centralne Depozyty Papierów Wartościowych (CSD) oraz (tam gdzie ma to zastosowanie) centralni partnerzy rozliczeniowi (CCP) powinni zharmonizować swoje godziny i dni operacyjne, tak aby funkcjonować co najmniej w czasie operacyjnym systemu TARGET dla transakcji w euro.

*Standard 4: Centralni partnerzy rozliczeniowi (CCP)*

Powinny zostać oszacowane korzyści i koszty z utworzenia CCP. Tam, gdzie taki mechanizm zostanie wprowadzony, CCP powinien rygorystycznie kontrolować ryzyko, które na siebie przyjmuje.

*Standard 5: Pożyczki papierów wartościowych*

Pożyczki papierów wartościowych (lub operacje z przyrzeczeniem odkupu i inne transakcje przynoszące odpowiednie skutki ekonomiczne) należy wspierać jako metodę unikania zakłóceń w rozrachunku i przyspieszania rozrachunku papierów wartościowych. W tym celu bariery utrudniające pożyczanie papierów wartościowych powinny zostać usunięte. Rozwiązania z zakresu pożyczek papierów wartościowych powinny być pewne, bezpieczne i efektywne.

*Standard 6: Centralne Depozyty Papierów Wartościowych (CSD)*

Papiery wartościowe powinny być w jak największym stopniu blokowane lub dematerializowane i transferowane przez zaksięgowanie w CSD. Aby chronić nienaruszalność emisji papierów wartościowych oraz interesy inwestorów, CSD powinien zapewnić, by emisja, posiadanie i transfer papierów wartościowych były przeprowadzane w adekwatny i właściwy sposób.

*Standard 7: Dostawa za płatność (DVP)*

Główne ryzyko powinno zostać wyeliminowane przez powiązanie transferów papierów wartościowych z transferami środków w sposób, który odpowiada dostawie za płatność.

*Standard 8: Czas rozrachunku ostatecznego*

Ostateczność rozrachunku śróddziennego powinna zostać zapewniona przez przetwarzanie w czasie rzeczywistym i/lub wieloseesyjne, w celu zredukowania ryzyka i umożliwienia efektywnego rozrachunku we wszystkich systemach.

*Standard 9: Kontrola ryzyka kredytowego i ryzyka płynności*

Dla zachowania stabilności systemu ważne jest, aby CSD działały bez przerw. Dlatego też, jeśli krajowe prawo pozwala im na udzielanie kredytu, CSD powinny ograniczyć swoją aktywność kredytową wyłącznie do poziomu niezbędnego dla sprawnego funkcjonowania rozrachunku papierów wartościowych i obsługi aktywów. CSD udzielające kredytów (włączając w to kredyt śróddzienny i kredyt *overnight*) powinny w pełni zabezpieczać swoje ekspozycje kredytowe, gdy tylko jest to możliwe. Kredyt niezabezpieczony powinien zostać ograniczony do niewielkiej liczby dokładnie określonych przypadków i podlegać odpowiednim metodom kontroli ryzyka, takim jak limity ryzyka, jakość kontrahenta oraz okres zapadalności kredytu.

Większość powierników podlega regulacjom bankowym UE. Dla tych, którzy zarządzają istotnymi systemami rozrachunku transakcji na papierach wartościowych, w celu ograniczenia ryzyka systemowego związanego z tą działalnością, krajowe organy regulujące rynek papierów wartościowych i systemy nadzoru bankowego powinny zbadać metody zarządzania ryzykiem stosowane przez te podmioty, aby ocenić, czy są one adekwatne do ryzyka dla danego systemu finansowego. W szczególności należy zbadać możliwość zwiększenia poziomu zabezpieczenia ryzyka kredytowego, włączając w to ryzyko związane z kredytem śróddziennym.

Operatorzy systemów rozrachunku netto powinni ustanowić mechanizmy kontroli ryzyka, które zapewnią przynajmniej punktualny rozrachunek w przypadku, gdy uczestnik z największym zobowiązaniem płatniczym nie jest w stanie dokonać rozrachunku. Najpewniejszym zestawem mechanizmów jest połączenie wymagań dotyczących zabezpieczenia kredytu oraz limitów kredytowych.

*Standard 10: Aktywa rozrachunku gotówkowego*

Aktywa używane do rozrachunku zobowiązań płatniczych powstałych w wyniku transakcji w zakresie papierów wartościowych powinny cechować się małym lub zerowym ryzykiem kredytowym lub ryzykiem płynności. Jeśli nie jest używany pieniądz banku centralnego, należy podjąć działania, aby uchronić uczestników systemu przed potencjalnymi stratami i presją płynnościową, które mogą powstać na skutek niedotrzymania zobowiązań przez agenta rozrachunku gotówkowego, którego aktywa są używane w tym celu.

*Standard 11: Niezawodność operacyjna*

Źródła ryzyka operacyjnego w procesie rozliczenia i rozrachunku powinny być identyfikowane, monitorowane i regularnie oceniane. Ryzyko to powinno zostać zminimalizowane przez opracowanie odpowiednich systemów oraz skutecznych zabezpieczeń i procedur. Systemy i związane z nimi funkcje (a) powinny być niezawodne i bezpieczne, (b) powinny zostać oparte na pewnych rozwiązaniach technicznych, (c) opracowywane i utrzymywane zgodnie ze sprawdzonymi procedurami, (d) powinny mieć odpowiednią, mierzalną wydajność, (e) powinny obejmować stosowne rozwiązania dla zapewnienia ciągłości działania i odtwarzania danych po ewentualnej awarii, oraz (f) powinny podlegać częstej

i niezależnej kontroli procedur, które zapewniają szybkie wznowienie operacji i zakończenie procesu rozrachunku.

*Standard 12: Ochrona papierów wartościowych klienta*

Powiernicy powinni stosować praktyki rachunkowości oraz procedury bezpiecznego przechowywania, które w pełni zabezpieczają papiery wartościowe klientów. Papiery wartościowe klientów muszą być chronione przed roszczeniami wierzycieli wszystkich podmiotów zaangażowanych w łańcuch przechowywania.

*Standard 13: Zarządzanie*

Rozwiązania w zakresie zarządzania w CSD i CCP powinny zostać zaprojektowane w taki sposób, by spełniać wymagania interesu publicznego i wspierać cele właścicieli oraz uczestników rynku.

*Standard 14: Dostęp*

CSD i CCP powinny stosować obiektywne i jawne kryteria uczestnictwa, które zapewniają sprawiedliwy i otwarty dostęp. Celem zasad i wymagań ograniczających dostęp powinno być kontrolowanie ryzyka.

*Standard 15: Efektywność*

Zapewniając bezpieczeństwo operacyjne, systemy rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych powinny być efektywne.

*Standard 16: Procedury komunikacyjne, standardy komunikatów oraz przetwarzanie bezpośrednie (ang. STP – straight-through processing)*

Podmioty świadczące usługi rozliczeniowe i rozrachunkowe w zakresie papierów wartościowych oraz podmioty uczestniczące w ich systemach powinny używać lub przyjąć stosowne procedury komunikacji międzynarodowej i standardy dla komunikatów oraz danych referencyjnych, aby ułatwić efektywne rozliczanie i rozrachunek pomiędzy systemami. Powyższe działania będą wspierać przetwarzanie bezpośrednie (STP) w całym przepływie transakcji na papierach wartościowych.

Usługodawcy powinni przechodzić na STP, aby zapewnić punktualne, bezpieczne i ekonomiczne przetwarzanie papierów wartościowych, włączając w to potwierdzanie, dopasowywanie, kompensowanie, rozrachunek i przechowywanie.

*Standard 17: Przejrzystość*

CSD i CCP powinny dostarczać uczestnikom rynku wystarczającą ilość informacji, by mogli oni identyfikować i dokładnie szacować ryzyko oraz koszty związane z usługami rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych.

Znaczący powiernicy powinni dostarczać wystarczającą ilość informacji, by ich klienci mogli identyfikować i dokładnie szacować ryzyko związane z usługami rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych.

*Standard 18: Regulacja i nadzór*

Podmioty świadczące usługi rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych powinny w ramach minimalnych standardów podlegać przejrzystej, jednolitej i efektywnej regulacji oraz nadzorowi. Systemy/rozwiązania z zakresu rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych powinny podlegać przejrzystemu, jednolitemu i efektywnemu nadzorowi banku centralnego.

Banki centralne, organy regulacyjne rynku papierów wartościowych oraz nadzór bankowy powinny ze sobą współpracować zarówno w poszczególnych krajach, jak i na szczeblu międzynarodowym (szczególnie w ramach Unii Europejskiej) w efektywny i przejrzysty sposób.

*Standard 19: Ryzyko w połączeniach międzysystemowych*<sup>1</sup>

CSD, które tworzą połączenia, aby dokonywać rozrachunku transakcji międzysystemowych, powinny zaprojektować i obsługiwać te połączenia, tak aby skutecznie obniżyć ryzyko związane z rozrachunkami międzysystemowymi.

<sup>1</sup> Standard ten nie dotyczy połączeń tworzonych przez CCP. To zagadnienie zostanie uwzględnione w przyszłych pracach ESBC-CESR nad CCP.



**Autor**

Ana Luisa Ribeiro

**Tytuł**

Bez tytułu, 2002 r.

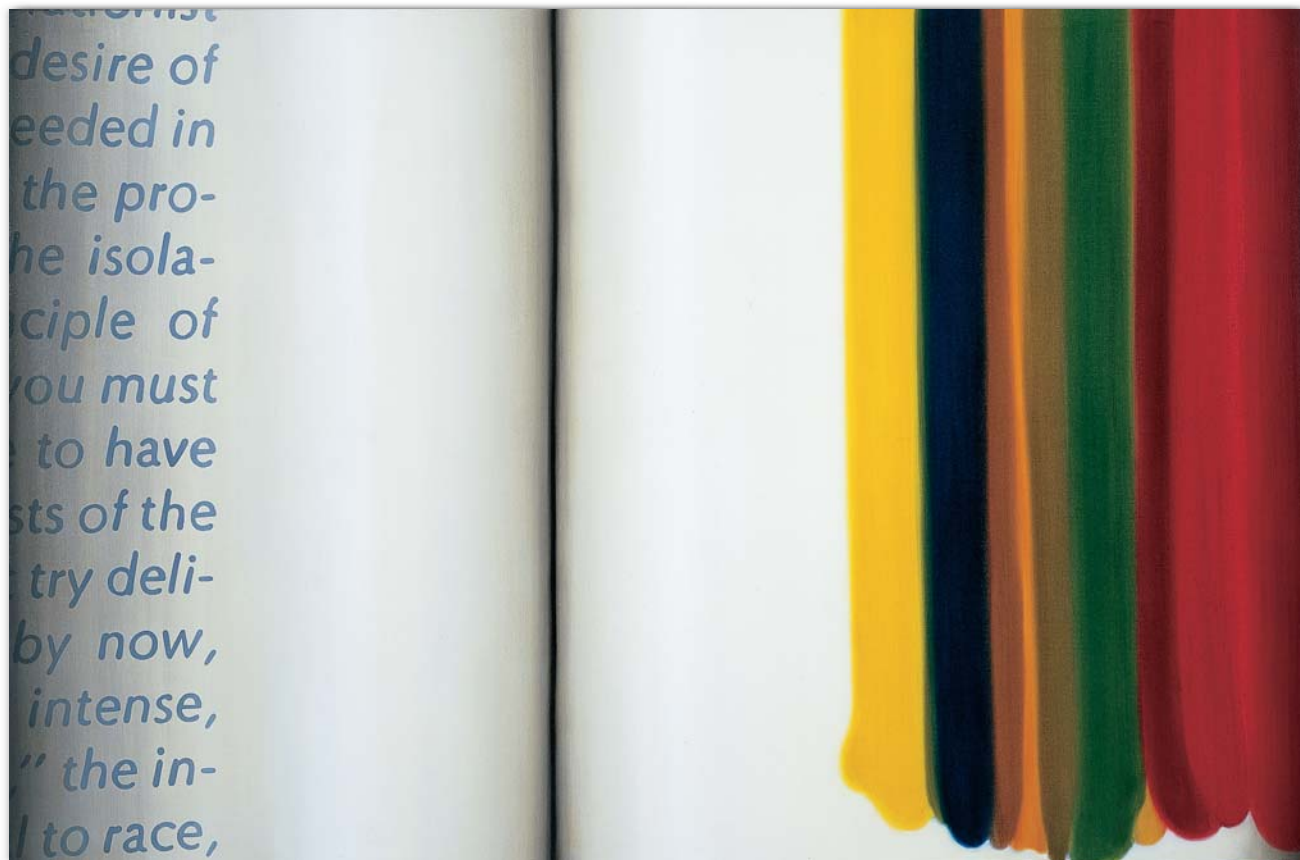
**Material**

plótno, olej

**Format**

150 × 230 cm

© Europejski Bank Centralny



**STOSUNKI EUROPEJSKIE  
I MIĘDZYNARODOWE**



# I ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE

## I.1 ZAGADNIENIA STRATEGICZNE

### PAKT STABILNOŚCI I WZROSTU

W 2004 r. w dwóch krajach strefy euro – Grecji i Holandii, oraz w sześciu spośród dziesięciu nowych państw członkowskich UE (na Cyprze, w Czechach, na Malcie, w Polsce, Słowacji oraz na Węgrzech) stwierdzono sytuację nadmiernego deficytu (zob. również podrozdział 2.5, rozdział 1). Procedury nadmiernego deficytu dla Francji i Niemiec uruchomione w 2003 r. obowiązują nadal, chociaż *de facto* zaprzestano ich stosowania po wnioskach Rady ECOFIN z 25 listopada 2003 r. Wnioski te stwierdzały, że Francja i Niemcy powinny dokonać korekty swoich nadmiernych deficytów do 2005 r., nie zaś do 2004 r., jak to przewidziano w zaleceniach dla tych krajów sformułowanych właśnie przez Radę ECOFIN, zgodnie z Artykułem 104.7 Traktatu. Procedura nadmiernego deficytu dla Portugalii została oficjalnie zaniechana.

W lipcu 2004 r. Europejski Trybunał Sprawiedliwości anulował wnioski Rady ECOFIN z 25 listopada 2003 r. dotyczące Francji i Niemiec, zarządzając wstrzymanie procedury nadmiernego deficytu oraz modyfikację wcześniejszych zaleceń dla tych dwóch krajów. Trybunał podkreślił, że zasady i procedury przewidziane w Traktacie i w Pakcie Stabilności i Wzrostu oraz prawo inicjatywy przynależne Komisji, muszą być zawsze respektowane.

EBC wyraził zadowolenie z faktu, że werdykt potwierdził potrzebę pełnego stosowania zasad i procedur przewidzianych w Traktacie i Pakcie. Wezwał zainteresowane instytucje do podjęcia niezbędnych kroków w celu zapewnienia pełnego wprowadzenia w życie powyższych zasad i procedur.

We wrześniu 2004 r. Komisja wydała komunikat w sprawie wzmocnienia ładu gospodarczego (ang. *economic governance*) i objaśnienia procesu wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu. Komunikat ten zaprezentował kilka propozycji reformy Paktu. Propozycje w zakresie

prewencyjnych funkcji Paktu obejmowały zapewnienie wcześniejszych działań w celu skorygowania negatywnych zjawisk poprzez lepsze wykorzystanie w odpowiednim czasie wczesnych ostrzeżeń, zmianę średnioterminowych celów budżetowych przy uwzględnieniu sytuacji specyficznej dla danego kraju, położenie większego nacisku na zagadnienia zadłużenia i trwałości monitorowania pozycji budżetowych. Propozycje w zakresie funkcji korekcyjnych zawierały modyfikację definicji okoliczności wyjątkowych, w których wskaźnik deficytu przekraczający wartość referencyjną 3% PBK nie będzie uznawany za nadmierny, zmianę ścieżki korekcyjnej nadmiernego deficytu oraz objaśnienie kryterium zadłużenia.

W debacie nad reformą Paktu Stabilności i Wzrostu, Rada Prezesów wyraziła pogląd, że udoskonalenia w procesie wdrażania Paktu są możliwe i przyniosłyby korzyści. W tym względzie użyteczne były propozycje Komisji Europejskiej w sprawie udoskonalenia procesów wdrożenia prewencyjnych funkcji Paktu. Jednocześnie Rada Prezesów ostrzegła przed wprowadzaniem zmian w Pakcie, a w szczególności zmian w procedurze nadmiernego deficytu. Uznała ona za niezbędny punkt odniesienia przyjęcie 3% limitu deficytu za miarodajny.

We wrześniu 2004 r. Grecja zgłosiła dane dotyczące deficytu i zadłużenia za lata 2000-2003, które były znacznie wyższe niż wcześniej przedstawione dane statystyczne. Wskaźnik deficytu przekraczał wartość referencyjną wynoszącą 3% PKB. Następnie przedstawiono zrewidowane dane za okres 1997-1999, które także wykazały deficyt przekraczający 3% PKB (zob. również podrozdział 2.5 rozdziału 1). EBC uznaje rzetelne zestawienie i terminowe zgłoszenie rządowych statystyk finansowych za kluczowe dla wiarygodności monitoringu budżetowego oraz Unii Gospodarczej i Walutowej jako takiej. Europejskie zasady rachunkowości muszą być w pełni przestrzegane w czasie księgowania wszystkich rodzajów wydatków i dochodów, oraz

stosowane w sposób jednolity, stały i jednorodny we wszystkich państwach członkowskich.

### STRATEGIA LIZBOŃSKA

Na posiedzeniu w Lizbonie w marcu 2000 r., Rada Europejska sformułowała dziesięcioletnią strategię – Strategię Lizbońską – która do 2010 r. ma uczynić UE „najbardziej dynamiczną i konkurencyjną gospodarką na świecie opartą na wiedzy, zdolną do trwałego wzrostu gospodarczego, z większą liczbą lepszych miejsc pracy oraz większą spójnością społeczną”. Rezultaty osiągnięte w ramach Strategii Lizbońskiej w okresie do 2004 r. były mieszane. W niektórych obszarach, na przykład w zakresie rynków pracy, osiągnięto pewien postęp, jednak w większości obszarów postęp był mierny. Stało się jasne, że tempo reform musiałyby się znacznie zwiększyć, jeśli cele lizbońskie miałyby zostać osiągnięte do 2010 r.

Na tym tle Rada Europejska na swoim posiedzeniu wiosną 2004 r. postanowiła dokonać średniookresowego przeglądu Strategii Lizbońskiej. W pierwszym posunięciu, Rada zwróciła się do Komisji z wnioskiem o utworzenie grupy wysokiego szczebla, z Wimem Kokiem jako przewodniczącym, w celu przeprowadzenia niezależnej oceny postępu w ramach Strategii Lizbońskiej, która posłużyłaby jako podstawa dla średniookresowego przeglądu planowanego przez Komisję i Radę. Przegląd ten ma zostać zakończony przed wiosennym posiedzeniem Rady Europejskiej w marcu 2005 r.

Grupa wysokiego szczebla przedstawiła swój raport, zatytułowany „Naprzeciw wyzwaniu” („Facing the Challenge”), w listopadzie 2004 r. Raport podkreślał, że wobec wyzwań globalnej konkurencji z jednej, i starzejącej się populacji z drugiej strony, utrzymywanie status quo nie jest opcją dla UE, zwłaszcza jeżeli ma ona zachować swój model społeczny. Z raportu wynika, że ambitne cele Strategii Lizbońskiej, jak również limit czasowy – 2010 r. – dla osiągnięcia tych celów, powinny zostać utrzymane w mocy. Wezwał on do lepszego



uszeregowania celów pod względem ich ważności oraz do pilnych działań w pięciu kluczowych obszarach strategicznych: społeczeństwo wiedzy, rynek wewnętrzny, koniunktura, rynek pracy oraz trwałość środowiska.

EBC wielokrotnie wyrażał swoją aprobatę dla ambitnych zamierzeń Strategii Lizbońskiej i deklarował poparcie dla wysiłków podjętych przez rządy i organizacje społeczne. Wezwał również do szybszego wprowadzenia w życie wymaganych rozwiązań i bardziej efektywnego pomiaru postępów tej reformy. Reforma jest konieczna dla zapewnienia przyszłego wzrostu i zatrudnienia oraz dla zwiększenia zdolności strefy euro do reagowania na wstrząsy ekonomiczne. Zwłaszcza reformy na rynkach pracy, rynkach kapitałowych oraz rynkach produktów i usług mogą wspierać inwestycje oraz przeciwdziałać utrzymującej się inflacji poprzez zwiększoną konkurencję. UE powinna wykorzystać średnioterminowy przegląd w celu ożywienia Strategii Lizbońskiej i zwiększenia tempa reformy strukturalnej.

## I.2 ZAGADNIENIA INSTYTUCJONALNE

### KONSTYTUCJA EUROPEJSKA

Na ostatnim posiedzeniu Konferencji Międzyrządowej (IGC) w dniach 17-18 czerwca 2004 r. przywódcy państw i rządów osiągnęli porozumienie w sprawie Traktatu ustanawiającego Konstytucję dla Europy (Konstytucję Europejską). Konstytucja Europejska została podpisana w Rzymie 29 października 2004 r. Po ratyfikacji przez wszystkie 25 państw członkowskich zgodnie z ich krajowymi procedurami, Konstytucja Europejska zacznie obowiązywać z dniem 1 listopada 2006 r. W niektórych państwach członkowskich procedury ratyfikacyjne będą wymagać przeprowadzenia referendum.

EBC monitorował IGC i wniósł formalny i nieformalny wkład w negocjacje w zakresie zagadnień związanych z zadaniami i mandatem EBC, Eurosystemu i ESBC. Zgodnie z Artykułem 48 Traktatu o Unii Europejskiej, zasięgnięto opinii EBC i Rada Prezesów 19 września 2003 r. wydała opinię w sprawie projektu Traktatu ustanawiającego Konstytucję Europejską<sup>1</sup>. Prezes EBC wystosował listy do Prezydenta Rady UE w listopadzie 2003 r. i w kwietniu 2004 r. w celu uzupełnienia oficjalnej opinii EBC.

EBC przyjął pozytywnie wysiłki podejmowane przez Konwent Europejski w sprawie Przyszłości Europy oraz późniejszą Konferencję Międzyrządową na rzecz uproszczenia, usprawnienia i zwiększenia jasności prawnych i instytucjonalnych ram UE, jak i jasno oświadczył, że obecne regulacje rządzące Unią Gospodarczą i Walutową są solidne i właściwe, zarówno w pod względem celów, jak i przydziału obowiązków.

EBC uważał w szczególności za konieczne, by stabilność cen pozostała nie tylko głównym celem EBC i ESBC, lecz także zadeklarowanym celem UE. Konstytucja Europejska w pełni potwierdza ten pogląd.

EBC uznał również za nieodzowne do właściwego wykonywania swoich zadań zachowanie tych cech instytucjonalnych EBC i ESBC, które wyróżniają EBC spośród innych instytucji europejskich. Konstytucja Europejska zachowuje te szczególne cechy instytucjonalne potwierdzając niezależność EBC, ESBC i krajowych banków centralnych, jak również osobowość prawną i uprawnienia regulacyjne EBC. Szczególny charakter EBC jest podkreślony poprzez zaklasyfikowanie go jako jednej z „innych Instytucji Unijnych i organów doradczych”. EBC jest w ten sposób wymieniony oddzielnie od „Instytucji Unijnych”, takich jak Parlament Europejski, Rada Europy, Rada Ministrów, Komisja Europejska oraz Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej, które są zaliczane do „ram instytucjonalnych” UE.

Na wyraźne życzenie EBC, termin „Eurosystem” został wprowadzony do Konstytucji Europejskiej. Termin ten, który odnosi się do EBC i krajowych banków centralnych strefy euro, przyjęty przez Radę Prezesów w 1999 r., pomaga rozróżnić ESBC, który obejmuje wszystkie banki centralne UE, i centralny system bankowy strefy euro. Termin „Eurosystem” adekwatnie odzwierciedla fakt, że EBC i krajowe banki centralne strefy euro są integralnymi elementami jednego systemu (zob. również rozdziały 7 i 8).

W świetle powyższego, EBC uważa, że Konstytucja Europejska potwierdza istniejące podstawowe zasady monetarne UE i przyjąłby z zadowoleniem zakończenie procesu ratyfikacyjnego.

### NOWE METODY PRACY EUROGRUPY

Podczas nieoficjalnego spotkania Rady ECOFIN, które odbyło się 10-11 września 2004 r. w Scheveningen (Holandia), ministrowie gospodarki i finansów strefy euro uzgodnili nowe metody pracy dla Eurogrupy. Mają one w zamyśle poprawić wydajność i skuteczność Eurogrupy.

1 CON/2003/20.

Nowe metody obejmują wybiegające w przyszłość dyskusje o strategii, szczególnie na temat reformy strukturalnej, i stworzenie stabilnej prezydentury Eurogrupy na okres dwóch lat, w miejsce prezydentury rotacyjnej trwającej sześć miesięcy. Prezydent Eurogrupy jest wybierany większością głosów członków Eurogrupy. W Scheveningen, premier i minister finansów Luksemburga, Jean-Claude Juncker, został wybrany na pierwszego prezydenta Eurogrupy na dwuletnią kadencję 2005-2006.

EBC, który jest regularnie zapraszany do uczestnictwa w spotkaniach Eurogrupy, uczestniczył w przeglądzie jej metod pracy. EBC uznał, że nowe metody pracy, w tym stworzenie stabilnej prezydentury Eurogrupy, pomogą zwiększyć wydajność i skuteczność funkcjonowania Eurogrupy. Nowe metody nie wiążą się z jakimikolwiek zmianami w podziale zadań pomiędzy EBC a ministrami finansów strefy euro w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej. Podkreślają one jednak wspólną odpowiedzialność rządów za prowadzenie bezpiecznej polityki fiskalnej i strukturalnej, niezbędnej dla trwałego sukcesu wspólnej waluty.

## 2 ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE

### 2.1 NAJWAŻNIEJSZE KIERUNKI ROZWOJU MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU MONETARNEGO I FINANSOWEGO

#### NADZÓR NAD POLITYKĄ MAKROEKONOMICZNĄ W GOSPODARCE GLOBALNEJ

W gospodarce globalnej polityka makroekonomiczna, zwłaszcza prowadzona przez kraje najbardziej uprzemysłowione, jest istotnym elementem międzynarodowego środowiska gospodarczego, który EBC musi brać pod uwagę realizując swoją politykę pieniężną i inne zadania. Eurosystem bierze udział w nadzorze nad polityką makroekonomiczną prowadzonym przez międzynarodowe instytucje finansowe, uczestnicząc w spotkaniach i forach, takich jak spotkania Zarządu MFW, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), ministrów finansów i prezesów banków centralnych krajów z grupy G7 oraz prezesów banków centralnych krajów z grupy G10. Celem EBC jest wymiana poglądów i przegląd opcji, które ułatwią zbudowanie stabilnego środowiska makroekonomicznego, zapewnią zdrową politykę gospodarczą i stabilność cen w strefie euro.

W 2004 r. globalne środowisko makroekonomiczne charakteryzowało się silnym wzrostem gospodarczym i – w większości przypadków – umiarkowaną presją inflacyjną. W wielu zaawansowanych gospodarkach oraz w Ameryce Łacińskiej odnotowano długo oczekiwane ożywienie produkcji, a rozwijające się rynki Azji i Europy Wschodniej nadal wykazywały wysokie tempo wzrostu. Z drugiej jednak strony zakłócenia globalnej równowagi ekonomicznej, w tym nierównowaga salda rozliczeń zagranicznych gospodarki Stanów Zjednoczonych, utrzymywały się, a nawet się zwiększyły.

Przy wielu okazjach EBC zwracał uwagę na ryzyko i niepewność wynikające z utrzymywania się tej nierównowagi. Ogólnie EBC podziela pogląd społeczności międzynarodowej, że procesy dostosowawcze wymagają realizacji trzech celów: zwiększenia oszczędności/

inwestycji w krajach wykazujących ich niedobór, zapewnienia większego zrównoważonego wzrostu gospodarczego w krajach o stosunkowo niskim potencjale wzrostu poprzez wprowadzenie reform strukturalnych, a także wspierania elastyczności kursów wymiany walut w ważniejszych krajach i regionach, gdzie elastyczności tej brakuje. W komunikacie z 2004 r. i lutego 2005 r. kraje G7 podkreśliły, że kursy walut powinny odzwierciedlać najważniejsze wskaźniki ekonomiczne, a nadmierna zmienność kursów i ich chaotyczne wahania są niekorzystne dla rozwoju gospodarczego.

Jedną z najsilniejszych tendencji w 2004 r. był wzrost znaczenia gospodarczego krajów Azji Wschodniej, potwierdzony przez niezwykle wysoki wskaźnik udziału tych krajów w światowym wzroście produkcji i obrotów handlowych. EBC uważnie obserwował rozwój sytuacji w tym regionie i nawiązał bliskie kontakty z azjatyckimi bankami centralnymi. Wspólnie z władzami monetarnymi Singapuru zorganizował seminarium na wysokim szczeblu, w którym wzięło udział jedenastu prezesów – członków Zgromadzenia Organów Wykonawczych Banków Centralnych Azji i Pacyfiku (*Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks – EMEAP*)<sup>2</sup> oraz prezesi krajowych banków centralnych krajów strefy euro oraz Prezes EBC. Podczas tego spotkania, które odbyło się w Singapurze w lipcu 2004 r., skoncentrowano się na kwestii wzrostu znaczenia gospodarczego krajów Azji Wschodniej, roli walut międzynarodowych oraz integracji i współpracy regionalnej.

Napływ kapitału do rozwijających się gospodarek, które EBC cały czas monitorował ze względu na ich znaczenie dla międzynarodowej stabilności finansowej, utrzymał się w 2004 r. na wysokim poziomie, podobnie jak ogólne wyniki gospodarcze tych krajów. Wpłynęły na to takie zasadnicze

2 W skład EMEAP wchodzi następujące kraje: Australia, Chiny, Hongkong SAR, Indonezja, Japonia, Malezja, Nowa Zelandia, Filipiny, Korea Płd., Singapur i Tajlandia.

czynniki, jak sprzyjające warunki finansowania zewnętrznego, wysokie ceny towarów eksportowych na rynkach międzynarodowych, a także wzrost popytu na import w krajach gospodarczo zaawansowanych. W rezultacie odnotowano nadwyżki na rachunku obrotów bieżących i spadek zadłużenia zagranicznego, chociaż w wielu krajach zadłużenie pozostało wciąż na wysokim poziomie. Warunki finansowania zachęciły publicznych i prywatnych dłużników w rozwijających się gospodarkach do sprzedaży dużej ilości obligacji na międzynarodowych rynkach, co spowodowało obniżenie oprocentowania. Po krótkotrwałym wzroście w drugim kwartale 2004 r., różnice między cenami kupna i sprzedaży obligacji na rynkach rozwijających się powróciły do jednych z najniższych w historii poziomów.

Przedmiotem badań w ramach nadzorowania polityki międzynarodowej była również strefa euro. Zarówno MFW, jak i OECD, regularnie dokonywały przeglądów polityki pieniężnej, finansowej i gospodarczej strefy euro oraz poszczególnych krajów. Konsultacje MFW przeprowadzone w ramach Artykułu IV oraz przegląd dokonany przez Komitet ds. Przeglądów Gospodarczych i Rozwoju (*Economic and Development Review Committee*) OECD umożliwiły cenną wymianę poglądów między każdą z tych organizacji a EBC, zarządem Eurogrupy i Komisją Europejską. W wyniku tych dyskusji MFW i OECD opracowały raporty oceniające politykę gospodarczą strefy euro<sup>3</sup>. W obu przeglądach z 2004 r. szczególną uwagę poświęcono rozszerzeniu Unii Europejskiej o dziesięć nowych państw członkowskich w dniu 1 maja 2004 r.

### **MIĘDZYNARODOWA ARCHITEKTURA FINANSOWA**

Ze względu na wysoki stopień integracji Unii Europejskiej z gospodarką światową, ESBC i Eurosystem są zainteresowane sprawnym funkcjonowaniem globalnego systemu finansowego. Biorą one więc aktywny udział w dyskusjach nt. międzynarodowej architektury finansowej, uczestniczą również w spotkaniach

międzynarodowych instytucji i forów zajmujących się tym problemem. W niektórych z nich EBC uczestniczy bezpośrednio, w innych uzyskał status obserwatora. ESBC uczestniczy ponadto w pracach organizacji europejskich, w szczególności Komitetu Ekonomiczno-Finansowego.

W ramach działań ministrów finansów i prezesów banków centralnych krajów z grupy G10, EBC z zadowoleniem przyjął wiadomość o coraz częstszym włączaniu klauzul wspólnego działania (ang. *collective action clauses* – CAC), czyli umownych postanowień ułatwiających restrukturyzację zaległych długów, w emisję rządowych obligacji. W ciągu niecałych dwóch lat stosowanie CAC stało się standardem rynkowym dla emisji obligacji rządowych zgodnie z prawem stanu Nowy Jork, mimo że nie spełnia w pełni zaleceń grupy G10.

EBC przedyskutował również inne aspekty zaangażowania sektora prywatnego w rozwiązywanie kryzysów finansowych oraz przeanalizował doświadczenia związane z wykorzystaniem różnych instrumentów dla promowania takiego zaangażowania. Ponadto, monitorował prace nad opracowaniem dokumentu „Zasady stabilnego przepływu kapitałów i sprawiedliwej restrukturyzacji długów w krajach rozwijających się” (*„Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets”*), opublikowanego w listopadzie 2004 r. przez grupę emitentów obligacji rządowych i wierzycieli sektora prywatnego z krajów rozwijających się. Zasady te, wcześniej znane jako „Kodeks postępowania”, promują następujące cele: ujawnianie informacji o zadłużeniu, regularny dialog między wierzycielami a dłużnikami, negocjacje w sprawie restrukturyzacji długu przeprowadzane w dobrej wierze oraz sprawiedliwe traktowanie wszystkich wierzycieli. Zasady te, przyjęte z zadowoleniem przez ministrów finansów i dyrektorów banków

3 MFW: „Euro Area Policies: Staff Report”, sierpień 2004 r.; OECD: „Economic Survey – Euro Area 2004”, lipiec 2004 r.



centralnych krajów z grupy G20, umożliwią wypełnienie istotnych luk nadal spotykanych w architekturze finansów globalnych. Wprowadzone w życie powinny więc znacznie ułatwić podejmowanie długoterminowych działań w celu zbudowania systemu promującego globalną współpracę, wzrost gospodarczy i stabilność finansową.

EBC monitorował również pozycję finansową MFW. Na spotkaniu w październiku 2004 r. ministrowie finansów i prezesi banków centralnych krajów z grupy G10 stwierdzili, że silna pozycja finansowa MFW, która była niezwykle ważna dla wywiązywania się z jego obowiązków, w warunkach rozwoju światowej gospodarki organizacja ta może napotykać problemy. Ich rozwiązanie będzie wymagało zastosowania wielu środków, takich jak zwiększony nadzór, położenie większego nacisku na zrównoważone zadłużenie przy podejmowaniu decyzji kredytowych, ścisłe przestrzeganie niedawno uzgodnionych ram prawnych programów dostępu na wyjątkowych warunkach, a także uwzględnienie ewentualnych przyszłych zmian struktury finansowej MFW, co ułatwi terminową spłatę zobowiązań i spowoduje zmniejszenie liczby następnych porozumień.

#### **INTEGRACJA I WSPÓŁPRACA REGIONALNA**

Ponieważ Unia Europejska powstała w wyniku długiego procesu integracji gospodarczej

regionu, EBC stał się naturalnym partnerem władz monetarnych kilku innych grup regionalnych na świecie, dzieląc się doświadczeniami z osobami podejmującymi decyzje polityczne, a czasem również przedstawicielami świata akademickiego. W związku z tym EBC jest zainteresowany nie tylko wyjaśnianiem kwestii związanych z UE, zwłaszcza na polu współpracy walutowej, lecz również – w niemiejszym stopniu – zrozumieniem regionalnej integracji ekonomicznej poza Unią.

We wrześniu 2004 r. w Pekinie odbyły się warsztaty krajów z grupy G20 poświęcone regionalnej integracji gospodarczej na świecie, zorganizowane przez Ludowy Bank Chin wspólnie z EBC. Wśród tematów znalazły się warunki wstępne regionalnych umów o współpracy, optymalna kolejność procesów integracji, a także współpraca walutowa i finansowa oraz zgodność zasad regionalnej integracji handlowej z przepisami Światowej Organizacji Handlu.

W 2004 r. EBC zacieśnił również współpracę z regionalnymi instytucjami monetarnymi w Afryce. Wspólnie z wieloma krajowymi bankami centralnymi ESBC, EBC udzielił pomocy technicznej Zachodnioafrykańskiemu Instytutowi Monetarnemu (*Western African Monetary Institute*) z siedzibą w Akrze (Ghana), który przygotowuje techniczne podstawy integracji walutowej anglojęzycznych krajów Afryki Zachodniej.

#### **MIĘDZYNARODOWA ROLA EURO**

W 2004 r. euro utrzymało stabilną pozycję waluty referencyjnej, rezerwowej i interwencyjnej na międzynarodowych rynkach kapitałowych i walutowych. W niektórych krajach strefy euro odnotowano wzrost zastosowania wspólnej waluty do fakturowania i rozrachunków w handlu międzynarodowym. W większości przypadków euro było używane częściej w przypadku eksportu niż importu, a w eksporcie – częściej w przypadku towarów niż usług. W większości nowych państw członkowskich UE i krajów kandydujących

znaczący wzrost użycia euro zaobserwowano również w handlu międzynarodowym, na podstawie danych za 2003 r. W wielu przypadkach zwiększone zastosowanie euro przewyższało wzrost obrotów handlowych ze strefą euro, co sugeruje, że kraje te używały europejskiej waluty również w wymianie handlowej z partnerami spoza tego obszaru<sup>4</sup>.

EBC cały czas gromadził dane statystyczne potrzebne do analizy międzynarodowej roli euro. Na podstawie wyników poprzednich badań zbudowano dwa nowe zbiory danych, które ułatwiły znalezienie najbardziej charakterystycznych cech rynku obligacji denominowanych w euro emitowanych przez rezydentów spoza strefy euro.

## 2.2 WSPÓŁPRACA Z KRAJAMI SPOZA UE

Eurosystem nadal rozwijał kontakty z bankami centralnymi spoza UE, organizując seminaria i warsztaty, a także udzielając pomocy technicznej. Celem tej współpracy jest gromadzenie informacji i wymiana poglądów na temat sytuacji gospodarczej i monetarnej w różnych regionach świata, z uwzględnieniem jej potencjalnego wpływu na gospodarkę światową lub sytuację w obszarze euro.

Obecnie, zgodnie z planem, realizowany jest projekt pomocy technicznej Eurosystemu dla Banku Centralnego Federacji Rosyjskiej (CBR), finansowany przez UE w ramach programu Pomocy Technicznej dla Wspólnoty Niepodległych Państw (*Technical Assistance for the Commonwealth of Independent States* – TACIS). Celem tego dwuletniego projektu, który rozpoczął się w 2003 r., jest usprawnienie funkcji nadzorczych CBR jako głównego środka w tworzeniu bardziej stabilnego środowiska finansowego w Rosji. Program szkoleniowy w ramach projektu, uzgodniony w styczniu 2004 r. między CBR a dziewięcioma krajowymi bankami centralnymi strefy euro, trzema instytucjami nadzorczymi i EBC, obejmuje 64 kursy, osiem wizyt studyjnych i cztery seminaria na wysokim szczeblu. Do końca 2004 r.

odbyły się 34 kursy, cztery wizyty studyjne i dwa seminaria, w których wzięło udział ok. 400 pracowników CBR. Niezależnie od projektu TACIS, w maju 2004 r. Eurosystem wraz z CBR przeprowadził swoje pierwsze dwustronne seminarium na wysokim szczeblu, które odbyło się w Helsinkach i było koordynowane przez Suomen Pankki – Bank Finlandii oraz EBC. W trakcie seminarium skoncentrowano się na polityce pieniężnej i walutowej, swobodzie przepływu kapitału, powiązaniach gospodarczych między UE a Rosją (w tym na polityce handlowej), a także na rozwoju systemów bankowych i stabilności sektora finansowego.

Eurosystem stworzył platformę współpracy z bankami centralnymi krajów basenu Morza Śródziemnego. W styczniu 2004 r. w Neapolu miało miejsce pierwsze seminarium na wysokim szczeblu z udziałem prezesów banków centralnych krajów stowarzyszonych w ramach układu z Barcelony<sup>5</sup>, zorganizowane przez EBC wspólnie z Banca d'Italia. We wrześniu 2004 r. odbyły się warsztaty techniczne, a w lutym 2005 r. w Cannes – drugie seminarium na wysokim szczeblu, zorganizowane tym razem przez EBC i Banque de France. Tematem tego seminarium był rozwój sytuacji finansowej i monetarnej w krajach basenu Morza Śródziemnego, ich powiązania ekonomiczne ze strefą euro (ze szczególnym uwzględnieniem świadczeń dla pracowników), a także niezależność banku centralnego.

Przedstawiciele EBC rozpoczęli również współpracę na poziomie kierownictwa wyższego szczebla banków centralnych krajów zachodniej części Półwyspu Bałkańskiego, składając wizytę m.in. w Banku Centralnym Bośni i Hercegowiny oraz w Narodowym Banku Serbii. Celem tych wizyt było nawiązanie dialogu między EBC a bankami centralnymi tych krajów, jako że są one potencjalnymi kandydatami do Unii Europejskiej.

4 Zob. „Review of the international role of the euro”, EBC, grudzień 2004 r.

5 Algieria, Egipt, Izrael, Jordania, Liban, Maroko, Autonomia Palestyńska, Syria, Tunezja i Turcja.



Ponadto Eurosystem próbował lepiej poznać zjawiska zachodzące w gospodarkach Ameryki Łacińskiej – regionu ważnego w systemie światowej gospodarki. W tym celu, wspólnie z Banco Central do Brasil, Banco de Portugal i Banco de España, EBC zorganizował drugie seminarium wysokiego szczebla z udziałem przedstawicieli banków centralnych Eurosystemu i Ameryki Łacińskiej, które odbyło się w Rio de Janeiro w listopadzie 2004 r. i zostało poprzedzone przygotowawczymi warsztatami technicznymi w Lizbonie. Uczestnicy omówili ewentualne ograniczenia polityki pieniężnej wynikające z polityki fiskalnej, problemów zadłużenia i cech systemu finansowego.

Na Bliskim Wschodzie EBC rozwijał kontakty z Sekretariatem Generalnym Rady Współpracy Zatoki Perskiej (*Gulf Cooperation Council – GCC*) oraz instytucjami monetarnymi i bankami centralnymi państw członkowskich tej organizacji. Współpraca ta związana była z planem wprowadzenia wspólnej waluty we wszystkich krajach GCC<sup>6</sup> do 2010 r.

6 W skład GCC wchodzi sześć krajów: Bahrajn, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska i Zjednoczone Emiraty Arabskie.



**Autor**

Xenia Hausner

**Tytuł**

Traumspiel, 2004 r.

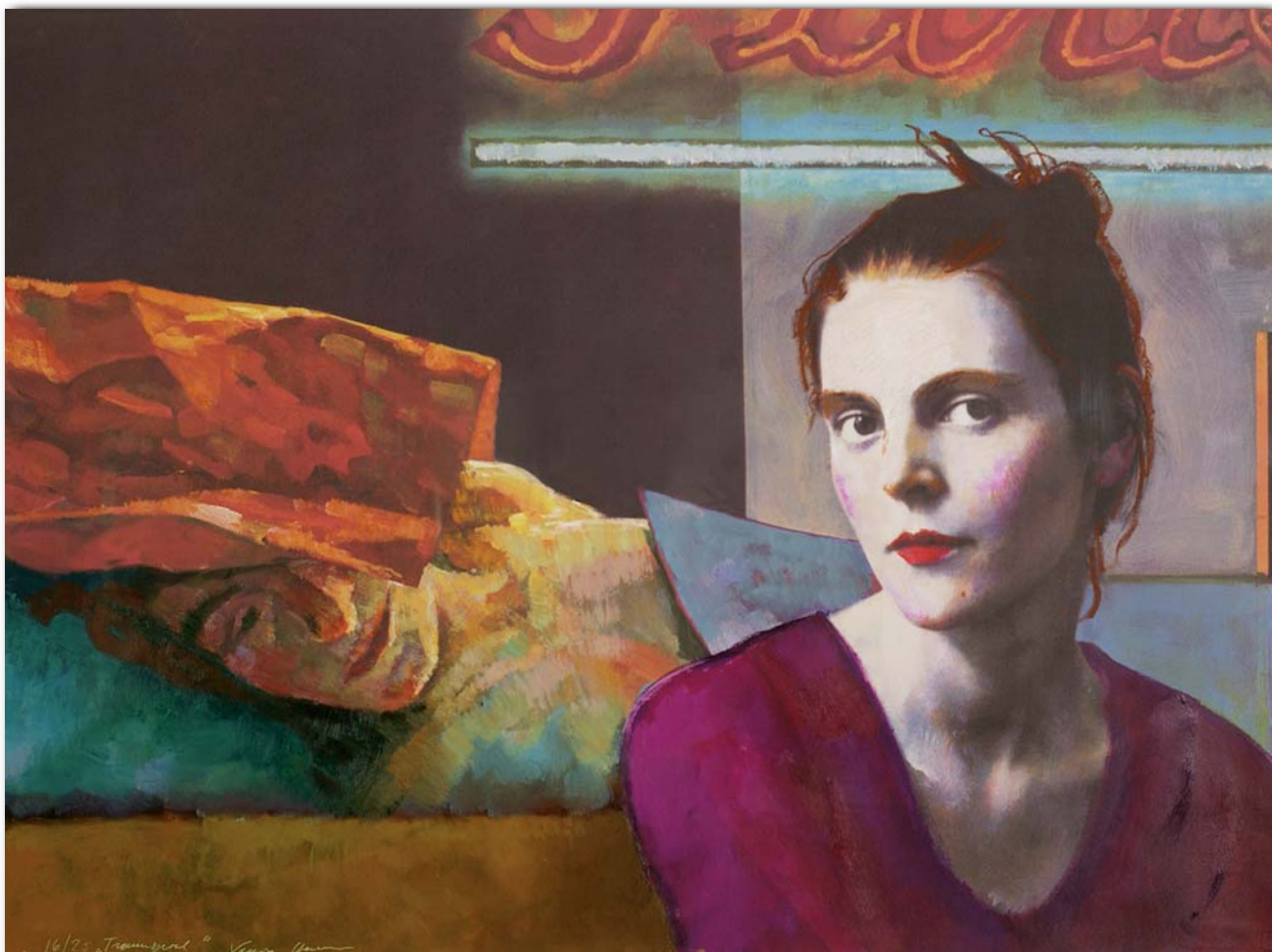
**Materiał**

chromolitografia na ręcznie wytworzonym papierze (ed. 16/25)

**Format**

96 x 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## ROZDZIAŁ 5

# ODPOWIEDZIALNOŚĆ

## I ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC SPOŁECZEŃSTWA I PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO

Odpowiedzialność należy rozumieć jako prawne i instytucjonalne zobowiązanie niezależnego banku centralnego do wyjaśniania swoich decyzji w sposób zrozumiały i wyczerpujący społeczeństwu i jego wybranym przedstawicielom, umożliwiając rozliczanie banku z realizacji jego celów. Odpowiedzialność jest więc istotną częścią składową niezależności banku centralnego.

Od momentu swojego powstania EBC przywiązywał ogromną wagę do swoich obowiązków wynikających z odpowiedzialności i prowadził regularny dialog ze społeczeństwem oraz jego wybranymi przedstawicielami. Traktat stawia przed EBC wiele wymagań w zakresie sprawozdawczości, od publikowania raportów rocznych i kwartalnych oraz skonsolidowanych sprawozdań tygodniowych po wystąpienia przed Parlamentem Europejskim. EBC w pełni realizuje te wymagania, a nawet je przekracza wydając na przykład zamiast raportu kwartalnego Biuletyn Miesięczny, organizując co miesiąc konferencje prasowe, a od grudnia 2004 r. również co miesiąc podając do wiadomości publicznej decyzje Rady Prezesów uzupełniające decyzje o stopach procentowych (zob. również podrozdział 1 rozdziału 6). Na poziomie instytucjonalnym Traktat wyznacza Parlamentowi Europejskiemu ważną rolę w zakresie odpowiedzialności EBC.

W 2004 r. członkowie Rady Prezesów wygłosili w krajach strefy euro wiele prelekcji, aby objaśnić społeczeństwu politykę EBC. Ponadto, zgodnie z postanowieniami Artykułu 113 Traktatu, EBC składał Parlamentowi Europejskiemu regularne raporty dotyczące podejmowanych przez siebie decyzji w zakresie polityki pieniężnej i innych zadań. Podobnie jak w poprzednich latach, głównym forum tej regularnej wymiany poglądów były kwartalne wystąpienia Prezesa EBC przed Komitetem ds. Ekonomicznych i Pieniężnych. Prezes przedstawił Raport Roczny za 2003 r. zarówno Komitetowi, jak i na sesji plenarnej Parlamentu Europejskiego.

Komitet ds. Ekonomicznych i Pieniężnych zaprosił również innego członka Zarządu EBC, aby przedstawił on poglądy EBC na sytuację gospodarczą oraz najważniejsze zagadnienia reform strukturalnych. EBC uczestniczył ponadto w zorganizowanym przez Komitet posiedzeniu na temat Jednolitego Obszaru Płatniczego w Euro.

Niezależnie od zobowiązań wynikających z Traktatu, EBC nadal odpowiadał dobrowolnie na pisemne pytania stawiane przez członków Parlamentu Europejskiego w sprawach dotyczących mandatu EBC. Ponadto, tak jak w poprzednich latach, delegacja członków Komitetu ds. Ekonomicznych i Pieniężnych odwiedziła EBC, aby przeprowadzić z członkami Zarządu nieformalne dyskusje na wiele tematów.

Artykuł 112 Traktatu przewiduje, że Parlament Europejski będzie przedstawiać swoje opinie na temat osób kandydujących do Zarządu przed ich mianowaniem za wspólną zgodą głów państw lub rządów państw członkowskich UE ze strefy euro. Po zaleceniu przez Radę UE Parlament Europejski poprosił pana José Manuela Gonzáleza-Páramo, aby przedstawił Komitetowi ds. Ekonomicznych i Pieniężnych swoje poglądy i odpowiedział na pytania członków Komitetu. Po tym posiedzeniu sesja plenarna Parlamentu Europejskiego poparła jego nominację na następcę Eugenio Domingo Solansa w Zarządzie EBC.

## 2 POGŁĄDY EBC NA WYBRANE TEMATY PORUSZANE NA SPOTKANIACH Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM

Podczas wystąpień Prezesa w Parlamencie Europejskim poruszano wiele tematów, z których najważniejszymi były ocena sytuacji gospodarczej i pieniężnej oraz polityka pieniężna prowadzona przez EBC. Niektóre z problemów poruszonych przez Parlament Europejski w trakcie wymiany poglądów z EBC oraz w uchwale dotyczącej rocznego raportu EBC za 2003 r. (przyjętej w październiku 2004 r.) omówiono poniżej.

### WPLYW WSPÓLNEJ POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA OGÓLNE ZAŁOŻENIA POLITYKI GOSPODARCZEJ W KRAJACH WSPÓLNOTY

Głównym tematem wystąpień Prezesa przed Parlamentem Europejskim był wpływ wspólnej polityki pieniężnej na ogólne założenia polityki gospodarczej w krajach Wspólnoty. Niektórzy członkowie Komitetu ds. Ekonomicznych i Pieniężnych reprezentowali pogląd, że utrzymanie stabilności cen nie wystarczy dla wspierania wzrostu gospodarczego i zatrudnienia, a między inflacją a bezrobociem istnieje zależność. Inni uważali natomiast, że postanowienia Artykułu 105 Traktatu są w pełni zadowalające, a głównym celem wspólnej polityki monetarnej powinno pozostać utrzymanie stabilności cen.

Prezes podkreślił, że poprzez dążenie do zapewnienia stabilności cen oraz dzięki solidnym podstawom średnio- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych EBC najlepiej przyczynia się do tworzenia środowiska gospodarczego sprzyjającego zrównoważonemu wzrostowi. W swojej uchwale dotyczącej rocznego raportu EBC za 2003 r. Parlament Europejski potwierdził ten pogląd, zalecając EBC skoncentrowanie się na utrzymaniu stabilności cen.

### INTEGRACJA FINANSOWA I ZWIĄZANE Z NIĄ PRZEPISY

Podczas kwartalnych spotkań członkowie Komitetu ds. Ekonomicznych i Pieniężnych pytali Prezesa o poglądy EBC na integrację finansową i związane z nią przepisy. Parlament Europejski zwrócił szczególną uwagę na działania ESBC i Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych

(CESR) w zakresie rozliczeń i rozrachunków papierów wartościowych. W uchwale dotyczącej Raportu Roczno EBC za 2003 r. wyrażono zaniepokojenie, że standardy proponowane przez ESBC i CESR mogłyby utrudnić późniejsze procesy legislacyjne w tym zakresie.

Prezes podkreślił, że celem proponowanych standardów nie jest zastąpienie przyszłych aktów prawnych. Jeżeli w przyszłości miałyby zostać przyjęta dyrektywa w sprawie rozliczeń i rozrachunków, należałoby ocenić zgodność standardów z jej postanowieniami, a w przypadku zastrzeżeń – odpowiednio je zmodyfikować (zob. również podrozdział 4 rozdziału 3).

### ODPOWIEDZIALNOŚĆ I PRZEJRZYSTOŚĆ EBC

W swojej uchwale dotyczącej rocznego raportu EBC za 2003 r. Parlament Europejski uznał dialog z EBC za sukces, ponieważ dzięki regularnej wymianie poglądów polityka pieniężna EBC stała się bardziej przejrzysta i dostępna dla społeczeństwa. Równocześnie EBC i Parlament Europejski podtrzymały odmienne opinie na niektóre kwestie związane z odpowiedzialnością i przejrzystością. W swojej uchwale Parlament Europejski po raz kolejny domagał się publikacji protokołów i wyników głosowań ze spotkań Rady Prezesów.

Nawiązując do wniosku o publikację protokołów Prezes podkreślił, że kanały komunikacyjne wykorzystywane przez EBC gwarantują szybsze udostępnianie danych. W szczególności comiesięczne konferencje prasowe, przeprowadzane bezpośrednio po zebraniach Rady Prezesów, umożliwiają przedstawianie wszystkich przyczyn decyzji Rady w czasie rzeczywistym, spełniając tym samym funkcje protokołów. Ponadto uzasadnienia decyzji Rady Prezesów są udostępniane publicznie o wiele wcześniej niż pozwalałyby na to formalnie zatwierdzone protokoły. Dzięki konferencjom prasowym oraz dodatkowym kanałom informacyjnym, takim jak Biuletyn Miesięczny i comiesięczne informacje o decyzjach Rady Prezesów uzupełniających decyzje o stopach

procentowych, EBC stał się jednym z najbardziej przejrzystych banków centralnych na świecie.

Prezes wypowiedział się również w sprawie wniosku o ujawnianie danych o głosowaniu poszczególnych członków Rady Prezesów. Przypomniął, że ze względu na specyfikę środowiska instytucjonalnego, w którym realizowana jest wspólna polityka monetarna, publikacja wyników głosowania mogłaby spowodować nadmierną presję poszczególnych krajów na członków Rady, co groziłoby ich odejściem od perspektywy obszaru euro. EBC pozostaje więc przy zasadzie niepublikowania informacji o poglądach lub sposobie głosowania poszczególnych członków. Umożliwia to skierowanie uwagi społeczeństwa na ekonomiczne uzasadnienie decyzji, nie zaś na indywidualne preferencje głosujących. Takie podejście jest zgodne z zespołowym charakterem pracy Rady Prezesów oraz perspektywą strefy euro.

przechowywane w bazie danych EBC, do której mają dostęp wszystkie banki centralne krajów UE oraz krajowe władze odpowiedzialne za ochronę porządku publicznego (zob. również podrozdział 3 rozdziału 2).

#### **PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM I ZABEZPIECZENIE BANKNOTÓW**

Członkowie Komitetu ds. Ekonomicznych i Pieniężnych poruszyli ponadto sprawę fałszowania banknotów euro. W swojej uchwale dotyczącej Raportu Roczno EBC za 2003 r. Parlament Europejski wezwał EBC do zwrócenia szczególnej uwagi na ten problem oraz uwzględnianie doświadczeń przy projektowaniu nowych banknotów.

W swoim wystąpieniu przed Komitetem ds. Ekonomicznych i Pieniężnych (*Committee on Economic and Monetary Affairs*) Prezes podkreślił, że EBC traktuje problem fałszowania banknotów bardzo poważnie i cały czas stara się udoskonalać środki przeciwdziałające temu zjawisku. Z wieloma krajowymi i międzynarodowymi instytucjami podpisano umowy o współpracy w zakresie walki z fałszerstwami. Ponadto doświadczenia z fałszywymi banknotami są wykorzystywane w pracach nad nowymi zabezpieczeniami przyszłych emisji banknotów. Informacje o wszystkich fałszywych banknotach euro są





**Autor**

Philippe Cognée

**Tytul**

Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999 r.

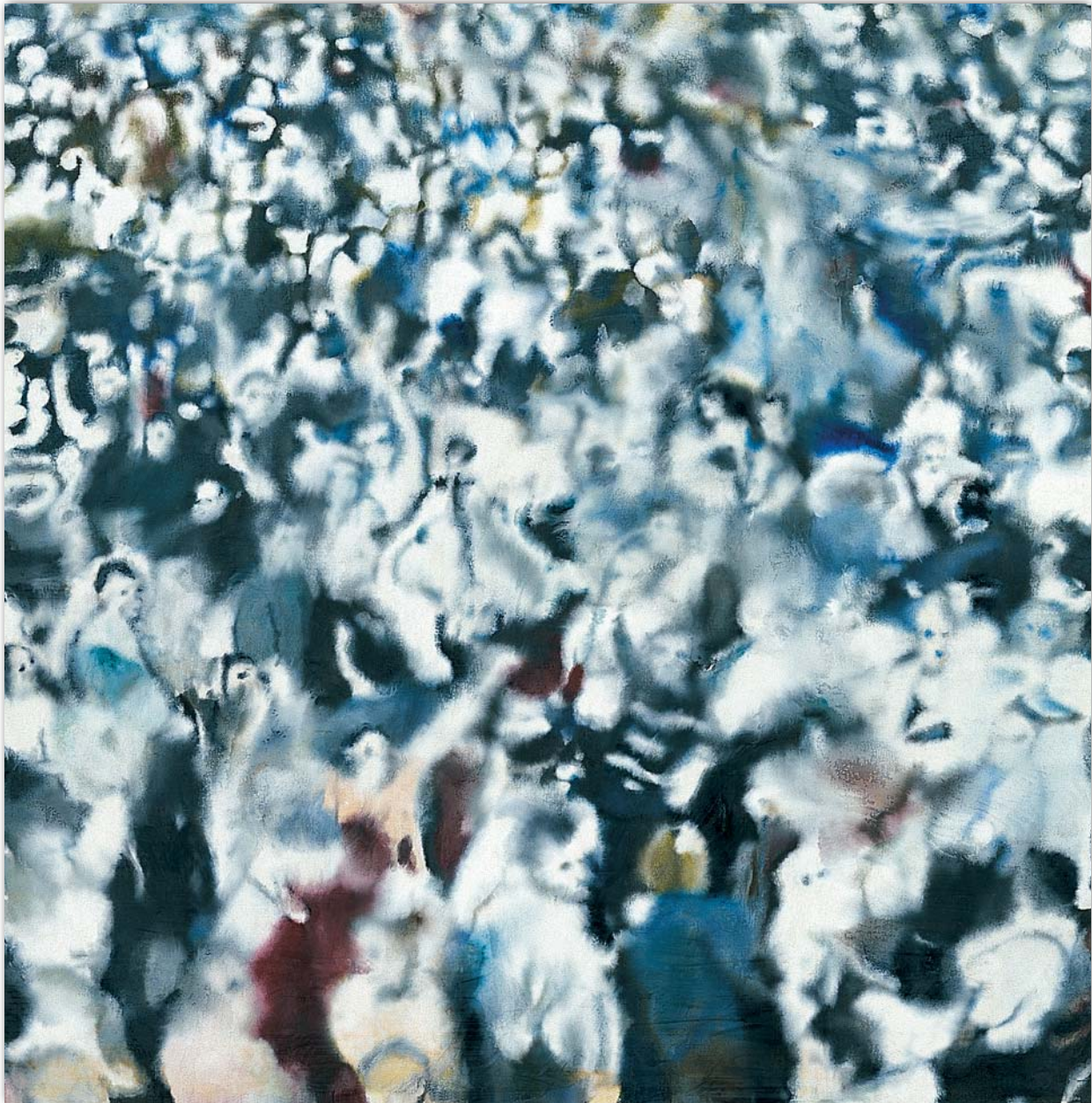
**Material**

plótno, enkaustyka

**Format**

154 × 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## ROZDZIAŁ 6

# KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA

## I POLITYKA KOMUNIKACYJNA

Komunikacja jest integralną częścią polityki pieniężnej EBC oraz jego działalności w innych dziedzinach. Dwa kluczowe elementy działań komunikacyjnych EBC – otwartość i przejrzystość – przyczyniają się do skuteczności, wydajności i wiarygodności polityki pieniężnej EBC, oraz sprzyjają staraniom EBC zmierzającym do składowania pełnej relacji z prowadzonej działalności, jak przedstawiono w rozdziale 5.

językach, w szczególności informacje prasowe o decyzjach w zakresie polityki pieniężnej, projekcje makroekonomiczne opracowywane przez ekspertów Eurosystemu oraz opinie w kwestiach istotnych dla szerszych kręgów społecznych. Przygotowanie, publikacja i dystrybucja kluczowych publikacji EBC w różnych wersjach językowych prowadzone są we współpracy z krajowymi bankami centralnymi.

EBC wyznaczył wysokie standardy komunikacyjne, według których decyzje dotyczące polityki pieniężnej przedstawiane są na konferencji prasowej natychmiast po ich podjęciu przez Radę Prezesów. Po złożeniu oświadczenia wstępnego Prezes i Wiceprezes odpowiadają na pytania dziennikarzy. Taka koncepcja systematycznej i szczegółowej prezentacji polityki pieniężnej, ocen i decyzji EBC w czasie rzeczywistym, zainicjowana w 1999 r., zgodna jest z założeniem prowadzenia otwartej i przejrzystej komunikacji przez bank centralny.

Ponadto, usprawniono również komunikację dotyczącą pozostałych decyzji EBC. Od grudnia 2004 r. teksty prezentujące te decyzje podjęte przez Radę Prezesów, oprócz decyzji dotyczących stóp procentowych, są publikowane co miesiąc na stronach internetowych banków centralnych Eurosystemu.

Zgodnie z instytucjonalnymi zasadami UE, EBC musi udostępnić swoje akty prawne i wymagane regulaminem publikacje we wszystkich oficjalnych językach Wspólnoty, których liczba wzrosła z jedenastu do dwudziestu wraz z rozszerzeniem Unii Europejskiej 1 maja 2004 r. Wspomniane publikacje obejmują Raport Roczny, kwartalną wersję Biuletynu Miesięcznego, tygodniowe skonsolidowane sprawozdanie finansowe Eurosystemu oraz Raport o konwergencji. Dla celów przejrzystości działań i odpowiedzialności wobec obywateli europejskich i wybranych przez nich przedstawicieli, EBC publikuje także inną dokumentację we wszystkich oficjalnych



## 2 DZIAŁALNOŚĆ KOMUNIKACYJNA

Komunikacja EBC opiera się na pewnej liczbie publikacji i narzędzi, nieustannie udoskonalanych w celu bardziej efektywnego przekazywania informacji szerokim kręgom społecznym oraz zainteresowanym podmiotom.

Raport roczny przedstawia kompleksowy przegląd działań EBC w poprzednim roku, w ten sposób czyniąc EBC odpowiedzialnym za swoje działania. Biuletyn miesięczny przedstawia stale uaktualniane oceny EBC w zakresie sytuacji gospodarczej i pieniężnej oraz szczegółowe informacje leżące u podstaw decyzji podejmowanych przez Bank. Zawiera on także artykuły na tematy ogólne związane z bankowością centralną. EBC przyczynia się ponadto do upowszechniania wyników badań, publikując dokumenty robocze i okolicznościowe, jak również organizując konferencje naukowe, seminaria i warsztaty.

Wraz z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych i bankami centralnymi krajów grupy G10, EBC w 2004 r. zainicjował nową publikację o nazwie „International Journal of Central Banking”. Prezentuje ona istotne z punktu widzenia strategii i polityki artykuły na temat teorii i praktyki bankowości centralnej, ze szczególnym naciskiem na badania w obszarze polityki pieniężnej i stabilności finansowej. Pierwsze kwartalne wydanie tej pozycji zostanie opublikowane w 2005 r.

Wszyscy członkowie Rady Prezesów i Zarządu bezpośrednio uczestniczą w przedsięwzięciach mających na celu poszerzenie wiedzy i zrozumienie zadań i polityki EBC, składając oświadczenia przed Parlamentem Europejskim i parlamentami krajowymi, wygłaszając publiczne przemówienia i występując w mediach. W 2004 r. sześciu członków Zarządu wygłosiło około 220 przemówień i udzieliło licznych wywiadów, jak również pisali oni artykuły dla dzienników, czasopism i gazet. Wizyty Prezesa i członków Zarządu w państwach członkowskich UE i innych krajach w 2004 r. pomogły przekazać przesłanie EBC bezpośrednio obywatelom Europy i krajom spoza UE. Przedsięwzięcia komunikacyjne EBC były w coraz większym stopniu skierowane do społeczności nowych państw członkowskich, zarówno przed, jak i po ich przystąpieniu do UE w 2004 r.

Także krajowe banki centralne strefy euro odgrywają ważną rolę w rozpowszechnianiu informacji dotyczącej euro i działalności Eurosystemu w poszczególnych krajach w szerokich kręgach społecznych i wśród zainteresowanych podmiotów, zwracając się do różnorodnych grup odbiorców na szczeblu regionalnym i krajowym w ich własnym języku i środowisku.

Kolejnym ważnym kanałem przekazywania informacji rynkom finansowym jest automatyczny system informacyjny EBC. System ten w czasie rzeczywistym dostarcza informacje kilku agencjom informacyjnym, które w swoich serwisach podają informacje o wysokości podstawowych stóp procentowych EBC, operacjach rynkowych oraz płynności w strefie euro. Serwisy te są prowadzone i regularnie uaktualniane przez EBC. W 2004 r. liczba agencji informacyjnych, którym EBC, w drodze postępowania proceduralnego, udzielił dostępu do tego systemu, wzrosła z trzech do pięciu.

Wszystkie dokumenty publikowane przez EBC oraz informacje na temat jego działalności przedstawiane są na stronach internetowych EBC ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). W 2004 r. uruchomiono nową wersję stron – zmodernizowano ich wygląd i zmieniono zawartość, aby uczynić je bardziej przyjaznymi dla użytkowników. Strony internetowe EBC służą także jako punkt kontaktowy, umożliwiając obywatelom składanie zapytań, oraz jako platforma inicjowania społecznych konsultacji przez EBC. W 2004 r. odpowiedziano na około 47.000 zapytań złożonych różnymi kanałami.

EBC prowadzi otwartą politykę również w dosłownym znaczeniu, przyjmując grupy zwiedzających w swojej siedzibie we Frankfurcie. W 2004 r. około 8.000 gości otrzymało informacje z pierwszej ręki w postaci wykładów i prezentacji wygłoszonych przez personel EBC. Studenci uczelni wyższych oraz specjaliści z sektora finansowego stanowili większość odwiedzających.



**Autor**

Jan Fabre

**Tytuł**

Bez tytułu, 1987 r.

**Material**

papier, tusz

**Format**

200 × 158 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**ROZDZIAŁ 7**

# **ROZSZERZENIE UNII EUROPEJSKIEJ**



## I UDANA AKCESJA DZIESIĘCIU NOWYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH

W dniu 1 maja 2004 r. dziesięć krajów Europy Środkowej i Wschodniej oraz basenu Morza Śródziemnego – Czechy, Estonia, Cypr, Łotwa, Litwa, Węgry, Malta, Polska, Słowenia i Słowacja – przystąpiło do UE. Krajowe banki centralne nowych państw członkowskich zostały włączone do ESBC, a ich prezesi stali się pełnoprawnymi członkami Rady Ogólnej. Eksperti z krajowych banków centralnych posiadają pełny status członkowski na posiedzeniach komitetów ESBC, ilekroć przedmiotem obrad są sprawy należące do obszaru kompetencji Rady Ogólnej.

Integracja nowych członków w ramach ESBC przebiegła sprawnie. Na podstawie planu przystąpienia do UE (*Accession Master Plan*) opracowanego przez EBC w 2003 r., poczyniono przygotowania ze szczególnym uwzględnieniem obszarów działalności banku centralnego, systemów płatniczych i rozrachunkowych, statystyki, banknotów oraz infrastruktury i aplikacji informatycznych. Stosowna infrastruktura informatyczna ESBC została udoskonalona i obecnie łączy wszystkie krajowe banki centralne 25 krajów i EBC, zapewniając zwiększoną niezawodność i bezpieczeństwo. Klucz subskrypcji kapitału EBC został rozszerzony i krajowe banki centralne nowych państw członkowskich wpłaciły część swojego subskrybowanego kapitału jako wkład na pokrycie kosztów operacyjnych EBC.

Piąte seminarium wysokiego szczebla na temat procesu akcesyjnego, które odbyło się w Paryżu w marcu 2004 r., było elementem ostatniej fazy przygotowań do akcesji. Seminarium, zorganizowane wspólnie przez EBC i Banque de France, zgromadziło prezesów i wysokiej rangi przedstawicieli banków centralnych ESBC, dziesięciu krajów akcesyjnych oraz dwóch krajów prowadzących negocjacje akcesyjne – Bułgarii i Rumunii. Seminarium koncentrowało się na polityce pieniężnej i polityce kursów walutowych, praktycznym funkcjonowaniu ERM II, dyscyplinie budżetowej z uwzględnieniem Paktu Stabilności i Wzrostu oraz na zagadnieniach związanych ze

standardami finansowymi, regulacjami w zakresie rachunkowości i ładem korporacyjnym.

Praktyczne doświadczenia zdobyte podczas procesu rozszerzenia zostały ocenione i zostaną uwzględnione w przygotowaniach do przyszłych rozszerzeń zarówno UE, jak i strefy euro.

20 października 2004 r. Komisja Europejska i EBC opublikowały swoje raporty o konwergencji – na temat postępu dokonanego w realizacji zobowiązań w zakresie Unii Gospodarczej i Walutowej przez państwa członkowskie objęte derogacją, w tym nowe państwa członkowskie. Z raportu o konwergencji sporządzonego przez EBC wynika, że żaden z ocenianych krajów nie spełnił wszystkich warunków przyjęcia euro, łącznie z wymaganiami legislacyjnymi chroniącymi rzeczywistą niezależność krajowych banków centralnych.

Pod względem liczby przystępujących krajów, to rozszerzenie było najważniejsze w historii UE. Jednak gospodarcza waga nowych państw członkowskich jest stosunkowo mała w porównaniu z poprzednimi rozszerzeniami. W rezultacie, akcesja nowych państw członkowskich nie zmieniła zasadniczo głównych cech gospodarki UE. Gospodarcza różnorodność wewnątrz UE zwiększyła się, jako że instytucjonalne i strukturalne cechy nowych państw członkowskich są pod wieloma względami odmienne od cech pozostałych państw członkowskich. Większość nowych państw członkowskich zaangażowana była w proces przejścia z gospodarki centralnie planowanej na gospodarkę rynkową, co pociągnęło za sobą fundamentalne zmiany instytucjonalne i strukturalne w ich gospodarkach. W dłuższym okresie, rozszerzenie najprawdopodobniej przyczyni się pozytywnie do wzrostu gospodarczego w UE; faktycznie pozytywny wpływ został już odnotowany w trakcie dekady przygotowań do rozszerzenia. Niniejszy podrozdział przedstawia kilka kluczowych cech

makroekonomicznych UE przed i po akcesji nowych państw członkowskich, jak również odpowiadające im dane dotyczące USA i Japonii.

### LUDNOŚĆ I AKTYWNOŚĆ GOSPODARCZA

Jak pokazano w Tabeli 16, rozszerzenie w 2004 r. zwiększyło liczbę ludności UE o prawie 20% do 457,7 mln. Pod względem liczby ludności, UE pozostaje największym podmiotem w świecie przemysłowym.

Aktywność gospodarcza w krajach tworzących UE25, mierzona za pomocą PKB, wyniosła 9.752 mld euro w 2003 r., do czego – wg bieżących kursów walutowych – akcesja nowych państw członkowskich wniosła 4,5%. Z perspektywy historycznej, gospodarczy wymiar tego rozszerzenia UE był stosunkowo ograniczony. Na przykład przystąpienie

Hiszpanii i Portugalii do Wspólnoty Europejskiej w 1986 r. (która wówczas składała się z dziesięciu krajów) zwiększyło całkowity PKB Wspólnoty o nieco ponad 8%, a przystąpienie Austrii, Finlandii i Szwecji w 1995 r. zwiększyło wyniki gospodarcze o nieco ponad 7%. Biorąc za podstawę PKB i kursy wymiany z 2003 r., akcesja nowych państw członkowskich doprowadziła do wzrostu udziału UE w światowym PKB z 30,4% do 31,8%. Trzeba jednak podkreślić, że te międzynarodowe porównania podlegają dużemu wpływowi zmian kursów walutowych. Jednym ze sposobów na wyeliminowanie zmienności i potencjalnych zniekształceń związanych z cenami rynkowymi jest dokonanie porównania na podstawie parytetu siły nabywczej (PPP), nawet jeżeli te pomiary również budzą zastrzeżenia. W kategoriach PPP dane za 2003 r. wskazują, że ostatnie rozszerzenie zwiększyło

**Tabela 16 Najważniejsze cechy gospodarki UE z włączeniem i wyłączeniem nowych państw członkowskich**

	Okres	Jednostka	UE-15	UE-25	USA	Japonia
Ludność	2004	mln	384,5	457,7	293,9	127,5
PKB (udział w światowym PKB) <sup>1)</sup>	2003	%	30,4	31,8	30,4	11,9
PKB	2003	mld euro	9 310	9 752	9 673	3 800
	2003	PPP mld	9 310	10 193	9 957	3 254
PKB na mieszkańca	2003	tys. euro	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	PPP tys.	24,3	22,3	34,2	25,5
Eksport towarów i usług	2003	% PKB	14,0	12,4	9,3	12,2
Import towarów i usług	2003	% PKB	13,3	12,1	13,8	10,6
Sektory gospodarki <sup>2)</sup>						
Rolnictwo, rybołówstwo, leśnictwo	2003	% PKB	2,0	2,1	0,8	1,2
Przemysł (z budownictwem)	2003	% PKB	26,6	26,8	19,7	29,2
Usługi	2003	% PKB	71,4	71,1	79,5	69,6
Stopa bezrobocia	2003	%	8,1	9,1	6,0	5,3
Wskaźnik aktywności zawodowej <sup>3)</sup>	2003	%	70,0	69,3	75,8	78,2
Wskaźnik zatrudnienia <sup>4)</sup>	2003	%	64,4	63,0	71,2	68,4
Instytucje rządowe i samorządowe <sup>5)</sup>						
Nadwyżka (+) lub deficyt (-)	2003	% PKB	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Wydatki	2003	% PKB	48,5	48,5	34,4	39,1
Przychody	2003	% PKB	45,8	45,6	29,8	31,6
Dług brutto	2003	% PKB	64,2	63,2	63,1	156,9
Depozyty bankowe <sup>6)</sup>	2003	% PKB	83,9	82,4	47,8	120,2
Kredyty dla sektora prywatnego <sup>7)</sup>	2003	% PKB	99,2	96,3	51,4	118,8
Kapitalizacja giełdy	2003	% PKB	66,3	65,2	126,7	61,6

Źródła: Eurostat, Komisja Europejska, MFW, BRM, EBC i obliczenia EBC.

1) Udziały w PKB na podstawie PKB kraju wg bieżącego kursu USD.

2) Wg wartości dodanej brutto w cenach bieżących.

3) Zdefiniowany jako stosunek siły roboczej do ludności w wieku produkcyjnym (15 do 64 lat).

4) Zdefiniowany jako stosunek liczby zatrudnionych do ludności w wieku produkcyjnym (15 do 64).

5) Na podstawie ESA95.

6) UE-15 i UE-25: depozyty ogółem w MIF; Stany Zjednoczone: depozyty na żądanie, terminowe i oszczędnościowe w instytucjach bankowych;

7) UE-15 i UE-25: kredyty MIF dla innych rezydentów; Stany Zjednoczone: kredyty banków komercyjnych, instytucji oszczędnościowych oraz spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych; Japonia: kredyty dla sektora prywatnego.

PKB Unii Europejskiej o 9,5%, czyniąc go wyższym od PKB Stanów Zjednoczonych.

Ponieważ nowe państwa członkowskie mają stosunkowo dużą populację w stosunku do ich obecnego poziomu aktywności gospodarczej, ich akcesja niesie za sobą zmniejszenie przeciętnego poziomu PKB na mieszkańca w UE. Ma się to jednak zmienić stopniowo, wraz z postęпами w nadrabianiu zaległości. W porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi i Japonią, PKB na mieszkańca w UE25 jest stosunkowo niski, choć różnica w stosunku do Japonii jest znacznie mniejsza w kategoriach PPP (na podstawie danych za 2003 r.).

Przystąpienie nowych państw członkowskich będzie miało także bardziej długoterminowy skutek w zakresie aktywności gospodarczej, ponieważ wpływa ona na bodźce pobudzające i przeszkody hamujące przepływ towarów, usług, kapitału i pracy (tzw. cztery swobody) między nowymi państwami członkowskimi a innymi krajami UE, chociaż przepływy migracyjne będą przez kilka lat podlegały ograniczeniom. Przykładowo, rozszerzenie jednolitego rynku poprzez zwiększenie zasięgu tych czterech swobód do 25 krajów najprawdopodobniej zwiększy konkurencję i stworzy korzyści skali (ang. *economies of scale*). Rozmiar tych skutków i tempo, w jakim będą się urzeczywistniać, zależy będzie jednak od wielu czynników, takich jak przyszła polityka gospodarcza każdego z państw członkowskich UE.

#### **HANDEL MIĘDZYNARODOWY**

Po rozszerzeniu, wymiana handlowa pomiędzy UE15 a nowymi państwami członkowskimi, jak i pomiędzy tymi państwami, jest oczywiście klasyfikowana jako handel wewnątrz UE, a nie handel międzynarodowy. Natomiast wymiana handlowa między nowymi państwami członkowskimi a resztą świata z wyłączeniem krajów UE15 obecnie traktowana jest jako handel poza UE25. Przystąpienie nowych państw członkowskich zmniejszyło nieco otwartość handlową UE, pomimo tego, że większość nowych państw członkowskich to

gospodarki bardzo otwarte, ponieważ handel UE15 z nowymi państwami członkowskimi ma większe znaczenie niż handel nowych państw członkowskich z krajami spoza UE. Według danych za 2003 r., eksport produktów i usług stanowił 12,4% PKB powiększonej UE, w porównaniu z odpowiednio 9,3% i 12,2% w Stanach Zjednoczonych i Japonii.

#### **STRUKTURA PRODUKCJI**

Struktura produkcji w nowych państwach członkowskich charakteryzuje się większym udziałem rolnictwa (3,2%) i przemysłu (31,9%) i mniejszym udziałem usług (64,9%) w PKB niż średnio w pozostałych krajach UE. Różnice międzysektorowe są bardziej wyraźne w nowych państwach członkowskich niż w UE15 w kategoriach rozkładu zatrudnienia w tych sektorach. Tym niemniej, rozszerzenie spowodowało tylko nieznaczne zmiany w udziałach tych sektorów w PKB Unii i w rozkładzie zatrudnienia. W porównaniu z innymi dużymi blokami gospodarczymi, sektor rolniczy UE jest duży w stosunku do amerykańskiego i japońskiego, natomiast sektor przemysłowy Unii jest większy niż amerykański, lecz mniejszy niż japoński. Sektor usług UE jest większy niż w Japonii, lecz mniejszy niż w Stanach Zjednoczonych.

#### **RYNEK PRACY**

Średnia stopa bezrobocia w nowych państwach członkowskich jest wyższa niż w krajach UE15, a powiększenie Unii doprowadziło do nieznacznego zwiększenia średniej stopy bezrobocia w UE25. Pomimo spadku odnotowanego pod koniec lat 90., stopa bezrobocia zarówno w UE15 jak i w UE25 – wynosząca odpowiednio 8,1% i 9,1% w 2003 r. – pozostaje wyraźnie wyższa niż w Stanach Zjednoczonych i Japonii, gdzie wynosi ona odpowiednio 6,0% i 5,3%. W nowych środkowoeuropejskich i wschodnioeuropejskich państwach członkowskich stopa bezrobocia wzrosła, wzrosło także regionalne zróżnicowanie bezrobocia w minionej dekadzie, w wyniku zmian strukturalnych związanych z przejściem na gospodarkę rynkową. Perspektywy zatrudnienia mogą jednak ulec

poprawie w nadchodzących latach, ponieważ redukcja miejsc pracy związana z restrukturyzacją może się zmniejszyć. W dłuższym okresie, dążenie nowych państw członkowskich do dogonienia czołówki UE pod względem PKB na mieszkańca może korzystnie kształtować tendencje w zatrudnieniu i zmniejszyć bezrobocie.

Akcesja nowych państw członkowskich spowodowała spadek wskaźnika zatrudnienia w UE o 1,4 punktu procentowego do 63,0% w chwili obecnej. Szczegółowa analiza wskaźnika zatrudnienia w nowych państwach członkowskich wskazuje, że wskaźnik aktywności mężczyzn jest wyraźnie poniżej poziomu notowanego w krajach UE15, natomiast różnica w przypadku kobiet jest mniejsza. Wskaźnik zatrudnienia starszych pracowników (tj. w wieku 55-64 lata) jest również wyraźnie niższy w nowych państwach członkowskich niż w UE15. W porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi i Japonią, wskaźnik aktywności zawodowej UE jest niski. Połączenie niższego wskaźnika aktywności i wyższej stopy bezrobocia w UE znajduje odzwierciedlenie we wskaźniku zatrudnienia, który jest niższy niż w Stanach Zjednoczonych i Japonii.

#### **POZYCJA BUDŻETOWA I ROZMIAR SEKTORA PUBLICZNEGO**

Przystąpienie nowych państw członkowskich nie zmieniło istotnie ważonego średniego wskaźnika deficytu finansów publicznych w UE, pomimo faktu, że większość nowych państw członkowskich ma wysoki deficyt budżetowy (zob. również podrozdział 2.5, rozdziału 1). Udziały wydatków i przychodów publicznych w PKB są nieco mniejsze w większości nowych krajów UE, chociaż pozostają wysokie w stosunku do poziomu dochodów. Mały rozmiar gospodarek nowych państw członkowskich oznacza, że udział sektora instytucji rządowych i samorządowych w UE25 pozostaje jednak z grubsza bez zmian w porównaniu z UE15. Jako że wskaźnik długu publicznego w nowych państwach członkowskich ogólnie mieści się znacznie poniżej poziomu notowanego w UE15, średnia



unijna relacja zadłużenia do PKB jest obecnie nieco niższa niż przed rozszerzeniem.

Deficyt instytucji rządowych i samorządowych, który w UE25 wyniósł 2,8% w 2003 r., jest obecnie niższy niż w Stanach Zjednoczonych i w Japonii. Jednocześnie sektor instytucji rządowych i samorządowych w UE25 stanowi większą część gospodarki niż to ma miejsce w Stanach Zjednoczonych i Japonii. W UE25, wskaźnik wydatków publicznych wynosi prawie 49%, a przychodów publicznych nieco poniżej 46%. W Stanach Zjednoczonych sektor instytucji rządowych i samorządowych stanowi nieco ponad 34% PKB w kategorii wydatków i nieco poniżej 30% PKB w kategorii przychodu. W Japonii, tamtejszy wysoki deficyt finansów publicznych wynika ze wskaźnika wydatków publicznych na poziomie nieco ponad 39% PKB i wskaźnika przychodów publicznych na poziomie prawie 32%. Akumulacja deficytu finansów publicznych w przeszłości doprowadziła do podobnie wysokich wskaźników długu publicznego w UE i w Stanach Zjednoczonych, tym niemniej są one dużo niższe niż w Japonii.

### **STRUKTURA FINANSOWA**

Rozszerzenie nie spowodowało istotnych zmian w finansowej strukturze UE jako całości, aczkolwiek instytucje pośrednictwa finansowego chętniej współpracują z bankami nowych państw członkowskich niż z UE15. W większości nowych państw członkowskich sektor finansowy jest stosunkowo mały, biorąc pod uwagę całkowite aktywa sektora bankowego oraz kapitalizację rynku papierów wartościowych. Jednak poziom pośrednictwa finansowego, tj. kierowania nowych środków przez instytucje finansowe, w celu zaspokojenia nowego zapotrzebowania na finansowanie inwestycji, w ostatnim czasie dość gwałtownie wzrósł w niektórych nowych państwach członkowskich. W porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi, sektor finansowy UE nadal wykazuje większą orientację na sektor bankowy, natomiast rola giełd w pośrednictwie finansowym jest mniej istotna. Z kolei w porównaniu z Japonią, rola sektora bankowego w unijnym sektorze finansowym jest stosunkowo mniejsza, a większe jest znaczenie giełd.

## 2 STOSUNKI Z KRAJAMI KANDYDUJĄCYMI DO UE

Cztery kraje posiadają obecnie status kandydata do członkostwa w UE: Bułgaria, Chorwacja, Rumunia i Turcja. Po udanym zakończeniu negocjacji akcesyjnych z Bułgarią i Rumunią, Rada Europejska w grudniu 2004 r. wezwała do finalizacji Traktatu Akcesyjnego z tymi dwoma krajami, a jego podpisanie planowane jest na kwiecień 2005 r. Bułgaria i Rumunia przystąpiłyby do UE w styczniu 2007 r. Chorwacja jest krajem kandydackim od czerwca 2004 r. i – o ile realizowana będzie pełna współpraca z Międzynarodowym Trybunałem Kryminalnym dla byłej Jugosławii – negocjacje akcesyjne rozpoczną się w marcu 2005 r. Turcja otrzymała status kraju kandydackiego decyzją Rady Europejskiej podjętą w Helsinkach w 1999 r. W grudniu 2004 r. Rada Europejska zdecydowała, że w świetle raportu i zaleceń Komisji, Turcja w wystarczającym stopniu spełnia polityczne kryteria określone w Kopenhadze, aby rozpocząć z nią negocjacje akcesyjne pod warunkiem, że wprowadzi w życie pewne regulacje prawne. W związku z tym Rada Europejska zwróciła się do Komisji o przygotowanie propozycji planu negocjacji, które miałyby się rozpocząć 3 października 2005 r.

Eurosystem kontynuował monitorowanie sytuacji pieniężnej i gospodarczej w krajach kandydackich, zwracając szczególną uwagę na proces dezinflacji, oraz zagadnienia sektora finansowego i strukturalnej konwergencji z UE.

EBC jeszcze bardziej wzmocnił swoje dwustronne stosunki z bankami centralnymi Bułgarii i Rumunii. Pierwsze wizyty w Bułgarskim Banku Narodowym i Narodowym Banku Rumunii, złożone przez EBC na szczelbu Zarządu, miały miejsce w październiku. Głównym celem tych wizyt było przedyskutowanie dalszej współpracy z Eurosystemem, która obejmie przedakcesyjny dialog EBC z bankami centralnymi krajów negocjujących akcesję. Po podpisaniu Traktatu Akcesyjnego, prezesi tych banków centralnych zostaną zaproszeni do uczestnictwa w posiedzeniach Rady Ogólnej w charakterze obserwatorów. Eksperti z tych banków

centralnych uzyskają status obserwatora w komitetach ESBC w zakresie, w jakim te komitety zajmują się sprawami wchodzącymi w obszar kompetencji Rady Ogólnej. Wizyta w Chorwackim Banku Narodowym planowana jest na marzec 2005 r.

EBC kontynuował także strategiczny dialog wysokiego szczebla z Centralnym Bankiem Republiki Turcji, obejmujący coroczne spotkania na szczelbu Zarządu. Dyskusje koncentrowały się na procesie makroekonomicznej stabilizacji Turcji, polityce pieniężnej i kursowej Centralnego Banku Republiki Turcji i sytuacji gospodarczej w strefie euro. W uzupełnieniu do dialogu strategicznego, kontynuowano techniczną współpracę w zakresie działalności EBC i Centralnego Banku Republiki Turcji.

**Autor**

Reinhold A. Goelles

**Tytuł**

Bez tytułu, 1999 r.

**Material**

plótno, akryl

**Format**

152 × 100 cm

© Europejski Bank Centralny

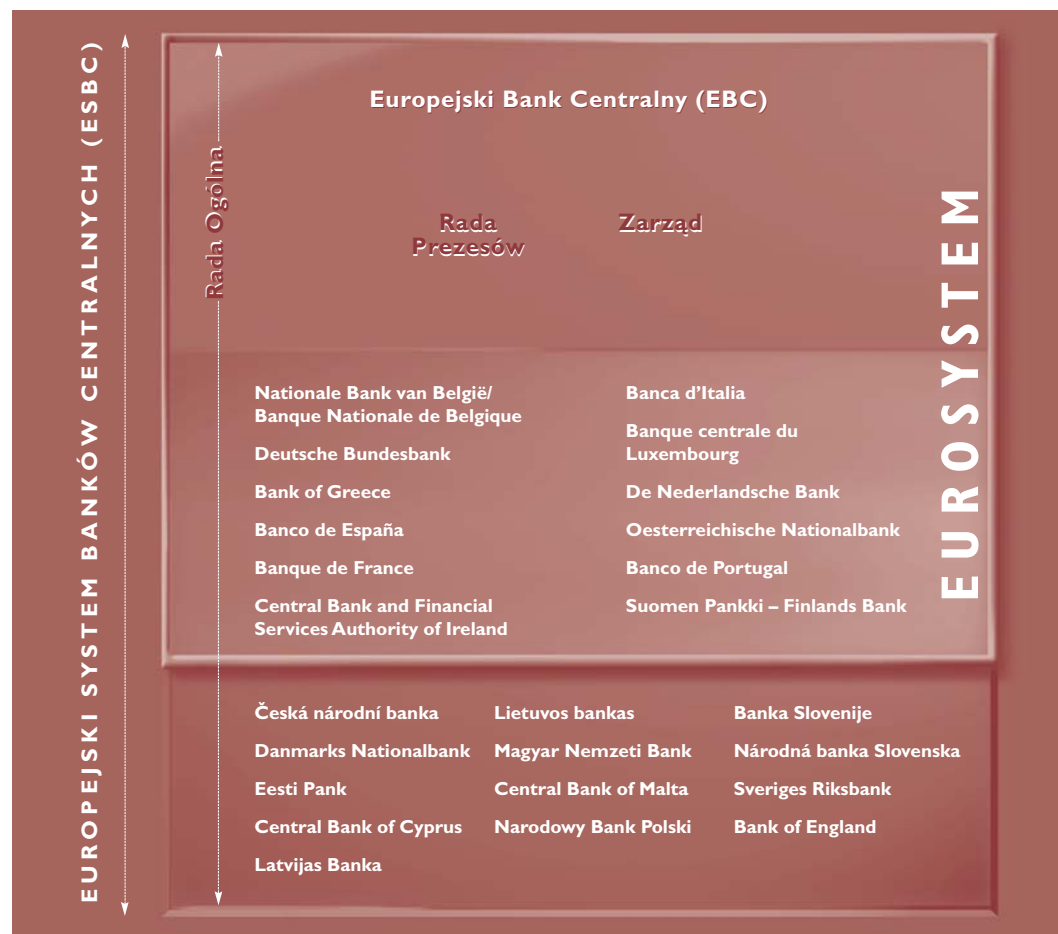


**RAMY INSTYTUCJONALNE,  
ORGANIZACJA  
I ROCZNE SPRAWOZDANIA  
FINANSOWE**



# I ORGANY DECYZYJNE I ŁAD KORPORACYJNY W EUROPEJSKIM BANKU CENTRALNYM

## I.1 EUROSISTEM I EUROPEJSKI SYSTEM BANKÓW CENTRALNYCH



Eurosystem jest centralnym systemem bankowym strefy euro. Obejmuje on Europejski Bank Centralny (EBC) oraz krajowe banki centralne (KBC) dwunastu państw członkowskich UE, których wspólną walutą jest euro. Rada Prezesów przyjęła termin „Eurosystem”, aby ułatwić zrozumienie struktury powiązań między bankami centralnymi w strefie euro. Termin ten, podkreślający wspólną tożsamość, pracę zespołową i współdziałanie wszystkich członków, został wprowadzony do traktatu ustanawiającego Konstytucję Europejską, podpisanego w Rzymie 29 października 2004 r. Rada Prezesów zatwierdziła ponadto misję Eurosystemu oraz jego cele strategiczne i zasady organizacyjne dla realizacji zadań przez wszystkich uczestników (zob. Ramka 15).

ESBC obejmuje Europejski Bank Centralny oraz krajowe banki centralne wszystkich państw członkowskich UE (od 1 maja 2004 r. jest ich 25), czyli obejmuje on również KBC tych państw członkowskich, które nie wprowadziły jeszcze euro. Dopóki będą istnieć państwa członkowskie, które nie wprowadziły euro, konieczne będzie rozróżnienie pomiędzy Eurosystemem a ESBC.

EBC posiada osobowość prawną w świetle międzynarodowego prawa publicznego. Stanowi on centralną część Eurosystemu i ESBC, i gwarantuje realizację ich zadań zarówno poprzez bezpośrednie działania, jak i poprzez krajowe banki centralne.

Każdy KBC posiada osobowość prawną w świetle prawa krajowego swojego kraju. KBC strefy euro, które stanowią integralną część Eurosystemu, realizują zadania nałożone na tę organizację zgodnie z zasadami ustalonymi przez organy decyzyjne EBC, a także wspomagają pracę Eurosystemu i ESBC poprzez uczestnictwo w różnych komitetach (zob. podrozdział 1.5 niniejszego rozdziału). Banki te mogą również pełnić, na własną odpowiedzialność, funkcje niezwiązane z Eurosystemem, chyba że Rada Prezesów uzna je za sprzeczne z celami i zadaniami Eurosystemu.

Eurosystem i ESBC są zarządzane przez organy decyzyjne EBC – Radę Prezesów i Zarząd. W obu instytucjach decyzje podejmowane są w sposób scentralizowany. EBC i banki centralne krajów strefy euro realizują jednak wspólne cele strategiczne i operacyjne z pełnym

poszanowaniem zasady decentralizacji, zgodnie ze Statutem ESBC. Trzecim organem decyzyjnym EBC jest Rada Ogólna, która będzie istnieć dotąd, dopóki istnieją kraje członkowskie, które jeszcze nie przyjęły waluty euro. Funkcjonowanie organów decyzyjnych podlega przepisom Traktatu, Statutu ESBC i odpowiednich regulaminów<sup>1</sup>. W 2004 r. zarówno Regulamin Europejskiego Banku Centralnego, jak i Regulamin Rady Ogólnej EBC zostały poprawione z uwzględnieniem zmian, jakie miały miejsce od 1999 r. oraz zmian spodziewanych w związku z rozszerzeniem ESBC.

<sup>1</sup> Informacje dotyczące Regulaminu EBC można znaleźć w Decyzji ECB/2004/2 z 19 lutego 2004 r. przyjmującej Regulamin Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 80 z 18.03.2004 r., s. 33; Decyzji ECB/2004/12 z 17 czerwca 2004 r. przyjmującej Regulamin Rady Ogólnej ECB, Dz.U. L 230 z 30.06.2004 r., s. 61 oraz Decyzji ECB/1999/7 z 12 października 1999 r. w sprawie Regulaminu Zarządu EBC, Dz.U. L 314 z 8.12.1999 r., s. 34. Przepisy te są również dostępne w serwisie internetowym EBC.

## Ramka 15

### MISJA EUROSYSTEMU

Opublikowana w styczniu 2005 r. Misja Eurosystemu została opracowana na podstawie doświadczeń ze wspólnym systemem banków centralnych w strefie euro, który powstał w 1999 r. Swój udział w utworzeniu tego dokumentu miały wszystkie banki centralne wchodzące w skład tej organizacji. Misja Eurosystemu zatwierdzona przez Radę Prezesów jest drugim tego typu dokumentem, po Misji Europejskiego Banku Centralnego przyjętej w sierpniu 2003 r. przez Zarząd. Tekst Misji Eurosystemu brzmi następująco:

*„Eurosystem, który obejmuje Europejski Bank Centralny i krajowe banki centralne państw członkowskich, których walutą jest euro, stanowi organ monetarny obszaru euro. Naszym podstawowym celem w ramach Eurosystemu jest utrzymanie stabilności cen służącej wspólnemu dobru. Będąc najwyższym autorytetem w dziedzinie finansów, dążymy do ochrony stabilności finansowej oraz wspierania europejskiej integracji finansowej.*

*Przy realizacji naszych celów przywiązujemy najwyższą wagę do wiarygodności, zaufania, przejrzystości i odpowiedzialności. Dokładamy starań, aby komunikować się skutecznie z obywatelami Europy i z mediami. Dążymy do kształtowania naszych stosunków z władzami europejskimi i krajowymi w pełnej zgodności z postanowieniami Traktatu i z należyтым poszanowaniem zasady niezależności.*

*Razem przyczyniamy się – na poziomie strategicznym i operacyjnym – do osiągnięcia naszych wspólnych celów, dbając o przestrzeganie zasady decentralizacji. Stosujemy zasady dobrego*

*zarządzania i wykonujemy swoje zadania wydajnie i skutecznie, w duchu współdziałania i pracy zespołowej. Czerpiąc z bogactwa naszych doświadczeń i korzystając z wymiany wiedzy, dążymy do wzmocnienia wspólnej tożsamości, przemawiania jednym głosem i wykorzystywania efektów synergii, w ramach jasno zdefiniowanych zadań i obowiązków wszystkich członków Eurosystemu.”*

Misja określa wspólne cele banków centralnych Eurosystemu i sposoby współdziałania i współpracy między nimi, oparte na wspólnych wartościach. Została ona opracowana na podstawie zbioru uzgodnionych zasad organizacyjnych i na kilku celach strategicznych (więcej informacji na ten temat można znaleźć w serwisie internetowym Europejskiego Banku Centralnego). Misja stanowi również próbę sformułowania jasnych wytycznych dla wszystkich pracowników, a także informuje społeczeństwo, w jaki sposób Eurosystem wykonuje zadania i osiąga cele powierzone mu w Traktacie i Statucie.

## I.2 RADA PREZESÓW

W skład Rady Prezesów wchodzi wszyscy członkowie Zarządu oraz prezesi krajowych banków centralnych państw członkowskich, które wprowadziły euro. Zgodnie z Traktatem, do najważniejszych zadań Rady należą:

- opracowywanie wytycznych i podejmowanie decyzji koniecznych do zapewnienia realizacji zadań powierzonych Eurosystemowi
- formułowanie zasad polityki pieniężnej strefy euro, w tym – w razie potrzeby – podejmowanie decyzji dotyczących pośrednich celów polityki pieniężnej, podstawowych stóp procentowych i zapewnienia rezerw w Eurosystemie, a także określanie wytycznych koniecznych do wdrożenia podjętych decyzji.

Z reguły Rada Prezesów spotyka się dwa razy w miesiącu w siedzibie EBC we Frankfurcie nad Menem w Niemczech. Na pierwszym spotkaniu w miesiącu dokonuje między innymi dogłębnej oceny sytuacji pieniężnej i gospodarczej oraz podejmuje związane z tym decyzje. Drugie spotkanie jest zazwyczaj poświęcone sprawom związanym z innymi zadaniami EBC i Eurosystemu. W 2004 r. dwa spotkania odbyły się poza Frankfurtem – w Suomen Pankki (Banku Finlandii) w Helsinkach oraz

w Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique w Brukseli.

Podejmując decyzje w sprawie polityki pieniężnej oraz innych zadań EBC i Eurosystemu, członkowie Rady Prezesów nie działają jako przedstawiciele swoich krajów, lecz osoby całkowicie niezależne. Odzwierciedla to przyjęta przez Radę zasada „jeden członek, jeden głos”.

Zgodnie z tzw. klauzulą zezwalającą (ang. *enabling clause*) przewidzianą w Traktacie z Nicei, Rada UE, spotykając się w składzie szefów państw lub rządów, kierując się zaleceniami EBC, w dniu 21 marca 2003 r. przyjęła jednogłośnie decyzję o wprowadzeniu poprawki do Art. 10.2 Statutu ESBC (dotyczącego warunków głosowania w Radzie Prezesów). Po ratyfikacji przez wszystkie państwa członkowskie, decyzja ta weszła w życie 1 czerwca 2004 r. Zgodnie z tą decyzją, wszyscy członkowie Rady Prezesów będą nadal uczestniczyć w zebraniach i obradach. Jednak za każdym razem liczba prezesów banków centralnych uprawnionych do głosowania nie będzie przekraczać 15. Tych 15 praw głosu będzie przechodzić na kolejnych prezesów na zasadzie rotacji, zgodnie z wcześniej ustalonymi zasadami. Każdy z sześciu członków Zarządu będzie miał stałe prawo głosu.

## RADA PREZESÓW



### **Jean-Claude Trichet**

Prezes EBC

### **Lucas D. Papademos**

Wiceprezes EBC

### **Jaime Caruana**

Prezes Banco de España

### **Vítor Constâncio**

Prezes Banco de Portugal

### **Eugenio Domingo Solans**

(do 31 maja 2004 r.)

Członek Zarządu EBC

### **Antonio Fazio**

Prezes Banca d'Italia

### **Nicholas C. Garganas**

Prezes Bank of Greece

### **José Manuel González-Páramo**

(od 1 czerwca 2004 r.)

Członek Zarządu EBC

### **John Hurley**

Prezes Central Bank and Financial Services

Authority of Ireland

### **Otmar Issing**

Członek Zarządu EBC

### **Klaus Liebscher**

Prezes Oesterreichische Nationalbank

### **Erkki Liikanen** (od 12 lipca 2004 r.)

Prezes Suomen Pankki – Banku Finlandii

### **Matti Louekoski**

(od 1 kwietnia do 11 lipca 2004 r.)

p.o. Prezesa Suomen Pankki Banku Finlandii

### **Yves Mersch**

Prezes Banque centrale du Luxembourg

### **Christian Noyer**

Prezes Banque de France

### **Tommaso Padoa-Schioppa**

Członek Zarządu EBC

### **Guy Quaden**

Prezes Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

### **Jürgen Stark** (od 7 do 29 kwietnia 2004 r.)

p.o. Prezesa Deutsche Bundesbank

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Członek Zarządu EBC

### **Matti Vanhala** (do 31 marca 2004 r.)

Prezes Suomen Pankki – Banku Finlandii

### **Axel A. Weber** (od 30 kwietnia 2004 r.)

Prezes Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

Prezes De Nederlandsche Bank

### **Ernst Welteke** (do 6 kwietnia 2004 r.)

Prezes Deutsche Bundesbank

### **Ostatni rząd (od lewej):**

Klaus Liebscher, Nout Wellink,

Erkki Liikanen,

Tommaso Padoa-Schioppa,

Antonio Fazio, Jaime Caruana

### **Środkowy rząd (od lewej):**

Axel A. Weber, Nicholas C.

Garganas, Christian Noyer,

Vítor Constâncio, José Manuel

González-Páramo, Guy Quaden

### **Pierwszy rząd (od lewej):**

Gertrude Tumpel-Gugerell,

Lucas D. Papademos,

Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,

Otmar Issing, John Hurley

29 września 2004 r. zmarł Matti Vanhala, członek Rady Prezesów w latach 1998-2004. 9 listopada 2004 r. zmarł Eugenio Domingo Solans, członek Zarządu i Rady Prezesów w latach 1998-2004.

### I.3 ZARZĄD

W skład Zarządu wchodzi Prezes i Wiceprezes EBC oraz czterech innych członków wyznaczonych wspólnie przez szefów państw lub rządów państw członkowskich strefy euro. Zarząd spotyka się raz w tygodniu, a do jego głównych zadań należy:

- przygotowywanie posiedzeń Rady Prezesów,
- realizowanie polityki pieniężnej strefy euro zgodnie z wytycznymi i decyzjami Rady Prezesów oraz udzielanie, w związku z tym,

- odpowiednich wskazówek bankom centralnym krajów strefy euro
- zarządzanie bieżącą działalnością EBC,
- podejmowanie działań, również o charakterze regulacyjnym, w ramach pełnomocnictw udzielonych przez Radę Prezesów.

Komitet ds. Zarządzania, na którego czele stoi członek Zarządu, doradza i pomaga Zarządowi w sprawach dotyczących zarządzania, planowania działalności i opracowywania rocznego budżetu EBC.

**Drugi rząd (od lewej):**  
José Manuel González-Páramo,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

**Pierwszy rząd (od lewej):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**

Prezes EBC

**Lucas D. Papademos**

Wiceprezes EBC

**Eugenio Domingo Solans**

(do 31 maja 2004 r.)

Członek Zarządu EBC

**José Manuel González-Páramo**

(od 1 czerwca 2004 r.)

Członek Zarządu EBC

**Otmar Issing**

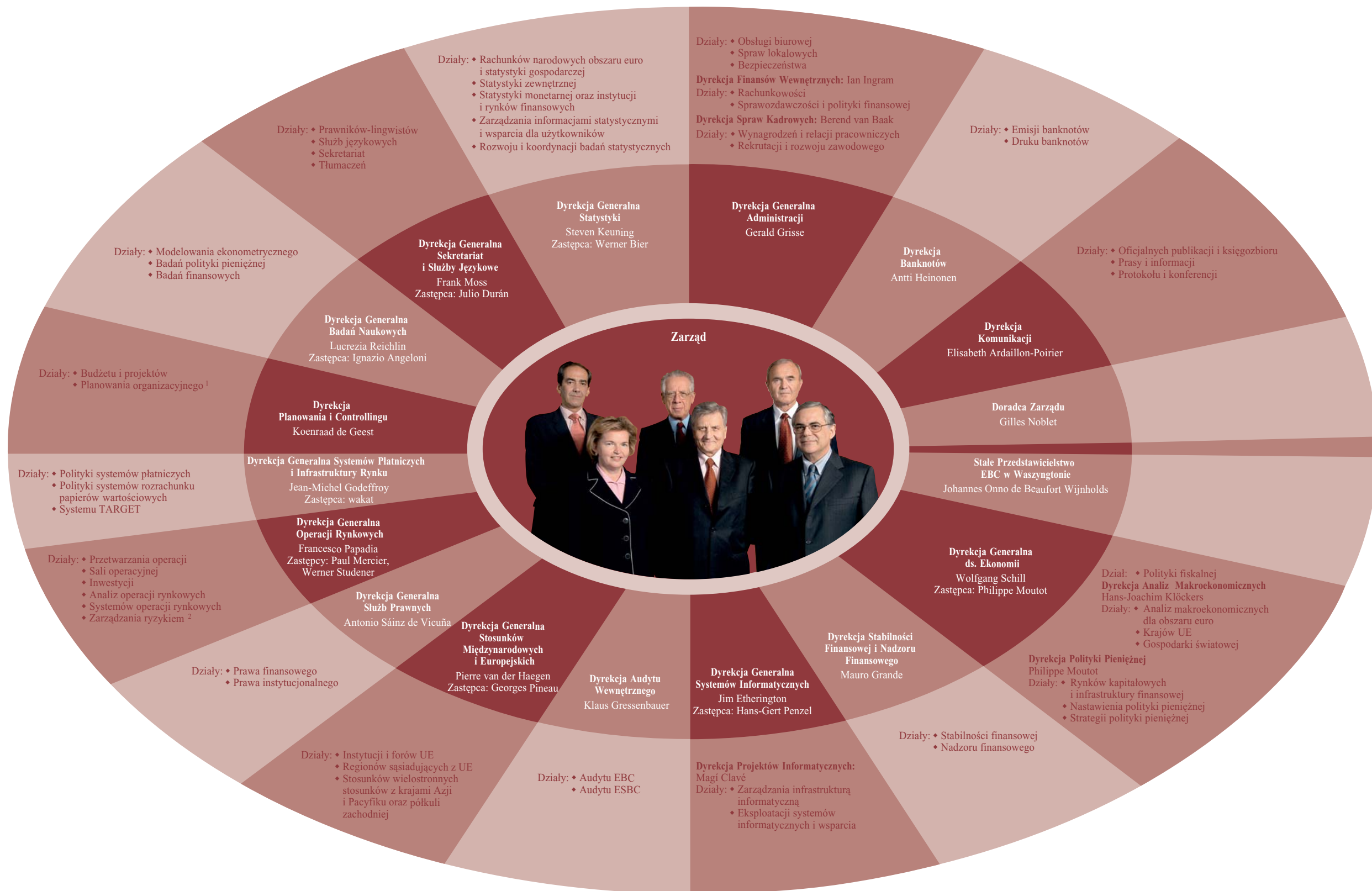
Członek Zarządu EBC

**Tommaso Padoa-Schioppa**

Członek Zarządu EBC

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Członek Zarządu EBC



### Zarząd

W górnym rzędzie od lewej: José Manuel González-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing

W dolnym rzędzie od lewej: Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Prezes), Lucas D. Papademos (Wiceprezes)

<sup>1</sup> W tym komórka ds. ochrony danych osobowych.

<sup>2</sup> W zakresie specyficznych zadań podlega bezpośrednio Radzie Prezesów.

#### I.4 RADA OGÓLNA

Oprócz Prezesa i Wiceprezesa EBC w skład Rady Ogólnej wchodzi prezesi banków centralnych wszystkich państw członkowskich UE. Rada jest odpowiedzialna za zadania przejęte od EIM, które nadal muszą być realizowane przez EBC w związku z tym, że

jeszcze nie wszystkie państwa członkowskie wprowadziły euro. W 2004 r. Rada Ogólna zebrała się pięć razy. 17 czerwca 2004 r. prezesi banków centralnych nowych państw członkowskich, którzy po podpisaniu traktatu akcesyjnego uczestniczyli w posiedzeniach Rady jako obserwatorzy, po raz pierwszy wystąpili w charakterze członków.



##### Ostatni rząd (od lewej):

Vahur Kraft, Lars Heikensten,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink

##### Środkowy rząd (od lewej):

Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Vitor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,  
Leszek Balcerowicz, Bodil Nyboe  
Andersen, Klaus Liebscher,  
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,  
Antonio Fazio

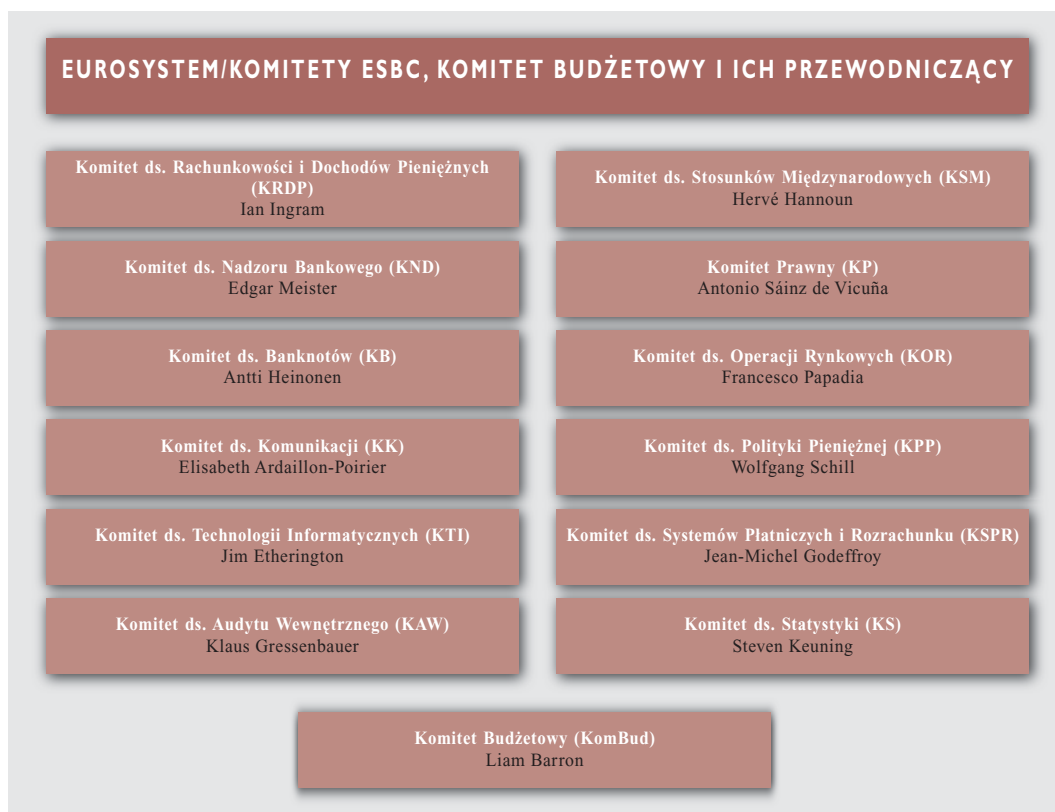
##### Pierwszy rząd (od lewej):

Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,  
Christodoulos Christodoulou,  
Michael C. Bonello,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Marián Jusko, John Hurley

**Jean-Claude Trichet** Prezes EBC  
**Lucas D. Papademos** Wiceprezes EBC  
**Bodil Nyboe Andersen**  
Prezes Danmarks Nationalbank  
**Leszek Balcerowicz**  
Prezes Narodowego Banku Polskiego  
**Michael C. Bonello**  
Prezes Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana** Prezes Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou**  
Prezes Central Bank of Cyprus  
**Vitor Constâncio**  
Prezes Banco de Portugal  
**Antonio Fazio** Prezes Banca d'Italia  
**Nicholas C. Garganas**  
Prezes Bank of Greece  
**Mitja Gaspari** Prezes Banka Slovenije  
**Lars Heikensten** Prezes Sveriges Riksbank  
**John Hurley**  
Prezes Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland  
**Zsigmond Járαι**  
Prezes Magyar Nemzeti Bank  
**Marián Jusko** (do 31 grudnia 2004 r.)  
Prezes Národná banka Slovenska  
**Mervyn King**  
Prezes Bank of England  
**Vahur Kraft** Prezes Eesti Pank  
**Klaus Liebscher**  
Prezes Oesterreichische Nationalbank

**Erkki Liikanen** (od 12 lipca 2004 r.)  
Prezes Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Matti Louekoski**  
(od 1 kwietnia do 11 lipca 2004 r.)  
p.o. Prezesa Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Yves Mersch**  
Prezes Banque centrale du Luxembourg  
**Christian Noyer**  
Prezes Banque de France  
**Guy Quaden**  
Prezes Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs**  
Prezes Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas**  
Prezes Zarządu Lietuvos bankas  
**Ivan Šramko** (od 1 stycznia 2005 r.)  
Prezes Národná banka Slovenska  
**Jürgen Stark** (od 7 do 29 kwietnia 2004 r.)  
p.o. Prezesa Deutsche Bundesbank  
**Zdeněk Tůma**  
Prezes Česká národní banka  
**Matti Vanhala** (do 31 marca 2004 r.)  
Prezes Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Axel A. Weber** (od 30 kwietnia 2004 r.)  
Prezes Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink**  
Prezes De Nederlandsche Bank  
**Ernst Welteke** (do 6 kwietnia 2004 r.)  
Prezes Deutsche Bundesbank

## I.5 KOMITETY EUROSISTEMU/ESBC I KOMITET BUDŻETOWY



Komitety Eurosystemu/ESBC cały czas odgrywały ważną rolę, pomagając organom decyzyjnym EBC w realizacji ich zadań. Zarówno na wniosek Rady Prezesów, jak i Zarządu, komitety wydawały opinie w zakresie swoich kompetencji, które ułatwiały podejmowanie decyzji. Z reguły w skład komitetów wchodzi wyłącznie pracownicy banków centralnych Eurosystemu. Jeżeli jednak komitet zajmuje się sprawami, które wchodzi w zakres kompetencji Rady Ogólnej, w jego zebraniach uczestniczą przedstawiciele banków centralnych krajów, które jeszcze nie przyjęły waluty euro. W razie potrzeby mogą być również zapraszani przedstawiciele innych właściwych organów, takich jak krajowe instytucje nadzoru w przypadku Komitetu ds. Nadzoru Bankowego. Obecnie działa 12 komitetów Eurosystemu/ESBC. Wszystkie z nich zostały utworzone zgodnie z Art. 9 Regulaminu EBC.

Komitet Budżetowy, który powstał na mocy Art. 15 Regulaminu EBC, pomaga Radzie Prezesów w sprawach dotyczących budżetu EBC.

## I.6 ŁĄD KORPORACYJNY

Oprócz organów decyzyjnych, system ładu korporacyjnego EBC składa się z kilku poziomów kontroli zewnętrznej i wewnętrznej, a także z zasady publicznego dostępu do dokumentów EBC.

### POZIOMY KONTROLI ZEWNĘTRZNEJ

Statut ESBC przewiduje dwa poziomy kontroli zewnętrznej. Pierwszym z nich jest audyt zewnętrzny<sup>2</sup>, którego zadaniem jest kontrola

<sup>2</sup> W wyniku przetargu przeprowadzonego w 2002 r. firma KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft została zewnętrznym audytorem EBC na okres pięcioletni obejmujący lata finansowe 2003-2007.



rocznych sprawozdań finansowych EBC (zgodnie z Art. 27.1 Statutu ESBC), drugim – Europejski Trybunał Obrachunkowy, kontrolujący sprawność działania kierownictwa EBC (Art. 27.2). Roczny raport Trybunału, wraz z odpowiedzią EBC, jest publikowany w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej oraz serwisie internetowym Europejskiego Banku Centralnego.

W sierpniu 2002 r. Rada Prezesów zdecydowała, że w celu zagwarantowania pełnej niezależności audytora zewnętrznego EBC, należy zastosować zasadę rotacji firm audytorskich. Decyzja ta została wprowadzona jako część procedury wyznaczania audytorów zewnętrznych EBC.

#### **POZIOMY KONTROLI WEWNĘTRZNEJ**

W 2004 r. audytorzy wewnętrzni EBC nadal przeprowadzali kontrole zlecane przez Zarząd. Ich uprawnienia w tym zakresie są określone w Regulaminie Audytu EBC<sup>3</sup>. Audytorzy wewnętrzni doraźnie oceniają efektywność i prawidłowość funkcjonowania systemu kontroli wewnętrznej EBC oraz jakość i wydajność pracy EBC przy realizacji przydzielonych zadań. Kontrole te są przeprowadzane zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Zawodowymi Audytu Wewnętrznego opracowanymi przez Instytut Audytorów Wewnętrznych.

Jeden z komitetów Eurosystemu/ESBC, Komitet ds. Audytu Wewnętrznego, w skład którego wchodzi szefowie działów audytu wewnętrznego EBC i KBC, odpowiada za koordynację audytów dotyczących wspólnych projektów i systemów operacyjnych Eurosystemu/ESBC.

Struktura kontroli wewnętrznej EBC jest oparta na podejściu funkcjonalnym. Każda jednostka organizacyjna (sekcja, dział, dyrekcja lub dyrekcja generalna) jest odpowiedzialna za swoją kontrolę wewnętrzną i sprawność. W związku z tym jednostki organizacyjne same wdrażają operacyjne procedury kontrolne w dziedzinie, która należy do ich obowiązków.

Na przykład zastosowany zbiór zasad i procedur znany jako Chiński Mur ma zapobiec przedostawaniu się informacji wewnętrznych, np. z jednostek odpowiedzialnych za politykę pieniężną, do obszarów zarządzania rezerwami walutowymi EBC i portfelem środków własnych. Oprócz narzędzi kontroli stosowanych przez poszczególne jednostki organizacyjne, Dyrekcja ds. Planowania i Controllingu, Dział Zarządzania Ryzykiem oraz Dyrekcja Audytu Wewnętrznego proponują rozwiązanie obejmujące cały EBC.

Członków Rady Prezesów obowiązuje Kodeks Postępowania, co odzwierciedla ich odpowiedzialność za ochronę uczciwości i reputacji Eurosystemu oraz za utrzymanie skuteczności jego działań<sup>4</sup>. Rada Prezesów powołała też doradcę, który udziela jej członkom wskazówek odnośnie niektórych aspektów profesjonalnego postępowania. Kodeks Postępowania EBC zawiera ponadto wytyczne i standardy dla pracowników EBC i członków Zarządu, którzy są zobowiązani do zachowania wysokiego poziomu etyki zawodowej podczas wykonywania swoich obowiązków<sup>5</sup>.

Zgodnie z obowiązującą w EBC zasadą przeciwdziałania *insider trading*, pracownikom i członkom Zarządu nie wolno wykorzystywać informacji wewnętrznych w prywatnej działalności finansowej prowadzonej na koszt i ryzyko własne lub strony trzeciej<sup>6</sup>. Wyznaczony przez Zarząd Doradca Etyczny zapewnia spójną interpretację tych przepisów.

3 Aby zwiększyć przejrzystość audytów prowadzonych w siedzibie EBC, regulamin ten został opublikowany w serwisie internetowym Europejskiego Banku Centralnego.

4 Zob. Kodeks Postępowania członków Rady Prezesów, Dz.U. C 123 z 24.05.2002 r., s. 9 oraz serwis internetowy Europejskiego Banku Centralnego.

5 Zob. Kodeks Postępowania EBC, art. 11.3 Regulaminu Wewnętrznego EBC, Dz.U. C 76 z 8.03.2001 r., s. 12, oraz serwis internetowy Europejskiego Banku Centralnego.

6 Zob. część 1.2 Regulaminu Pracownika EBC zawierającą zasady postępowania pracowników i tajemnicy zawodowej, Dz.U. C 92, 16.04.2004, s. 31, oraz serwis internetowy Europejskiego Banku Centralnego.

### **ZWALCZANIE NADUŻYĆ FINANSOWYCH**

W 1999 r. Parlament Europejski i Rada UE uchwaliły tzw. Rozporządzenie OLAF<sup>7</sup> w sprawie prowadzenia dochodzeń przez Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych. Celem tego rozporządzenia było rozszerzenie zakresu walki z przestępstwami finansowymi, korupcją i wszelkimi innymi niezgodnymi z prawem działaniami na szkodę interesów finansowych Wspólnot Europejskich. Rozporządzenie to przewiduje m.in., że w przypadku podejrzenia o oszustwo finansowe OLAF może prowadzić dochodzenia wewnętrzne w instytucjach, organach, urzędach i agencjach Wspólnoty.

Rozporządzenie OLAF przewiduje, że każda z tych jednostek podejmie decyzje umożliwiające przeprowadzanie u siebie takich dochodzeń. W czerwcu 2004 r. Rada Prezesów podjęła decyzję<sup>8</sup> dotyczącą warunków prowadzenia dochodzeń przez OLAF w Europejskim Banku Centralnym. Weszła ona w życie 1 lipca 2004 r., a EBC i OLAF nawiązały kontakty mające na celu zapewnienie właściwego funkcjonowania zasad ogólnych dotyczących dochodzeń OLAF.

### **PUBLICZNY DOSTĘP DO DOKUMENTÓW EBC**

W marcu 2004 r. Rada Prezesów wydała Decyzję ECB/2004/3 w sprawie publicznego dostępu do dokumentów EBC<sup>9</sup>. Celem decyzji jest zapewnienie, że przepisy prawne EBC w zakresie publicznego udostępniania dokumentów są zgodne z celami i standardami innych instytucji i organów UE. Jednocześnie

ze zwiększeniem przejrzystości, decyzja ta uwzględnia niezależność EBC i KBC oraz zapewnia poufność niektórych spraw ściśle związanych z realizacją zadań EBC.

<sup>7</sup> Rozporządzenie (UE) nr 1073/1999 Parlamentu Europejskiego i Rady z 25 maja 1999 r. dotyczące prowadzenia dochodzeń przez Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych (OLAF), Dz.U. L 136 z 31.5.1999 r., s. 1.

<sup>8</sup> Decyzja ECB/2004/11 dotycząca warunków prowadzenia dochodzeń przez Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych w Europejskim Banku Centralnym w związku z zapobieganiem oszustwom, korupcji i wszelkim innym niezgodnym z prawem działaniom na szkodę interesów finansowych Wspólnot Europejskich, a także zmieniająca Warunki Zatrudnienia Pracowników Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 230 z 30.6.2004 r., s. 56. Decyzja ta została wydana w odpowiedzi na orzeczenie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z 10 lipca 2003 r. w sprawie C-11/00 Komisji przeciwko EBC.

<sup>9</sup> Dz.U. L 80 z 18.3.2004 r., s. 42.

## 2 SYTUACJA ORGANIZACYJNA

### 2.1 ZASOBY LUDZKIE

#### ZATRUDNIENIE

Całkowita liczba miejsc pracy przewidziana w budżecie na 2004 r. wynosiła 1.362,5 pełnych etatów. Na koniec 2004 r. EBC zatrudniał 1.314 pracowników (1.309,0 pełnych etatów), w porównaniu z 1.213,5 pełnych etatów na koniec 2003 r. W 2004 średnia liczba pracowników EBC wynosiła 1.261, w porównaniu z 1.160 w 2003 r. 71 spośród 1.309 pracowników stanowiły osoby pochodzące z nowych państw członkowskich UE, zatrudnione na dłużej niż rok. W 2004 r. przyjęto 137 nowych pracowników, natomiast 41 osób odeszło z EBC. Na 2005 r. przewidziano 1.369,5 pełnoetatowych stanowisk pracy, czyli o 0,51% więcej niż w 2004 r.

W 2004 r. w EBC zatrudniono na krótki okres (średnio pięć miesięcy) 128 specjalistów z KBC. 63 spośród nich pochodziło z nowych państw członkowskich UE. Te krótkoterminowe kontrakty znacznie ułatwiły zarówno EBC, jak KBC przygotowania do rozszerzenia UE oraz integrację tych KBC z ESCB.

W 2004 r. EBC podpisał 123 kontrakty krótkoterminowe (krótsze niż 1 rok), aby zapewnić zastępstwo za pracowników przebywających na urloпах macierzyńskich, rodzicielskich lub bezpłatnych. W 2003 r. było 113 takich umów.

EBC zapewnił 172 studentom i absolwentom, głównie kierunków ekonomicznych, staże trwające średnio trzy miesiące. W 2003 r. zaproponowano 166 takich staży. W 2004 r. 54 stażystów pochodziło z nowych państw członkowskich, a sześciu z Rumunii i Bułgarii. Wśród wymienionych 172 staży 11 (12 w 2003 r.) zaoferowano w ramach Programu Badawczego dla Absolwentów (ang. *Graduate Research Programme*) przeznaczonego dla najbardziej utalentowanych studentów na zaawansowanym etapie studiów doktoranckich.

W ramach Gościnnego Programu Badawczego (ang. *Research Visitors Programme*), który koncentruje się na zaawansowanych projektach badawczych w dziedzinie polityki pieniężnej, w 2004 r. EBC odwiedziło 18 gości, w porównaniu z 24 w 2003 r.

#### MOBILNOŚĆ WEWNĘTRZNA

W 2004 r. 95 pracowników zmieniło na stałe stanowisko pracy przechodząc pomyślnie kwalifikacje na wakujące stanowiska w EBC. Oprócz tego Bank zachęcał do czasowych zmian stanowisk. 51 pracowników wykonywało przez ograniczony czas inną pracę, aby zdobyć nowe doświadczenia lub zająć się tymczasowo pilnymi sprawami, a następnie wrócić na poprzednio zajmowane stanowisko.

#### MOBILNOŚĆ ZEWNĘTRZNA

W ramach Programu Zewnętrznych Doświadczeń Zawodowych (ang. *External Work Experience Scheme*), który powstał w 2003 r. w celu wspierania rozwoju pracowników, pracownicy mogą być delegowani do KBC oraz innych instytucji o zasięgu europejskim lub międzynarodowym. W 2004 r. w programie tym, przez okres od 4 do 10 miesięcy, uczestniczyło siedem osób. Ponadto EBC udziela bezpłatnych urlopow, maksymalnie trzyletnich, pracownikom chcącym podjąć pracę w innych instytucjach finansowych o podobnym charakterze. W 2004 r. z możliwości tej skorzystało 12 osób. Opublikowane w styczniu 2005 r. zasady organizacyjne Eurosystemu przyjęte przez Radę Prezesów stanowią, że „promowana będzie wymiana pracowników, wiedzy specjalistycznej i doświadczeń między wszystkimi członkami Eurosystemu”.

#### EBC W DZIAŁANIU

W październiku 2003 r. Zarząd powołał biuro programowe, którego zadaniem jest monitorowanie i ocena wdrażania środków przyjętych w ramach inicjatywy EBC w działaniu (ang. *ECB in Motion*). Inicjatywa ta, mająca na celu zwiększanie wydajności i skuteczności działania banku, obejmuje sferę zarządzania, rozwoju zawodowego,



komunikacji wewnętrznej i kwestię biurokracji. W 2004 r. odnotowano znaczny postęp we wszystkich tych dziedzinach, a biuro programowe przedstawiło raport końcowy. Biorąc pod uwagę, że skutki niektórych działań będą odczuwalne dopiero w średnim okresie, postęp nadal będzie monitorowany.

#### **PRZEGLĄD STRATEGII ZARZĄDZANIA ZASOBAMI LUDZKIMI**

Od 1998 r. do najważniejszych celów EBC należy zdefiniowanie funkcji banku, sformułowanie i wdrożenie ujednoliconej polityki pieniężnej oraz wprowadzenie euro. Realizacja tych celów wymaga w sposób nieunikniony skoncentrowania polityki kadrowej na kwalifikacjach zawodowych wymaganych na poszczególnych stanowiskach pracy. W związku z tym dokonano dokładnego przeglądu strategii zarządzania zasobami ludzkimi, a wynikające z niego wnioski przedstawiono w 2004 r.

Najważniejszy wniosek dotyczył konieczności położenia większego nacisku na szersze kwalifikacje w procesie rekrutacji. Zalecane jest również podjęcie intensywniejszych działań w zakresie rozwoju i mobilności pracowników, aby zwiększyć efekty synergii i rozszerzyć zakres doświadczeń zawodowych w ramach EBC. Zarządzanie zasobami ludzkimi stało się bardziej elastyczne dzięki zorientowaniu rekrutacji zewnętrznej na osoby rozpoczynające karierę zawodową i posiadające bardziej ogólne wykształcenie, a także wprowadzeniu kontraktów na czas określony dla wszystkich nowych pracowników i osób obejmujących stanowiska kierownicze. Uzupełnieniem tych rozwiązań będzie program dla absolwentów. W 2005 r. obejmie on osoby wszechstronnie wykształcone, które niedawno ukończyły studia. Aby zapewnić odpowiednią kontrolę nad pracownikami, których liczba w ostatnim okresie znacznie wzrosła, utworzono nowy,

niższy poziom w hierarchii zarządzania. Umiejętności przywódcze będą rozwijane poprzez większą liczbę szkoleń teoretycznych i praktycznych dla menedżerów. Na podstawie Misji EBC, opracowano sześć najważniejszych wartości istotnych dla firmy, wraz z objaśnieniami. Znajdują się wśród nich kwalifikacje, wydajność i efektywność, uczciwość, praca zespołowa, przejrzystość i odpowiedzialność oraz praca dla Europy. Wartości te odegrają istotną rolę w procesie zarządzania zasobami ludzkimi, podobnie jak model i profil kompetencji opracowany dla całego EBC.

#### **ZARZĄDZANIE RÓŻNORODNOŚCIĄ**

Celem zarządzania różnorodnością [*kulturową – t!*] (ang. *diversity management*) jest wykorzystanie różnic kulturowych między pracownikami do utworzenia wydajnego i szanowanego przez wszystkich środowiska pracy, w którym talenty każdego pracownika zostaną w pełni wykorzystane, a cele firmy osiągnięte. Zarządzanie różnorodnością ma duże znaczenie dla EBC, ponieważ bank zatrudnia pracowników ze wszystkich państw członkowskich UE, ściśle współpracuje z 25 bankami centralnymi i obsługuje klientów z całej Europy. EBC włączył więc zarządzanie różnorodnością do swojej codziennej działalności, dzięki czemu kwalifikacje i umiejętności każdego pracownika są docenione i jak najlepiej wykorzystane, co jest niezbędne, aby EBC wypełniło swoje zadania.

#### **2.2 NOWA SIEDZIBA EBC**

W 2004 r. zapadły ważne decyzje dotyczące planów budowy nowej siedziby EBC. W lutym międzynarodowe jury pod przewodnictwem Wiceprezesa EBC wyłoniło trzy zwycięskie projekty w konkursie architektonicznym. Pierwszą nagrodę zdobyła firma COOP

HIMMELB(L)AU z Wiednia, drugą – ASP Schweger Assoziierte z Berlina, trzecią – 54f architekten + ingenieure z Darmstadt we współpracy z firmą T. R. Hamzah & Yeang z Selangoru w Malezji. Spośród 12 kandydatów wyłonionych na drodze wstępnej selekcji w 2003 r., ci właśnie architekci najlepiej spełniali kryteria konkursu, takie jak:

- całościowy kształt koncepcji urbanistycznej, architektonicznej i krajobrazowej;
- zgodność z najważniejszymi założeniami programu funkcjonalnego i przestrzennego;
- realistyczna koncepcja oszczędności energii i ochrony środowiska oraz spełnienie podstawowych wymogów technicznych EBC;
- zgodność z odpowiednimi przepisami, w szczególności prawa budowlanego i ochrony środowiska.

Nowa siedziba EBC powstanie na terenie Grossmarkthalle, zabytkowego budynku, który wcześniej mieścił hurtownię owoców i warzyw zaopatrującą Frankfurt. Jednym z najtrudniejszych zadań dla architektów było wkomponowanie dużego budynku z czerwonej cegły w nowoczesną strukturę biurowca bez zasadniczych zmian jego wyglądu.

Po ogłoszeniu zwycięzców, we frankfurckim Deutsches Architektur Museum zorganizowano wystawę, na której zaprezentowano projekty wszystkich 71 architektów uczestniczących w konkursie.

W marcu 2004 r. Rada Prezesów zaprosiła trzech nagrodzonych architektów do udziału w fazie poprawek, której celem było przeanalizowanie projektów pod kątem zaleceń i wymagań jury, EBC oraz władz miejskich Frankfurtu.

Po przeniesieniu się hurtowników do nowej siedziby, władze miejskie Frankfurtu zaczęły porządkować wnętrze i otoczenie Gross-

markthalle, nabytego przez EBC w 2002 r., przygotowując je do przekazania. Przekazanie to nastąpiło w grudniu 2004 r. Zgodnie z zaleceniami dotyczącymi konserwacji obiektu, dołożono wszelkich starań, aby budynek główny oraz jego wschodnie i zachodnie skrzydła pozostały nienaruszone. Zachowano również części obiektu, w których ma powstać pomnik upamiętniający deportację Żydów z Grossmarkthalle. EBC, społeczność żydowska Frankfurtu oraz władze miasta będą ściśle współpracować przy przeprowadzaniu konkursu na projekt tego pomnika. Zgodnie z planem, zostanie on ogłoszony w drugiej połowie 2005 r.

13 stycznia 2005 r. Rada Prezesów wybrała projekt przyszłej siedziby EBC. Po dokładnej ocenie prac oraz długiej dyskusji o słabych i mocnych stronach każdego z trzech nagrodzonych projektów, biorąc pod uwagę przede wszystkim kryteria wyboru, Rada stwierdziła, że udoskonalona koncepcja firmy COOP HIMMELB(L)AU najlepiej spełnia wymogi funkcjonalne i techniczne określone przez EBC, a jej charakter najlepiej odzwierciedla wartości EBC i przekłada je na język architektury. Decyzja ta potwierdziła ocenę międzynarodowego jury, które przyznało pierwszą nagrodę właśnie temu projektowi. Następnym krokiem będzie faza optymalizacji, w której projekt zostanie jeszcze raz przeanalizowany i udoskonalony pod kątem zapewnienia optymalnego wykorzystania zasobów i minimalizacji kosztów. Więcej szczegółów dotyczących konkursu i zwycięskiego projektu można znaleźć w serwisie internetowym Europejskiego Banku Centralnego.

### 3 DIALOG SPOŁECZNY ESBC

Dialog społeczny ESBC (*Social Dialogue ESCB*) to forum konsultacyjne, w którym uczestniczą przedstawiciele EBC, a także reprezentanci pracowników wszystkich banków centralnych ESBC oraz europejskich federacji związków zawodowych. Celem tego forum jest dostarczanie informacji oraz omawianie decyzji podejmowanych przez organy decyzyjne EBC, które mogą mieć duży wpływ na zatrudnienie w krajowych bankach centralnych.

Na dziewiątym zebraniu forum dialogu społecznego ESBC powitano przedstawicieli pracowników KBC z siedmiu nowych państw członkowskich UE. Uczestnicy potwierdzili ogólnie swoje zaangażowanie w integrację z ESBC oraz we współpracę z forum dialogu społecznego ESBC w szczególności. EBC zachęca wszystkie KBC nowych państw członkowskich, aby ułatwiały przedstawicielom pracowników udział w dialogu społecznym ESBC.

Najważniejszymi punktami programu dziewiątego i dziesiątego forum dialogu społecznego ESBC były: system TARGET 2, produkcja banknotów oraz działania podejmowane po zakończeniu Planu Działania w zakresie usług finansowych (*Financial Services Action Plan*) Komisji Europejskiej. Omówiono również tematy bardziej ogólne, takie jak sposoby budowania tożsamości ESBC i rozwijania współpracy w oparciu o wspólne zasady. EBC podkreślił, że ESBC zobowiązany jest do świadczenia usług wysokiej jakości przy możliwie najniższych kosztach, co wymaga wydajności i efektywności. Uczestników poinformowano, że Rada Prezesów przyjęła misję, cele strategiczne i zasady organizacyjne Eurosystemu. Przedstawiciele pracowników podkreślili wagę swojego zaangażowania w realizację tych celów oraz respektowanie różnic kulturowych pomiędzy bankami centralnymi. Na zakończenie dziesiątego spotkania dialogu społecznego ESBC, EBC i przedstawiciele pracowników potwierdzili znaczenie tego wyjątkowego forum konsultacyjnego.



## 4 ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC



# SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2004 R.

## I DZIAŁALNOŚĆ PODSTAWOWA

Działalność podstawową Banku w roku 2004 przedstawiono w odpowiednich rozdziałach Raportu Roczego.

## 2 SPRAWOZDANIE FINANSOWE

Zgodnie z Art. 26.2 Statutu ESBC, sprawozdanie finansowe EBC sporządza Zarząd Banku na podstawie zasad określonych przez Radę Prezesów. Po zatwierdzeniu przez Radę Prezesów sprawozdanie finansowe jest publikowane.

## 3 WYNIK FINANSOWY

Sprawozdanie finansowe EBC za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2004 r., przedstawione na stronach 196 – 213, wykazuje stratę netto w wysokości 1.636 mln euro, w porównaniu ze stratą netto w wysokości 477 mln euro za rok 2003. Podobnie jak w roku poprzednim, strata wynika przede wszystkim z dalszego umocnienia się wartości euro względem innych walut, które doprowadziło do obniżenia wyrażonej w euro wyceny wartości aktywów EBC denominowanych w dolarach amerykańskich. Wysokość straty netto uwzględnia wszystkie przychody uzyskane przez EBC, w tym 733 mln euro z tytułu banknotów w obiegu. W 2004 r. na wysokość przychodów odsetkowych EBC nadal wpływał niski z perspektywy historycznej poziom wewnętrznych i zagranicznych stóp procentowych.

Ponieważ większość aktywów i pasywów EBC podlega okresowej aktualizacji wyceny według bieżących rynkowych kursów walutowych i cen papierów wartościowych, poziom zysków jest silnie uzależniony od zmian kursów walut oraz – w mniejszym stopniu – od ryzyka stopy procentowej. Ryzyko to dotyczy przede wszystkim dużego zasobu rezerwowych aktywów walutowych Eurosystemu

inwestowanych w oprocentowane instrumenty finansowe.

Powyższe kategorie ryzyka uwzględniono w jednolitych zasadach rachunkowości EBC i Eurosystemu, opisanych w informacji dodatkowej do sprawozdania finansowego, które opierają się głównie na zasadzie ostrożnej wyceny. Szczególnym zadaniem zasad rachunkowości jest zapewnienie, że niezrealizowane zyski z tytułu aktualizacji wyceny aktywów i pasywów nie są ujmowane w przychodach, a zatem nie podlegają podziałowi zysków. Natomiast niezrealizowane straty z tytułu aktualizacji wyceny są wykazywane w rachunku zysków i strat na koniec roku obrotowego.

EBC utrzymuje większość rezerwowych aktywów walutowych w dolarach amerykańskich, a oprócz tego w jenach japońskich, złocie i SDR-ach. Kurs euro wobec dolara amerykańskiego wzrósł z poziomu 1,2630 USD na dzień 31 grudnia 2003 r. do 1,3621 USD na dzień 31 grudnia 2004 r. (tj. o około 8%); kurs euro wobec jena także się umocnił, ale w mniejszym stopniu. W związku z tym aktualizacja wyceny zasobów netto tych walut spowodowała obniżenie ich wartości wyrażonej w euro o 2,1 mld euro.

Na koniec 2004 r. EBC zatrudniał 1.309 osób (w tym 131 na stanowiskach kierowniczych), w porównaniu z 1.213 w roku poprzednim. Główną przyczyną wzrostu było rozszerzenie Unii Europejskiej. Szczegółowe informacje przedstawia rozdział 8 Raportu Roczego, część 2 „Zmiany organizacyjne” oraz informacja dodatkowa do rachunku zysków i strat w sprawozdaniu finansowym.

Całkowite koszty administracyjne ECB, w tym amortyzacja, wzrosły o 18% – z 316 mln euro w 2003 r. do 374 mln euro w 2004 r. Najwyższy wzrost odnotowano w pozycji zobowiązań z tytułu funduszu emerytalnego EBC (zgodnie z kalkulacją sporządzoną przez aktuarium). Było to główną przyczyną zwiększenia kosztów

pracowniczych ze 130 mln do 161 mln euro. Wynagrodzenia Zarządu w 2004 r. wyniosły 2,1 mln euro (w 2003 r. – 2,0 mln euro).

Inwestycje w środki trwałe wyniosły około 90 mln euro. Główną pozycję (około 61 mln euro) stanowił koszt docelowej siedziby EBC skapitalizowany po przekazaniu ostatniej płatności.

#### **Pokrycie straty EBC za rok 2004**

W dniu 11 marca 2005 r. Rada Prezesów postanowiła pokryć stratę za rok 2004 z następujących środków: (a) całości niewykorzystanego ogólnego funduszu rezerwowego w wysokości ok. 296 mln euro oraz (b) dochodu pieniężnego krajowych banków centralnych w wysokości ok. 1.340 mln euro, zgodnie z Art. 33.2 Statutu ESBC. Wykorzystana kwota dochodu pieniężnego KBC stanowi około 15% całkowitego dochodu pieniężnego Eurosystemu. Zasady podziału straty zostały zasadniczo zatwierdzone przez Radę Prezesów przed zamknięciem sprawozdań finansowych krajowych banków centralnych za 2004 r., co wpłynęło także na wysokość zysków osiągniętych w tym roku przez KBC. Odsetek dochodów pieniężnych przekazanych na ten cel przez poszczególne krajowe banki centralne odpowiada przypisanej im wadze w kluczu alokacji kapitału EBC.

#### **4 ZMIANY STRUKTURY KAPITAŁOWEJ EBC W 2004 R.**

Zgodnie z Art. 29.3 Statutu ESBC, udział krajowych banków centralnych w subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego (klucz kapitałowy) należy korygować co pięć lat. Pierwszej korekty po utworzeniu EBC dokonano w dniu 1 stycznia 2004 r. Druga nastąpiła w dniu 1 maja 2004 r., po przystąpieniu do Unii Europejskiej dziesięciu nowych państw członkowskich. Łączny efekt obu korekt był następujący:

(a) obniżenie całkowitej wagi krajowych banków centralnych obszaru euro w kluczu kapitałowym EBC;

(b) związane z tym obniżenie należności krajowych banków centralnych obszaru euro od EBC z tytułu rezerwowych aktywów walutowych przekazanych Europejskiemu Bankowi Centralnemu w momencie wejścia do strefy euro;

(c) wzrost wysokości kapitału opłaconego przez krajowe banki centralne spoza strefy euro po akcesji dziesięciu nowych państw członkowskich, wynikający także ze zwiększenia z 5% do 7% minimalnego udziału w kapitale subskrybowanym opłaconym przez 13 krajowych banków centralnych spoza strefy euro.

Szczegółowe informacje o wprowadzonych zmianach przedstawia punkt 15 informacji dodatkowej do sprawozdania finansowego.

#### **5 DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA I ZARZĄDZANIE RYZYKIEM**

Portfel rezerw zagranicznych EBC obejmuje rezerwowe aktywa walutowe przekazane EBC przez krajowe banki centralne wchodzące w skład Eurosystemu zgodnie z Art. 30 Statutu ESBC oraz dochody związane z tymi aktywami. Rezerwy zagraniczne wykorzystywane są do finansowania działalności operacyjnej EBC na rynku walutowym, prowadzonej w celach określonych w Traktacie.

Portfel funduszy własnych EBC stanowią inwestycje związane z opłaconym kapitałem Banku, ogólnym funduszem rezerwowym oraz przychodami zakumulowanymi w portfelu w latach ubiegłych. Fundusze własne służą jako rezerwa na poczet ewentualnych strat EBC.

Szczegółowe informacje na temat działalności inwestycyjnej EBC oraz zarządzania związanym z nią ryzykiem przedstawia rozdział 2 Raportu Roczного.

## **6 ZASADY ŁADU KORPORACYJNEGO EBC**

Informacje dotyczące zasad ładu korporacyjnego EBC przedstawia rozdział 8 Raportu Rocznego.

## **7 ZATRUDNIENIE**

Informacje na temat strategii personalnej EBC oraz liczby pracowników przedstawia rozdział 8 Raportu Rocznego.



## BILANS NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2004 R.

AKTYWA	NR NOTY	2004 EUR	2003 EUR
<b>Złoto i należności w złocie</b>	<b>1</b>	<b>7.928.308.842</b>	<b>8.145.320.117</b>
<b>Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>2</b>		
Należności od MFW		163.794.845	211.651.948
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne		26.938.993.980	28.593.384.857
		<b>27.102.788.825</b>	<b>28.805.036.805</b>
<b>Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>2</b>	<b>2.552.016.565</b>	<b>2.799.472.504</b>
<b>Należności od nierezydentów strefy euro w euro</b>	<b>3</b>		
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe oraz udzielone kredyty		<b>87.660.507</b>	<b>474.743.402</b>
<b>Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro</b>	<b>4</b>	<b>25.000</b>	<b>25.000</b>
<b>Należności wewnętrzne w ramach Eurosystemu</b>	<b>5</b>		
Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu		40.100.852.165	34.899.471.205
Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)		3.410.918.324	4.599.894.403
		<b>43.511.770.489</b>	<b>39.499.365.608</b>
<b>Pozostałe aktywa</b>	<b>6</b>		
Rzeczowe aktywa trwałe		187.318.304	128.911.950
Pozostałe aktywa finansowe		6.428.319.567	5.573.756.258
Rozliczenia międzyokresowe		770.894.480	590.646.023
Pozostałe		6.933.022	37.791.421
		<b>7.393.465.373</b>	<b>6.331.105.652</b>
<b>Strata za rok obrotowy</b>		<b>1.636.028.702</b>	<b>476.688.785</b>
<b>Aktywa razem</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

<b>PASYWA</b>	<b>NR NOTY</b>	<b>2004 EUR</b>	<b>2003 EUR</b>
<b>Banknoty w obiegu</b>	<b>7</b>	<b>40.100.852.165</b>	<b>34.899.471.205</b>
<b>Zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro w euro</b>	<b>8</b>	<b>1.050.000.000</b>	<b>1.065.000.000</b>
<b>Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro</b>	<b>9</b>	<b>137.462.706</b>	<b>146.867.501</b>
<b>Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>10</b>	<b>4.967.080</b>	<b>0</b>
<b>Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>10</b>		
Zobowiązania z tytułu depozytów, prowadzonych rachunków oraz pozostałe zobowiązania		<b>1.254.905.957</b>	<b>1.452.432.822</b>
<b>Zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu</b>	<b>11</b>		
Zobowiązania z tytułu przekazanych rezerw walutowych		<b>39.782.265.622</b>	<b>40.497.150.000</b>
<b>Pozostałe zobowiązania</b>	<b>12</b>		
Rozliczenia międzyokresowe		1.136.708.542	1.162.299.071
Pozostałe		327.802.782	174.890.973
		<b>1.464.511.324</b>	<b>1.337.190.044</b>
<b>Rezerwy</b>	<b>13</b>	<b>110.636.285</b>	<b>87.195.777</b>
<b>Różnice z aktualizacji wyceny</b>	<b>14</b>	<b>1.921.117.190</b>	<b>2.176.464.065</b>
<b>Kapitał i fundusz rezerwowy</b>	<b>15</b>		
Kapitał		4.089.277.550	4.097.229.250
Fundusz rezerwowy		296.068.424	772.757.209
		<b>4.385.345.974</b>	<b>4.869.986.459</b>
<b>Pasywa razem</b>		<b>90.212.064.303</b>	<b>86.531.757.873</b>

## RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2004 R.

	NR NOTY	2004 EUR	2003 EUR
Przychody z tytułu odsetek od rezerw walutowych		422.418.698	541.294.375
Przychody z tytułu odsetek związane z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu		733.134.472	698.245.187
Pozostałe przychody z tytułu odsetek		1.456.650.188	1.449.963.923
<i>Przychody z tytułu odsetek</i>		<i>2.612.203.358</i>	<i>2.689.503.485</i>
Pokrycie należności KBC z tytułu przekazanych rezerw walutowych		(693.060.433)	(807.683.148)
Pozostałe koszty z tytułu odsetek		(1.229.369.015)	(1.166.693.660)
<i>Koszty z tytułu odsetek</i>		<i>(1.922.429.448)</i>	<i>(1.974.376.808)</i>
<b>Wynik netto z tytułu odsetek</b>	<b>18</b>	<b>689.773.910</b>	<b>715.126.677</b>
Zrealizowane zyski/straty z tytułu operacji finansowych	19	136.045.810	525.260.622
Odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych	20	(2.093.285.109)	(3.972.689.560)
Zmiana stanu rezerw z tytułu ryzyka kursowego i cenowego		0	2.568.708.838
<b>Wynik netto z tytułu operacji finansowych, odpisów aktualizujących i rezerw na ryzyko</b>		<b>(1.957.239.299)</b>	<b>(878.720.100)</b>
<b>Wynik netto z tytułu prowizji i opłat</b>	<b>21</b>	<b>(261.517)</b>	<b>(63.466)</b>
<b>Pozostałe przychody</b>	<b>22</b>	<b>5.956.577</b>	<b>2.911.280</b>
<b>Przychody netto ogółem</b>		<b>(1.261.770.329)</b>	<b>(160.745.609)</b>
Koszty osobowe	23 i 24	(161.192.939)	(129.886.988)
Koszty administracyjne	25	(176.287.651)	(153.549.282)
Amortyzacja rzeczowych aktywów trwałych		(33.655.824)	(30.410.140)
Usługi produkcji banknotów	26	(3.121.959)	(2.096.766)
<b>Strata za rok obrotowy</b>		<b>(1.636.028.702)</b>	<b>(476.688.785)</b>

Frankfurt nad Menem, 4 marca 2005 r.

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

Jean-Claude Trichet

Prezes

## PRZYJĘTE ZASADY RACHUNKOWOŚCI<sup>1</sup>

### FORMAT I PREZENTACJA SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Sprawozdanie finansowe Europejskiego Banku Centralnego (EBC) opracowano w taki sposób, by jasno przedstawiało sytuację finansową oraz wynik finansowy EBC. Sprawozdanie finansowe sporządzono zgodnie z niżej opisanymi zasadami rachunkowości<sup>2</sup>, uznanymi przez Radę Prezesów za właściwe, z uwagi na charakter działalności banku centralnego.

### PODSTAWOWE ZASADY RACHUNKOWOŚCI

Zastosowano następujące podstawowe zasady rachunkowości: zasadę rzeczywistości gospodarczej (przewagi treści nad formą) i przejrzystości, ostrożnej wyceny, ujęcia zdarzeń następujących po dniu bilansowym, istotności, zasadę memoriałową, kontynuacji działalności, spójności i porównywalności.

### PODSTAWA SPORZĄDZENIA SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone na zasadzie kosztu historycznego, zmodyfikowanej w celu uwzględnienia wyceny rynkowej zbywalnych papierów wartościowych, złota oraz pozostałych aktywów i pasywów (bilansowych oraz pozabilansowych) w walutach obcych. Operacje dotyczące aktywów i zobowiązań finansowych zostały ujęte w sprawozdaniu finansowym na dzień rozliczenia.

### ZŁOTO ORAZ AKTYWA I PASYWA W WALUTACH OBCYCH

Aktywa i pasywa w walutach obcych przelicza się na euro po kursie obowiązującym w dniu bilansowym. Pozycje przychodów i kosztów przelicza się po kursie obowiązującym w dniu transakcji. Aktualizację wyceny aktywów i zobowiązań dewizowych (zarówno bilansowych, jak i pozabilansowych) przeprowadza się dla każdej waluty oddzielnie.

Aktualizację wyceny aktywów i zobowiązań w walutach obcych do wartości rynkowej przeprowadza się odrębnie od aktualizacji w związku ze zmianami kursów walutowych.

Złoto wycenia się po cenie rynkowej obowiązującej na koniec roku obrotowego.

W przypadku złota nie rozróżnia się aktualizacji wartości ze względu na zmiany ceny i zmiany kursu. Przeprowadzania jest jedna aktualizacja wartości w oparciu o cenę uncji złota w euro określoną na podstawie kursu wymiany euro do dolara amerykańskiego na dzień 31 grudnia 2004 r.

### PAPIERY WARTOŚCIOWE

Wszystkie zbywalne papiery wartościowe i podobne aktywa wycenia się po średnich cenach rynkowych poszczególnych walorów na dzień bilansowy. W roku obrotowym zakończonym 31 grudnia 2004 r. zastosowano średnie ceny rynkowe z 30 grudnia 2004 r. Niezbywalne papiery wartościowe wycenia się po koszcie.

### UZNAWANIE PRZYCHODÓW

Przychody i koszty są ujmowane w okresie, w którym zostały osiągnięte lub poniesione. Zrealizowane zyski lub straty z tytułu sprzedaży dewiz, złota i papierów wartościowych ujmuje się w rachunku zysków i strat, a oblicza na podstawie średniego kosztu odnośnych aktywów.

Niezrealizowane zyski nie są ujmowane jako przychód, lecz przenoszone na konto różnic z aktualizacji wyceny.

Niezrealizowane straty ujmuje się w rachunku zysków i strat, jeżeli ich kwota przekracza wcześniejsze zyski z aktualizacji wyceny ujęte na odpowiednim koncie różnic z aktualizacji wyceny. Niezrealizowane straty z tytułu danego papieru wartościowego, waluty lub złota nie podlegają kompensacie z niezrealizowanymi zyskami z tytułu innego papieru wartościowego, waluty lub złota. W przypadku wystąpienia niezrealizowanej straty na danej pozycji na koniec roku obrotowego, średni koszt takiej

<sup>1</sup> Szczegółowe zasady rachunkowości określa Decyzja Rady Prezesów EBC z dnia 5 grudnia 2002 r. (EBC/2002/11), Dz. U. L 58 z dnia 3 marca 2003 r., str. 38–59.

<sup>2</sup> Zasady te są zgodne z postanowieniami Art. 26.4 Statutu ESBC, który zawiera wymóg ujednoczonego podejścia do zasad rządzących rachunkowością i sprawozdawczością finansową operacji Eurosystemu.



pozycji obniża się do wysokości kursu lub ceny rynkowej na koniec roku obrotowego.

Premię i dyskonto od zakupionych papierów wartościowych oblicza się i wykazuje w przychodach z tytułu odsetek. Premia i dyskonto są amortyzowane przez okres użyteczności ekonomicznej aktywów.

#### **TRANSAKcje ODWRACALNE**

Umowa repo polega na sprzedaży papierów wartościowych za gotówkę z jednoczesnym zobowiązaniem do odkupu tych papierów w określonym terminie w przyszłości po uzgodnionej cenie. Umowy odkupu wykazuje się po stronie pasywów bilansu. Obciążają one również koszty z tytułu odsetek w rachunku zysków i strat. Papiery wartościowe sprzedawane w ramach umów repo pozostają w bilansie EBC.

Umowa reverse repo polega na kupnie papierów wartościowych za gotówkę z jednoczesnym zobowiązaniem do ich odsprzedaży w określonym terminie w przyszłości po uzgodnionej cenie. Umowy sprzedaży wykazuje się po stronie aktywów bilansu, ale nie uwzględnia w zasobach papierów wartościowych EBC. Uzyskane odsetki ujmuje się w przychodach z tytułu odsetek w rachunku zysków i strat.

Transakcje odwracalne (w tym pożyczki papierów wartościowych) dokonywane w ramach automatycznego programu pożyczek papierów wartościowych są ujmowane w bilansie tylko wtedy, gdy EBC otrzymuje zabezpieczenie w formie gotówki na okres trwania transakcji. W 2004 r. EBC nie otrzymywał zabezpieczenia gotówkowego na okres trwania takich transakcji.

#### **INSTRUMENTY POZABILANSOWE**

Przy obliczaniu dodatnich i ujemnych różnic kursowych, w pozycji walutowej netto uwzględnia się instrumenty walutowe, tj. walutowe transakcje terminowe, terminowe części swapów walutowych oraz inne instrumenty walutowe obejmujące wymianę jednej waluty na inną w przyszłości. Aktualizację wartości instrumentów stopy

procentowej przeprowadza się dla każdego instrumentu oddzielnie. Otwarte kontrakty futures na stopy procentowe ujmuje się na kontach pozabilansowych. Dzielne zmiany w wysokości uzupełniającego depozytu gwarancyjnego są wykazywane na koncie wynikowym.

#### **ZDARZENIA PO DNIU BILANSOWYM**

Wartości aktywów i pasywów koryguje się o skutki zdarzeń, które nastąpiły między datą bilansu rocznego a datą zatwierdzenia sprawozdania finansowego przez Radę Prezesów EBC, o ile mają one istotny wpływ na stan aktywów lub pasywów w dniu bilansowym.

#### **SALDA WEWNĘTRZNE W RAMACH ESBC I EUROSISTEMU**

Transakcje wewnętrzne w ramach ESBC oznaczają transakcje transgraniczne pomiędzy dwoma bankami centralnymi krajów UE. Transakcje takie przetwarzane są głównie przez TARGET – transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (zob. rozdział 2) – i powodują powstanie wzajemnych sald na rachunkach tych banków centralnych w systemie TARGET. Salda te są codziennie przypisywane EBC, dzięki czemu każdy z krajowych banków centralnych ma tylko jedną wzajemną pozycję – wobec EBC. Pozycja w księgach EBC reprezentuje należność lub zobowiązanie netto każdego z krajowych banków centralnych wobec pozostałych członków ESBC.

Salda wewnętrzne w ramach ESBC krajowych banków centralnych strefy euro wobec EBC (za wyjątkiem kapitału EBC oraz pozycji wynikających z rezerwowych aktywów walutowych przekazanych EBC) są określane jako należności lub zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu i prezentowane w bilansie EBC jako pojedyncza pozycja netto aktywów lub zobowiązań.

Salda wewnętrzne w ramach Eurosystemu wynikające z alokacji banknotów euro pomiędzy jego członków są ujmowane jako pojedynczy składnik aktywów w ujęciu netto w pozycji „Należności z tytułu alokacji

banknotów euro w ramach Eurosystemu” (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Salda wewnętrzne ESBC niektórych banków centralnych krajów spoza strefy euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank oraz Bank of England) wobec EBC wykazuje się w pozycji „Zobowiązania wobec nierezzydentów strefy euro w euro”.

### UJMOWANIE ŚRODKÓW TRWAŁYCH

Środki trwałe (z wyjątkiem gruntów) wycenia się według kosztu pomniejszonego o umorzenie. Grunty wycenia się według kosztu. Amortyzacji dokonuje się metodą liniową począwszy od następnego kwartału po ich nabyciu, przez cały przewidywany okres ich ekonomicznej użyteczności. Przyjęto następujące długości przewidywanego okresu użyteczności ekonomicznej poszczególnych kategorii środków trwałych:

Komputery, związane z nimi oprogramowanie i sprzęt oraz środki transportu	4 lata
Sprzęt, wyposażenie oraz maszyny i urządzenia	10 lat
Ulepszenia w obcych środkach trwałych	25 lat
Środki trwałe o wartości początkowej poniżej 10.000 EUR	Spisywane w koszty w roku nabycia

Okres amortyzacji ulepszeń w obcych środkach trwałych dotyczących obecnej siedziby EBC został skrócony w taki sposób, by aktywa te zostały w pełni zamortyzowane do momentu przeprowadzki EBC do siedziby docelowej.

### PROGRAM EMERYTALNY EBC

Aktywa programu, którego jedynym celem jest zapewnienie świadczeń członkom programu i osobom pozostającym na ich utrzymaniu, są uwzględnione w pozostałych aktywach EBC i wyszczególnione osobno w informacji dodatkowej do bilansu. Dodatnie i ujemne różnice z wyceny aktywów programu emerytalnego są ujmowane jako przychód lub koszt programu w tym samym roku, w którym powstały. Świadczenia wypłacane z rachunku świadczeń podstawowych, powstającego ze składek wnoszonych przez EBC, objęte są

gwarancjami zapewniającymi wypłatę świadczeń w minimalnej wysokości.

### BANKNOTY W OBIEGU

Eurosystem, obejmujący EBC oraz 12 krajowych banków centralnych strefy euro, emituje banknoty euro<sup>3</sup>. Łączna wartość banknotów euro w obiegu jest rozdzielana pomiędzy poszczególne banki centralne Eurosystemu w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca, zgodnie z kluczem alokacji banknotów<sup>4</sup>. Na EBC przypada udział w wysokości 8% łącznej wartości banknotów euro w obiegu, wykazywany w bilansie w pozycji pasywów „Banknoty w obiegu”. Udział EBC w łącznej wartości emisji banknotów euro jest zabezpieczony na jego należnościach od krajowych banków centralnych. Należności te są oprocentowane<sup>5</sup> i wykazywane w podpozycji „Należności wewnętrzne w ramach Eurosystemu: Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu” (zob. punkt „Salda wewnętrzne w ramach ESBC i Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości). Przychody z tytułu odsetek od tych należności są wykazywane w pozycji „Wynik z tytułu odsetek”. Rada Prezesów postanowiła, że dochód ten będzie dzielony pomiędzy krajowe banki centralne odrębnie, jako śródroczny podział dochodu, po zakończeniu każdego kwartału<sup>6</sup>. Rozdysponowana zostanie pełna

3 Decyzja EBC z dnia 6 grudnia 2001 r. w sprawie emisji banknotów euro (EBC/2001/15), Dz.U. L 337 z 20 grudnia 2001 r., str. 52–54, wraz z późniejszymi zmianami wprowadzonymi decyzjami EBC/2003/23, Dz. U. L 9 z dnia 15 stycznia 2004 r., str. 40–41 oraz EBC/2004/9, Dz. U. L 205 z dnia 9 czerwca 2004 r., str. 17–18.

4 „Klucz alokacji banknotów” oznacza wartości procentowe wynikające z uwzględnienia udziału EBC w łącznej wartości emisji banknotów euro oraz zastosowania klucza subskrypcji kapitału do udziału krajowych banków centralnych w łącznej wartości tej emisji.

5 Decyzja EBC z dnia 6 grudnia 2001 r. w sprawie podziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych uczestniczących państw członkowskich od roku budżetowego 2002 (EBC/2001/16), Dz. U. L 337 z dnia 20 grudnia 2001 r., str. 55–61, wraz z późniejszymi zmianami wprowadzonymi decyzją EBC/2003/22, Dz. U. L 9 z dnia 15 stycznia 2004 r., str. 39.

6 Decyzja EBC z dnia 21 listopada 2002 r. w sprawie podziału przychodów Europejskiego Banku Centralnego z tytułu banknotów w obiegu pomiędzy uczestniczące państwa członkowskie (EBC/2002/9), Dz. U. L 323 z dnia 28 listopada 2002 r., str. 49–50.

kwota dochodu, chyba że zysk netto EBC za rok obrotowy będzie niższy niż jego dochody z tytułu banknotów euro w obiegu i z zastrzeżeniem ewentualnych decyzji Rady Prezesów o redukcji tych dochodów w związku z kosztami emisji i obsługi banknotów euro poniesionymi przez EBC.

#### **POZOSTAŁE ZAGADNIENIA**

Biorąc pod uwagę charakter EBC jako banku centralnego, jego Zarząd jest zdania, że publikacja sprawozdania z rachunku przepływów pieniężnych nie dostarczyłaby odbiorcom sprawozdania finansowego żadnych istotnych dodatkowych informacji.

Zgodnie z art. 27 Statutu ESBC oraz na podstawie rekomendacji Rady Prezesów EBC, Rada Unii Europejskiej zatwierdziła wybór firmy KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na biegłego rewidenta EBC na okres pięciu lat, do zakończenia roku finansowego 2007.

## INFORMACJA DODATKOWA DO BILANSU

### I ZŁOTO I NALEŻNOŚCI W ZŁOCIE

ECB posiada zasoby złota w wysokości 24,7 mln uncji złota odpowiadającego międzynarodowym standardom czystości (w 2003 r. – 24,7 mln uncji). W 2004 r. nie miały miejsca żadne transakcje dotyczące złota. Zmiana stanu w porównaniu z 2003 r. wynika z przeprowadzanej na koniec roku aktualizacji wyceny tych zasobów (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i pasywa w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

<i>Należności od nierezydentów strefy euro</i>	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	2.682.171.017	1.365.187.080	1.316.983.937
Depozyty rynku pieniężnego	848.227.002	1.197.220.582	(348.993.580)
Umowy reverse repo	2.408.046.989	3.834.025.154	(1.425.978.165)
Inwestycje w papiery wartościowe	21.000.548.972	22.196.952.041	(1.196.403.069)
Razem	26.938.993.980	28.593.384.857	(1.654.390.877)

### 2 NALEŻNOŚCI OD NIEREZYDENTÓW I REZYDENTÓW STREFY EURO W WALUTACH OBCYCH

#### *Należności od MFW*

Pozycja ta obejmuje specjalne prawa ciągnięcia (SDR-y) w posiadaniu EBC na dzień 31 grudnia 2004 r. i powstaje w wyniku dwustronnego porozumienia z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW) w sprawie sprzedaży i kupna SDR-ów. Na mocy tego porozumienia MFW jest upoważniony do organizowania w imieniu EBC sprzedaży i kupna SDR-ów za euro, w granicach przewidzianych limitów. SDR jest definiowany w oparciu o koszyk walut. Jego wartość określa się jako ważoną sumę kursów wymiany czterech głównych walut (euro, jena japońskiego, funta szterlinga i dolara amerykańskiego). Dla potrzeb rachunkowości SDR-y są traktowane jak waluta obca (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i pasywa w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

<i>Należności od rezydentów strefy euro</i>	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	26.506	26.740	(234)
Depozyty rynku pieniężnego	2.547.022.979	2.799.445.764	(252.422.785)
Umowy reverse repo	4.967.080	0	4.967.080
Razem	2.552.016.565	2.799.472.504	(247.455.939)

Spadek tej pozycji w 2004 r. wynikał głównie z przeprowadzanej na koniec roku aktualizacji wyceny aktywów EBC denominowanych w dolarach amerykańskich. Deprecjacja dolara amerykańskiego i – w mniejszym stopniu – jena japońskiego wobec euro spowodowała znaczący spadek wyrażonej w euro wartości tych aktywów (zob. punkty „Złoto oraz aktywa i pasywa w walutach obcych” oraz „Uznawanie przychodów” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

#### *Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne*

#### *Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych*

Należności te obejmują rachunki w bankach, kredyty denominowane w walutach obcych oraz inwestycje w papiery wartościowe denominowane w dolarach amerykańskich i jenach japońskich. Struktura salda jest następująca:

### 3 NALEŻNOŚCI OD NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Na dzień 31 grudnia 2004 r. pozycja ta obejmowała depozyty bankowe u nierezydentów strefy euro.

#### 4 POZOSTAŁE NALEŻNOŚCI OD INSTYTUCJI KREDYTOWYCH STREFY EURO W EURO

Na dzień 31 grudnia 2004 r. pozycja ta obejmowała depozyt bankowy u rezydenta strefy euro.

#### 5 NALEŻNOŚCI WEWNĘTRZNE W RAMACH EUROSYSTEMU

##### *Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu*

Na pozycję tę składają się należności EBC od krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

##### *Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)*

Pozycja ta obejmuje salda krajowych banków centralnych strefy euro w systemie TARGET względem EBC oraz należności z tytułu śródrocznego podziału dochodów EBC pochodzących z emisji banknotów. Na dzień 31 grudnia 2004 r. należność od krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu śródrocznego podziału dochodów EBC pochodzących z emisji banknotów wynosiła 536 mln euro. Kwota ta stanowi wynik śródrocznego podziału tych dochodów na rzecz krajowych banków centralnych strefy euro za pierwsze trzy kwartały roku, który następnie został odwołany (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości oraz punkt 18 informacji dodatkowej do rachunku zysków i strat).

	2004 EUR	2003 EUR
Należności od KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET	64.024.554.579	49.646.309.854
Zobowiązania wobec KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET	(61.149.859.140)	(45.579.175.620)
Pozycja netto w systemie TARGET	2.874.695.439	4.067.134.234
Należność od/zobowiązania wobec KBC strefy euro z tytułu śródrocznego podziału dochodów EBC z emisji banknotów	536.222.885	532.760.169
Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)	3.410.918.324	4.599.894.403

#### 6 POZOSTAŁE AKTYWA

##### *Rzeczowe aktywa trwałe*

Na dzień 31 grudnia 2004 r. pozycja ta obejmowała następujące kategorie aktywów:

	Wartość księgowa netto na 31.12.2004 r. EUR	Wartość księgowa netto na 31.12.2003 r. EUR	Zmiana EUR
Grunty i budynki	135.997.016	54.929.962	81.067.054
Komputery	43.089.388	45.407.622	(2.318.234)
Sprzęt, wyposażenie, maszyny i urządzenia oraz środki transportu	3.809.292	2.149.813	1.659.479
Środki trwałe w budowie	3.215.050	23.259.861	(20.044.811)
Pozostałe środki trwałe	1.207.558	3.164.692	(1.957.134)
Razem	187.318.304	128.911.950	58.406.354

Główne zwiększenia wystąpiły w pozycji „Grunty i budynki” i dotyczą:

- (a) nabycia gruntu pod budowę docelowej siedziby EBC. W oparciu o zdefiniowaną wcześniej powierzchnię pięter budynku, ustalono minimalną cenę kupna w wysokości 61,4 mln euro, płatną w ratach do 31 grudnia 2004 r., kiedy to prawo własności przechodzi na EBC. Do chwili obecnej kwota ta została

w całości opłacona, w związku z czym jest wykazana w pozycji „Grunty i budynki”;

(b) przeniesienia z pozycji „Środki trwałe w budowie” ulepszeń w obcych środkach trwałych dotyczących trzeciego budynku zajmowanego przez EBC, po rozpoczęciu użytkowania obiektu.

### **Pozostałe aktywa finansowe**

Do najważniejszych składników tej pozycji należą:

	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Papiery wartościowe denominowane w euro	5.399.222.333	5.276.052.927	123.169.406
Umowy reverse repo w euro	869.977.933	167.100.400	702.877.533
Należności dotyczące funduszu emerytalnego EBC	120.243.662	91.727.194	28.516.468
Pozostałe	38.875.639	38.875.737	(98)
Razem	6.428.319.567	5.573.756.258	854.563.309

(a) Papiery wartościowe denominowane w euro oraz umowy reverse repo w euro stanowią inwestycję funduszy własnych EBC (zob. też punkt 12 informacji dodatkowej).

(b) Portfele inwestycji dotyczących funduszu emerytalnego EBC są wyceniane na 120,2 mln euro (w 2003 r. – 91,7 mln euro). Znajdujące się w nich aktywa stanowią inwestycję zakumulowanych składek emerytalnych wniesionych przez EBC oraz jego pracowników na dzień 31 grudnia 2004 r. Funduszem zarządza zewnętrzny podmiot. Regularne składki wnoszone przez EBC oraz członków programu są inwestowane co miesiąc. Aktywa programu są wyodrębnione z pozostałych aktywów finansowych EBC, a przychód netto z tych aktywów nie stanowi dochodu EBC, lecz jest ponownie inwestowany w odnośne fundusze, do czasu wypłaty świadczeń. Zewnętrzny

podmiot zarządzający funduszem wycenia aktywa funduszu emerytalnego po cenach rynkowych na koniec roku.

(c) EBC posiada 3.000 akcji Banku Rozrachunków Międzynarodowych, wykazanych po koszcie nabycia w wysokości 38,5 mln euro.

### **Rozliczenia międzyokresowe**

W 2004 r. pozycja ta obejmowała należne odsetki narosłe w kwocie 197 mln euro (w 2003 r. – 165 mln euro) od należności EBC z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu za ostatni kwartał (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Na pozostałą część salda składają się głównie odsetki narosłe od papierów wartościowych i innych aktywów finansowych.

### **Pozostałe**

W 2004 r. głównym składnikiem tej pozycji była należność od niemieckiego ministerstwa finansów z tytułu podatku VAT i innych zapłaconych podatków pośrednich. Podatki te podlegają zwrotowi zgodnie z Art. 3 Protokołu w sprawie przywilejów i immunitetów Wspólnot Europejskich, którego postanowieniem EBC podlega na mocy Art. 40 Statutu ESBC.

## **7 BANKNOTY W OBIEGU**

Pozycja ta obejmuje udział EBC w łącznej wartości banknotów euro w obiegu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

## **8 ZOBOWIĄZANIA WOBEC POZOSTAŁYCH REZYDENTÓW STREFY EURO W EURO**

Pozycja ta obejmuje depozyty od członków stowarzyszenia Euro Banking Association (EBA) wykorzystywane jako zabezpieczenie na rzecz EBC w odniesieniu do płatności EBA rozliczanych przez system TARGET.

## 9 ZOBOWIĄZANIA WOBEC NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Zobowiązania te obejmują głównie salda rachunków KBC spoza strefy euro prowadzonych przez EBC, wynikające z transakcji przetwarzanych w systemie TARGET (zob. punkt „Salda wewnętrzne w ramach ESBC i Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

## 10 ZOBOWIĄZANIA WOBEC NIEREZYDENTÓW I REZYDENTÓW STREFY EURO W WALUTACH OBCYCH

Zobowiązania wynikające z umów repo zawartych z rezydentami i nierezydentami strefy euro w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC są następujące:

Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro:	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Umowy repo	4.967.080	0	4.967.080

Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana
Umowy repo	1.254.905.957	1.452.432.822	(197.526.865)

## II ZOBOWIĄZANIA WEWNĘTRZNE W RAMACH EUROSISTEMU

Pozycja ta obejmuje zobowiązania wobec krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu przekazania rezerwowych aktywów walutowych do EBC. Zobowiązania te są wyrażone w euro według wartości określonej w momencie ich przekazania. Ich oprocentowanie jest równe ostatniej dostępnej stopie oprocentowania podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu, skorygowanej w taki sposób, by uwzględnić zerową rentowność złota (zob. punkt 18 informacji dodatkowej do rachunku zysków i strat).

Ze względu na obniżenie wag krajowych banków centralnych strefy euro w kluczu kapitałowym EBC w dniu 1 stycznia 2004 r. oraz późniejszą zmianę klucza kapitałowego EBC w dniu 1 maja 2004 r. (zob. punkt 15 informacji dodatkowej), decyzją Rady Prezesów wydaną na podstawie Art. 30.3 Statutu ESBC pierwotna łączna wysokość zobowiązania w kwocie 40.497.150.000 euro została obniżona (w dwóch etapach) do wysokości 39.782.265.622 euro. Celem korekty było umożliwienie krajowym bankom centralnym, które w przyszłości będą przystępować do Eurosystemu, przekazania rezerwowych aktywów walutowych w pełnej kwocie, proporcjonalnie do ich udziału w kluczu kapitałowym EBC. Obniżenie wyrażonego w euro zobowiązania nie wymagało ponownego przekazania walutowych aktywów rezerwowych pomiędzy EBC a krajowymi bankami centralnymi.

	Do 31.12.2003 r. EUR	Od 01.01 do 30.04.2004 r. EUR	Od 01.05.2004 r. EUR
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	1.432.900.000	1.414.850.000	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	12.246.750.000	11.702.000.000	11.761.707.508
Bank of Greece	1.028.200.000	1.080.700.000	1.055.840.343
Banco de España	4.446.750.000	4.390.050.000	4.326.975.513
Banque de France	8.416.850.000	8.258.750.000	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424.800.000	512.700.000	513.006.858
Banca d'Italia	7.447.500.000	7.286.300.000	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	74.600.000	85.400.000	87.254.014
De Nederlandsche Bank	2.139.000.000	2.216.150.000	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	1.179.700.000	1.150.950.000	1.157.451.203
Banco de Portugal	961.600.000	1.006.450.000	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698.500.000	714.900.000	717.118.926
<b>Razem</b>	<b>40.497.150.000</b>	<b>39.819.200.000</b>	<b>39.782.265.622</b>

## 12 POZOSTAŁE ZOBOWIĄZANIA

Pozycja ta obejmuje głównie odsetki należne krajowym bankom centralnym od ich należności z tytułu przekazanych rezerw walutowych (zob. punkt 11 informacji dodatkowej). Zobowiązania EBC dotyczące funduszu emerytalnego – w tym rezerwa utworzona w oparciu o raport aktuarialny (zob. punkt 13 informacji dodatkowej) – wynoszą 148,8 mln euro (w 2003 r. – 100,6 mln euro). Saldo tej pozycji obejmuje również pozostałe rozliczenia międzyokresowe oraz otwarte transakcje repo w kwocie 200 mln euro zawarte w ramach zarządzania funduszami własnymi EBC (zob. punkt 6 informacji dodatkowej).

## 13 REZERWY

Pozycja ta obejmuje rezerwy dotyczące emerytur oraz kosztów towarów i usług, jak również rezerwy na zobowiązania umowne EBC dotyczące przywrócenia zajmowanych obiektów do pierwotnego stanu po przeprowadzce do docelowej siedziby EBC.

## 14 RÓŻNICE Z AKTUALIZACJI WYCENY

Pozycja ta obejmuje niezrealizowane zyski na aktywach i zobowiązaniach.

	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Złoto	1.853.957.106	2.070.968.381	(217.011.275)
Waluty obce	0	1.901	(1.901)
Papiery wartościowe	67.160.084	105.493.783	(38.333.699)
Razem	1.921.117.190	2.176.464.065	(255.346.875)

## 15 KAPITAŁ I FUNDUSZ REZERWOWY

### Kapitał

#### (a) Zmiany klucza kapitałowego EBC

Zgodnie z Art. 29.3 Statutu ESBC, udział krajowych banków centralnych w subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego

należy korygować co pięć lat. Pierwszej korekty po utworzeniu EBC dokonano w dniu 1 stycznia 2004 r. Druga zmiana nastąpiła w dniu 1 maja 2004 r., po przystąpieniu do UE dziesięciu nowych państw członkowskich. W oparciu o decyzję Rady z dnia 15 lipca 2003 r. w sprawie danych statystycznych, które mają być wykorzystywane do dostosowania klucza subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego, w dniach 1 stycznia 2004 r. i 1 maja 2004 r. klucze kapitałowe krajowych banków centralnych zostały skorygowane w następujący sposób:

	Do 31.12.2003 r. %	Od 01.01 do 30.04.2004 r. %	Od 01.05.2004 r. %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Bank of Greece	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
<b>Razem KBC strefy euro</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>	<b>71,4908</b>



	Do 31.12.2003 r. %	Od 01.01 do 30.04.2004 r. %	Od 01.05.2004 r. %
Česká národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Central Bank of Cyprus	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
<b>Razem KBC spoza strefy euro</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>	<b>28,5092</b>
<b>Razem KBC ze strefy euro i spoza strefy euro</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### **(b) Kapitał EBC**

Ze względu na ogólne obniżenie o 1,3559% wagi krajowych banków centralnych strefy euro (które w pełni opłaciły subskrybowany kapitał) w kapitale EBC wynoszącym 5 mld euro, z dniem 1 stycznia 2004 r. ich udział w subskrybowanym kapitale EBC obniżył się z 4.049.715.000 euro do 3.981.920.000 euro. Kolejna redukcja do 3.978.226.562 nastąpiła w dniu 1 maja 2004 r. w wyniku przystąpienia do UE dziesięciu nowych państw członkowskich.

Zgodnie z Art. 49.3 Statutu ESBC, dodanym do Statutu przez Traktat Akcesyjny, w przyszłości subskrybowany kapitał EBC będzie automatycznie podnoszony po przystąpieniu każdego nowego państwa do UE, a jego banku centralnego – do ESBC. Wysokość podwyższenia określa się poprzez przemnożenie obowiązującej wysokości subskrybowanego kapitału (tj. 5 mld euro) przez

stosunek wagi przystępującego KBC do wagi tych KBC, które już są członkami ESBC, w ramach rozszerzonego klucza kapitałowego. W związku z tym w dniu 1 maja 2004 r. subskrybowany kapitał EBC został podniesiony do kwoty 5,565 mld euro.

Trzydzieści krajowych banków centralnych spoza strefy euro ma obowiązek opłacenia jedynie niewielkiego odsetka subskrybowanego kapitału na pokrycie kosztów operacyjnych EBC. W dniu 1 maja 2004 r. odsetek ten został zwiększony z 5% do 7%. Wraz z kwotami wpłaconymi przez dziesięć nowych krajowych banków centralnych spoza strefy euro, na dzień 1 maja 2004 r. łączna kwota tej składki wyniosła 111.050.988 euro. W przeciwieństwie do KBC strefy euro, krajowe banki centralne spoza strefy euro nie mają żadnego udziału w zyskach EBC, w tym w dochodach z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu, ani też nie mają obowiązku pokrywania strat EBC.

Wskutek trzech wyżej opisanych zmian wysokość opłaconego kapitału spadła z 4.097.229.250 euro na dzień 31 grudnia 2003 r. do 4.032.824.000 euro na dzień 1 stycznia 2004 r., a następnie wzrosła do 4.089.277.550 euro na dzień 1 maja 2004 r. Zmiany te przedstawia poniższa tabela.

	Kapitał subskrybowany do 31.12.2003 r. EUR	Kapitał opłacony do 31.12.2003 r. EUR	Kapitał subskrybowany od 01.01. do 30.04.2004 r. EUR	Kapitał opłacony od 01.01. do 30.04.2004 r. EUR	Kapitał subskrybowany od 01.05.2004 r. <sup>1)</sup> EUR	Kapitał opłacony od 01.05.2004 r. EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	143.290.000	143.290.000	141.485.000	141.485.000	141.910.195	141.910.195
Deutsche Bundesbank	1.224.675.000	1.224.675.000	1.170.200.000	1.170.200.000	1.176.170.751	1.176.170.751
Bank of Greece	102.820.000	102.820.000	108.070.000	108.070.000	105.584.034	105.584.034
Banco de España	444.675.000	444.675.000	439.005.000	439.005.000	432.697.551	432.697.551
Banque de France	841.685.000	841.685.000	825.875.000	825.875.000	827.533.093	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42.480.000	42.480.000	51.270.000	51.270.000	51.300.686	51.300.686
Banca d'Italia	744.750.000	744.750.000	728.630.000	728.630.000	726.278.371	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	7.460.000	7.460.000	8.540.000	8.540.000	8.725.401	8.725.401
De Nederlandsche Bank	213.900.000	213.900.000	221.615.000	221.615.000	222.336.360	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	117.970.000	117.970.000	115.095.000	115.095.000	115.745.120	115.745.120
Banco de Portugal	96.160.000	96.160.000	100.645.000	100.645.000	98.233.106	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69.850.000	69.850.000	71.490.000	71.490.000	71.711.893	71.711.893
<b>Razem KBC strefy euro</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>4.049.715.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.981.920.000</b>	<b>3.978.226.562</b>	<b>3.978.226.562</b>
Česká národní banka	0	0	0	0	81.155.136	5.680.860
Danmarks Nationalbank	83.545.000	4.177.250	86.080.000	4.304.000	87.159.414	6.101.159
Eesti Pank	0	0	0	0	9.927.370	694.916
Central Bank of Cyprus	0	0	0	0	7.234.070	506.385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16.571.585	1.160.011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24.623.661	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77.259.868	5.408.191
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0	0	0	0	3.600.341	252.024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285.912.706	20.013.889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18.613.819	1.302.967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39.770.691	2.783.948
Sveriges Riksbank	132.685.000	6.634.250	133.180.000	6.659.000	134.292.163	9.400.451
Bank of England	734.055.000	36.702.750	798.820.000	39.941.000	800.321.860	56.022.530
<b>Razem KBC spoza strefy euro</b>	<b>950.285.000</b>	<b>47.514.250</b>	<b>1.018.080.000</b>	<b>50.904.000</b>	<b>1.586.442.685</b>	<b>111.050.988</b>
<b>Razem KBC ze strefy euro i spoza strefy euro</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.097.229.250</b>	<b>5.000.000.000</b>	<b>4.032.824.000</b>	<b>5.564.669.247</b>	<b>4.089.277.550</b>

1) Poszczególne kwoty są zaokrąglone do jednego euro. Sumy cząstkowe mogą nie sumować się do kwoty „razem” ze względu na zaokrąglenia.

### **Fundusz rezerwowy**

Pozycja ta obejmuje ogólny fundusz rezerwowy EBC, utworzony zgodnie z Art. 33 Statutu ESBC.

## **INSTRUMENTY POZABILANSOWE**

### **16 AUTOMATYCZNY PROGRAM POŻYCZEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**

W ramach zarządzania funduszami własnymi EBC podpisał umowę w sprawie automatycznego programu pożyczek papierów wartościowych. Na mocy tej umowy, wyznaczony przedstawiciel zawiera w imieniu EBC transakcje pożyczki papierów wartościowych z kontrahentami zaakceptowanymi przez EBC. Zgodnie z umową, na dzień 31 grudnia 2004 r. łączna wartość otwartych umów odwracalnych wynosiła 1 mld euro (2003 r. – 0,4 mld euro) (zob. punkt „Transakcje odwracalne” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

### **17 KONTRAKTY FUTURES NA STOPY PROCENTOWE**

W 2004 r. w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC zawierano walutowe kontrakty terminowe typu futures na stopy procentowe. Na dzień 31 grudnia 2004 r. otwarte były następujące transakcje (według wartości nominalnej):

Walutowe kontrakty futures na stopy procentowe	Wartość kontraktu EUR
Kupno	1.077.349.366
Sprzedaż	91.770.061

## INFORMACJA DODATKOWA DO RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

### 18 WYNIK NETTO Z TYTUŁU ODSETEK

#### *Przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych*

Pozycja ta obejmuje wynik netto z tytułu odsetek od aktywów i zobowiązań denominowanych w walutach obcych. Struktura pozycji jest następująca:

	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Odsetki od rachunków bieżących	3.744.188	3.679.287	64.901
Dochody z depozytów rynku pieniężnego	49.854.512	45.699.455	4.155.057
Umowy reverse repo	63.759.141	66.206.740	(2.447.599)
Dochód netto z papierów wartościowych	317.073.827	445.357.205	(128.283.378)
<b>Razem przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych</b>	<b>434.431.668</b>	<b>560.942.687</b>	<b>(126.511.019)</b>
Koszty z tytułu odsetek od rachunków bieżących	(32.020)	(73.292)	41.272
Umowy repo	(11.947.990)	(19.575.020)	7.627.030
Pozostałe koszty z tytułu odsetek (netto)	(32.960)	0	(32.960)
<b>Wynik z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych</b>	<b>422.418.698</b>	<b>541.294.375</b>	<b>(118.875.677)</b>

#### *Przychody z tytułu odsetek związane z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu*

Pozycja ta obejmuje przychody odsetkowe EBC od jego 8-procentowego udziału w łącznej wartości emisji banknotów euro. Odsetki od należności EBC dotyczących przypisanej mu części emisji banknotów naliczane są według ostatniej dostępnej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu. Przychody te są dzielone pomiędzy krajowe banki centralne według zasad przedstawionych w punkcie „Banknoty

w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości.

W oparciu o szacowany wynik finansowy EBC za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2004 r., w grudniu 2004 r. Rada Prezesów postanowiła:

- odwołać trzy śródroczne wypłaty o wartości 536 mln euro dokonane na rzecz krajowych banków centralnych w ciągu roku;
- zrezygnować z ostatniej śródrocznej kwartalnej wypłaty w kwocie 197 mln euro.

#### *Pokrycie należności KBC w odniesieniu do przekazanych rezerw zagranicznych*

W pozycji tej wykazane zostało oprocentowanie wypłacone krajowym bankom centralnym strefy euro z tytułu ich należności dotyczących rezerwowych aktywów walutowych przekazanych EBC zgodnie z Art. 30.1 Statutu ESBC.

#### *Pozostałe przychody odsetkowe i Pozostałe koszty odsetkowe*

Pozycje te obejmują przychody i koszty odsetkowe od sald związanych z systemem TARGET oraz od pozostałych aktywów i zobowiązań wyrażonych w euro.

W 2004 r. niski poziom stóp procentowych na rynku wewnętrznym i rynkach zagranicznych nadal miał wpływ na wynik z tytułu odsetek.

### 19 ZREALIZOWANE ZYSKI/STRATY Z TYTUŁU OPERACJI FINANSOWYCH

Zrealizowane zyski netto z tytułu operacji finansowych w 2004 r. kształtowały się następująco:

	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Zrealizowane zyski netto z tytułu zmian cen papierów wartościowych	94.643.135	528.606.147	(433.963.012)
Zrealizowane dodatnie (ujemne) różnice kursowe	41.402.675	(3.345.525)	44.748.200
Zrealizowane zyski z tytułu operacji finansowych	136.045.810	525.260.622	(389.214.812)

## 20 ODPISY AKTUALIZUJĄCE WARTOŚĆ AKTYWÓW I POZYCJI FINANSOWYCH

	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Niezrealizowane straty z tytułu zmian cen papierów wartościowych	(28.485.006)	(10.349.709)	(18.135.297)
Niezrealizowane ujemne różnice kursowe	(2.064.800.103)	(3.962.339.851)	1.897.539.748
Razem	(2.093.285.109)	(3.972.689.560)	1.879.404.451

Powyższe koszty powstały głównie w wyniku aktualizacji wartości średniego kosztu nabycia przez EBC rezerw dolara amerykańskiego do jego kursu na dzień 31 grudnia 2004 r. w związku z deprecjacją tej waluty w stosunku do euro w ciągu roku obrotowego.

## 21 WYNIK Z TYTUŁU PROWIZJI I OPŁAT

	2004 EUR	2003 EUR	Zmiana EUR
Przychody z tytułu prowizji i opłat	297.964	700.271	(402.307)
Koszty prowizji i opłat	(559.481)	(763.737)	204.256
Wynik z tytułu prowizji i opłat	(261.517)	(63.466)	(198.051)

Przychody w tej pozycji dotyczą głównie kar nakładanych na instytucje kredytowe za

nieprzebranie wymagań dotyczących rezerwy obowiązkowej. Koszty dotyczą głównie prowizji płatnych od rachunków bieżących oraz realizacji walutowych kontraktów futures na stopy procentowe (zob. punkt 17 informacji dodatkowej do bilansu).

## 22 POZOSTAŁE PRZYCHODY

Pozostałe przychody powstały głównie w wyniku rozwiązania niewykorzystanych rezerw na koszty administracyjne. Począwszy od 2004 r. pozycja ta obejmuje również udział krajowych banków centralnych dziesięciu nowych państw członkowskich w rocznych opłatach serwisowych, wynikający z ich podłączenia do bezpiecznej infrastruktury informatycznej ESBC po akcesji. Koszty te ponoszone są początkowo centralnie przez EBC.

Krajowe banki centralne przestaną ponosić koszty tych opłat wraz z wejściem swoich państw członkowskich do strefy euro.

## 23 KOSZTY OSOBOWE

Pozycja ta obejmuje uposażenia, dodatki i koszty ubezpieczeń pracowniczych w kwocie 120,0 mln euro (w 2003 r. – 108,2 mln euro) oraz opłacane przez pracodawcę składki na fundusz emerytalny EBC. Wynagrodzenia Zarządu EBC wyniosły łącznie 2,1 mln euro (w 2003 r. – 2,0 mln euro). W ciągu roku obrotowego nie wypłacano żadnych świadczeń emerytalnych byłym członkom Zarządu ani osobom pozostającym na ich utrzymaniu. Odchodzący członkowie Zarządu otrzymali odprawy. Uposażenia i dodatki, w tym wynagrodzenia osób na wyższych stanowiskach kierowniczych, kształtują się zgodnie z modelem systemu wynagrodzeń Wspólnot Europejskich i na porównywalnym poziomie.

Wzrost tej pozycji w 2004 r. wynikał głównie z wyliczonego przez aktuariusza wzrostu zobowiązań EBC dotyczących funduszu

emerytalnego (zob. punkt 24 informacji dodatkowej).

Na koniec roku 2004 r. EBC zatrudniał 1.309 pracowników, w tym 131 osób na stanowiskach kierowniczych. Rotacja pracowników w 2004 r. była następująca:

	2004	2003
Według stanu na 1 stycznia	1.213	1.105
Nowi pracownicy	137	149
Odchodzący pracownicy	41	41
Według stanu na 31 grudnia	1.309	1.213
Średnia liczba zatrudnionych	1.261	1.160

## 24 PROGRAM EMERYTALNY EBC

Regulamin programu emerytalnego EBC wymaga przeprowadzenia pełnej wyceny aktuarialnej co trzy lata. Ostatnia pełna wycena aktuarialna została przeprowadzona na dzień 31 grudnia 2003 r. przy założeniu odejścia z pracy wszystkich pracowników i ustania stosunku pracy dającego prawo do emerytury na tę datę.

Koszty emerytur wynikające z programu są oceniane zgodnie z opinią biegłego aktuarium. Łączny koszt emerytur z uwzględnieniem rezerwy na renty inwalidzkie i świadczenia emerytalne wyniósł 41,1 mln euro (w 2003 r. – 21,7 mln euro). Powyższa kwota obejmuje rezerwę na emerytury członków Zarządu w wysokości 1,8 mln euro (w 2003 r. – 1,9 mln euro) oraz wszelkie dodatkowe składki. Wymagana stopa wnoszonych przez EBC składek na poczet przyszłych emerytur pracowniczych wynosi 16,5% stanowiących podstawę naliczenia składki emerytalnej zarobków wszystkich pracowników.

## 25 KOSZTY ADMINISTRACYJNE

Pozycja ta obejmuje wszelkie bieżące wydatki dotyczące najmu i eksploatacji obiektów biurowych, zakupu niskocennych towarów

i sprzętu, wynagrodzenia za usługi doradcze oraz innych usług i zaopatrzenia, jak również koszty pracownicze dotyczące rekrutacji, przeprowadzki, zagospodarowania w nowym miejscu, szkolenia i powrotu do kraju.

## 26 USŁUGI PRODUKCJI BANKNOTÓW

W 2004 r., podobnie jak w 2003 r. pozycja ta obejmowała koszty transgranicznego transportu banknotów euro pomiędzy krajowymi bankami centralnymi w celu pokrycia niespodziewanych wahań popytu. Koszty te ponoszone są centralnie przez EBC.

## INFORMACJA O PODZIALE STRAT

*Informacja ta nie wchodzi w skład sprawozdania finansowego EBC za 2004 r. Została opublikowana w Raporcie Rocznym wyłącznie w celach informacyjnych.*

### DOCHÓD Z TYTUŁU EMISJI BANKNOTÓW PRZEZ EBC

Na podstawie decyzji Rady Prezesów EBC, kwota 733 mln euro została wyłączona z podziału, tak aby łączna kwota do podziału za rok obrotowy nie przewyższyła rocznego zysku netto EBC. Kwota ta odpowiada całkowitemu dochodowi z tytułu udziału EBC w łącznej wartości banknotów euro w obiegu w roku 2004.

### POKRYCIE STRAT EBC

Art. 33.2 Statutu ESBC stanowi, że w przypadku strat poniesionych przez EBC deficyt może być potrącony z ogólnego funduszu rezerwowego EBC i – jeżeli będzie to konieczne – po podjęciu decyzji przez Radę Prezesów, z dochodów pieniężnych odpowiedniego roku obrotowego proporcjonalnie i do wysokości sum podzielonych pomiędzy krajowe banki centralne zgodnie z Art. 32.5 Statutu<sup>1</sup>.

W dniu 11 marca 2005 r. Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o pokryciu straty za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2004 r. w następujący sposób:

	2004 EUR	2003 EUR
Strata za rok obrotowy	(1.636.028.702)	(476.688.785)
Zmniejszenie ogólnego funduszu rezerwowego	296.068.424	476.688.785
Przeniesienie z puli dochodów pieniężnych	1.339.960.278	0
Razem	0	0

<sup>1</sup> Zgodnie z Art. 32.5 Statutu ESBC, suma dochodu pieniężnego krajowych banków centralnych zostaje rozdzielona pomiędzy krajowe banki centralne proporcjonalnie do ich wpłaconych udziałów w kapitale EBC.

## Raport biegłego rewidenta

Prezes i Rada Prezesów  
Europejskiego Banku Centralnego

Frankfurt nad Menem

Przeprowadziliśmy badanie załączonego bilansu Europejskiego Banku Centralnego na dzień 31 grudnia 2004 r. oraz rachunku zysków i strat za rok obrotowy zakończony tego dnia wraz z informacją dodatkową. Za sporządzenie rocznego sprawozdania finansowego odpowiedzialny jest Zarząd Europejskiego Banku Centralnego. Naszym zadaniem było wyrażenie opinii o sprawozdaniu finansowym na podstawie przeprowadzonego badania.

Badanie sprawozdania finansowego przeprowadziliśmy stosownie do Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej. Standardy te wymagają, aby badanie zostało zaplanowane i przeprowadzone w sposób dający wystarczającą pewność, że sprawozdanie finansowe nie zawiera istotnych błędów. Badanie obejmuje sprawdzenie – w sposób wrywkowy – dowodów i zapisów księgowych, z których wynikają kwoty i informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym. Badanie obejmuje również ocenę stosowanych zasad rachunkowości, znaczących szacunków dokonanych przez zarząd jednostki oraz ocenę ogólnej prezentacji sprawozdania finansowego. Wyrażamy przekonanie, że przeprowadzone przez nas badanie stanowi wystarczającą podstawę do wydania opinii.

Naszym zdaniem sprawozdanie finansowe przedstawia rzetelnie i prawidłowo sytuację finansową Europejskiego Banku Centralnego na dzień 31 grudnia 2004 r. oraz wynik finansowy za rok obrotowy zakończony tego dnia, zgodnie z zasadami rachunkowości przedstawionymi w pierwszej części informacji dodatkowej.

Frankfurt nad Menem, 4 marca 2005 r.

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Gerhard Brackert

Vorstand:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Axel Berger  
WP RA StB  
Dr. Bernd Erle  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Gerd Geib  
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB  
Dr. Hartwich Lüßmann  
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas  
WP StB  
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Rüdiger Reinke  
CPA Kenneth D. Russell  
WP Dipl.-Oec.  
Bernd Ulrich Schmid  
WP Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Wienand Schruff  
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB  
Prof. Dr. Harald Wiedmann  
Sprecher  
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc  
Gottfried Wohlmannstetter  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Hans Zehnder  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Wolfgang Zielke  
stellv. Sprecher  
Zertifiziert nach  
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und  
Frankfurt am Main  
Handelsregister:  
Charlottenburg (HRB 1077)  
und Frankfurt am Main  
(HRB 14345)  
Bankverbindung:  
Deutsche Bank AG,  
Frankfurt a. M., 096 386 800  
BLZ 500 700 10  
USt.-IdNr.: DE 136 751 547



## 5 SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSISTEMU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2004 R.

(W MLN EURO)

AKTYWA	31 GRUDNIA 2004 R.	31 GRUDNIA 2003 R.
<b>1 Złoto i należności w złocie</b>	<b>125.730</b>	<b>130.344</b>
<b>2 Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>153.856</b>	<b>175.579</b>
2.1 Należności od MFW	23.948	29.130
2.2 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne	129.908	146.449
<b>3 Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>16.974</b>	<b>17.415</b>
<b>4 Należności od nierezydentów strefy euro w euro</b>	<b>6.849</b>	<b>6.049</b>
4.1 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe oraz udzielone kredyty	6.849	6.049
4.2 Należności z tytułu instrumentów kredytowych w ramach europejskiego mechanizmu kursowego ERM II	0	0
<b>5 Należności od instytucji kredytowych ze strefy euro z tytułu udzielonych kredytów związanych z operacjami polityki pieniężnej w euro</b>	<b>345.112</b>	<b>298.163</b>
5.1 Podstawowe operacje refinansujące	270.000	253.001
5.2 Dłuższe operacje refinansujące	75.000	45.000
5.3 Operacje dostrajające z przyrzeczeniem odkupu	0	0
5.4 Operacje strukturalne z przyrzeczeniem odkupu	0	0
5.5 Kredyt w banku centralnym na koniec dnia	109	134
5.6 Kredyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	3	28
<b>6 Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro</b>	<b>3.763</b>	<b>729</b>
<b>7 Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro</b>	<b>70.244</b>	<b>54.466</b>
<b>8 Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych w euro</b>	<b>41.317</b>	<b>42.686</b>
<b>9 Pozostałe aktywa</b>	<b>120.479</b>	<b>109.365</b>
<b>Aktywa ogółem</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>

Poszczególne pozycje mogą nie sumować się do kwot ogółem ze względu na zaokrąglenia.

PASYWA	31 GRUDNIA 2004 R.	31 GRUDNIA 2003 R.
<b>1 Banknoty w obiegu</b>	<b>501.256</b>	<b>436.128</b>
<b>2 Zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro z tytułu operacji polityki pieniężnej w euro</b>	<b>138.735</b>	<b>147.328</b>
2.1 Rachunki bieżące (w tym rachunki rezerw obowiązkowych)	138.624	147.247
2.2 Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	106	80
2.3 Depozyty terminowe	0	0
2.4 Operacje dostrajające z przyrzeczeniem odkupu	0	0
2.5 Depozyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	5	1
<b>3 Pozostałe zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro w euro</b>	<b>126</b>	<b>257</b>
<b>4 Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</b>	<b>0</b>	<b>1.054</b>
<b>5 Zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro w euro</b>	<b>42.187</b>	<b>39.865</b>
5.1 Zobowiązania wobec sektora instytucji rządowych i samorządowych	35.968	34.106
5.2 Pozostałe zobowiązania	6.219	5.759
<b>6 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro</b>	<b>10.912</b>	<b>10.279</b>
<b>7 Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>247</b>	<b>499</b>
<b>8 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>10.679</b>	<b>11.205</b>
8.1 Zobowiązania z tytułu depozytów, prowadzonych rachunków oraz pozostałe zobowiązania	10.679	11.205
8.2 Zobowiązania z tytułu instrumentów kredytowych w ramach europejskiego mechanizmu kursowego ERM II	0	0
<b>9 Zobowiązania wobec MFW z tytułu specjalnych praw ciągnięcia (SDR)</b>	<b>5.573</b>	<b>5.761</b>
<b>10 Pozostałe pasywa</b>	<b>51.791</b>	<b>54.757</b>
<b>11 Różnice z aktualizacji wyceny</b>	<b>64.581</b>	<b>67.819</b>
<b>12 Fundusze i rezerwy</b>	<b>58.237</b>	<b>59.844</b>
<b>Pasywa ogółem</b>	<b>884.324</b>	<b>834.796</b>



# ZAŁĄCZNIKI

## ZAŁĄCZNIKI

### INSTRUMENTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC

Poniższa tabela przedstawia listę instrumentów prawnych, które zostały przyjęte przez EBC w 2004 r. i na początku 2005 r. i opublikowane w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej. Dziennik ten dostępny jest w Urzędzie Oficjalnych Publikacji Wspólnot Europejskich. Lista wszystkich instrumentów prawnych przyjętych przez EBC od momentu jego powstania i opublikowanych w Dzienniku Urzędowym znajduje się na stronach internetowych EBC.

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2004/1	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 13 lutego 2004 r. zmieniające wytyczne EBC/2003/2 dotyczące pewnych wymogów Europejskiego Banku Centralnego w zakresie sprawozdawczości statystycznej i procedur przekazywania przez krajowe banki centralne informacji statystycznych w dziedzinie statystyki pieniężnej i bankowej	DZ.U. L 83, 20.3.2004, s. 29
EBC/2004/2	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 19 lutego 2004 r. przyjmująca Regulamin Europejskiego Banku Centralnego	DZ.U. L 80, 18.3.2004, s. 33
EBC/2004/3	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 4 marca 2004 r. dotycząca publicznego dostępu do dokumentów Europejskiego Banku Centralnego	DZ.U. L 80, 18.3.2004, s. 42
EBC/2004/4	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 21 kwietnia 2004 r. zmieniające wytyczne EBC/2001/3 w sprawie Transeuropejskiego Zautomatyzowanego Błyskawicznego Systemu Rozrachunku Brutto w Czasie Rzeczywistym (TARGET)	DZ.U. L 205, 9.6.2004, s. 1
EBC/2004/5	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 22 kwietnia 2004 r. dotycząca procentowych udziałów krajowych banków centralnych w kluczu subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego	DZ.U. L 205, 9.6.2004, s. 5
EBC/2004/6	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 22 kwietnia 2004 r. określająca środki niezbędne do opłacenia kapitału Europejskiego Banku Centralnego przez uczestniczące krajowe banki centralne	DZ.U. L 205, 9.6.2004, s. 7
EBC/2004/7	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 22 kwietnia 2004 r. określająca warunki przekazywania udziałów kapitałowych Europejskiego Banku Centralnego pomiędzy krajowymi bankami centralnymi oraz dostosowania opłaconego kapitału	DZ.U. L 205, 9.6.2004, s. 9
EBC/2004/8	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 22 kwietnia 2004 r. określająca środki niezbędne dla uzupełnienia całkowitej wartości kapitałowej Europejskiego Banku Centralnego, dla dostosowania poziomu wiarygodności krajowych banków centralnych równoważnych przekazanym rezerwom walutowym oraz dla powiązanych kwestii finansowych	DZ.U. L 205, 9.6.2004, s. 13

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2004/9	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 22 kwietnia 2004 r. zmieniająca decyzję EBC/2001/15 z 6 grudnia 2001 r. dotyczącą emisji banknotów euro	DZ.U. L 205, 9.6.2004, s. 17
EBC/2004/10	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 23 kwietnia 2004 r. określająca środki niezbędne do opłacenia kapitału Europejskiego Banku Centralnego przez nieuczestniczące krajowe banki centralne	DZ.U. L 205, 9.6.2004, s. 19
EBC/2004/11	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 3 czerwca 2004 r. w sprawie warunków prowadzenia przez Europejski Urząd do spraw Zwalczania Nadużyć Finansowych dochodzeń w Europejskim Banku Centralnym w związku z zapobieganiem nadużyciom finansowym, korupcji i innym bezprawnym działaniom przynoszącym szkodę interesom finansowym Wspólnot Europejskich oraz w sprawie zmiany Warunków Zatrudnienia Pracowników Europejskiego Banku Centralnego	DZ.U. L 230, 30.6.2004, s. 56
EBC/2004/12	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 17 czerwca 2004 r. przyjmująca Regulamin Rady Ogólnej Europejskiego Banku Centralnego	DZ.U. L 230, 30.6.2004, s. 61
EBC/2004/13	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 1 lipca 2004 r. dotyczące świadczenia przez Eurosystem na rzecz pozaunijnych banków centralnych, państw nienależących do Unii Europejskiej oraz organizacji międzynarodowych usług w zakresie zarządzania rezerwami wyrażonymi w euro	DZ.U. L 241, 13.7.2004, s. 68
EBC/2004/14	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 9 lipca 2004 r. zmieniająca decyzję EBC/2003/15 z 28 listopada 2003 r. dotyczącą zatwierdzenia wielkości emisji monet w 2004 r.	DZ.U. L 248, 22.7.2004, s. 14
EBC/2004/15	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 16 lipca 2004 r. w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego w zakresie bilansu płatniczego, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej oraz płynnych aktywów i pasywów w walutach obcych	DZ.U. L 354, 30.11.2004, s. 34
EBC/2004/16	Zalecenia Europejskiego Banku Centralnego z 16 lipca 2004 r. w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego w zakresie bilansu płatniczego, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej oraz płynnych aktywów i pasywów w walutach obcych	Dz.U. C 292, 30.11.2004, s. 21
EBC/2004/17	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z 30 lipca 2004 r. udzielane na rzecz Rady Unii Europejskiej w odniesieniu do wyboru zewnętrznych audytorów Banca d'Italia	Dz.U. C 202, 10.8.2004, s. 1
EBC/2004/18	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 16 września 2004 r. dotyczące dokonywania zamówień na dostawę banknotów euro	DZ.U. L 320, 21.10.2004, s. 21

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2004/19	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 14 grudnia 2004 r. dotycząca zatwierdzenia wielkości emisji monet euro w 2005 r.	DZ.U. L 379, 24.12.2004, s. 107
EBC/2004/20	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 16 grudnia 2004 r. zmieniające wytyczne EBC/2004/13 dotyczące świadczenia przez Eurosystem na rzecz banków centralnych spoza Unii Europejskiej, państw nienależących do Unii Europejskiej i organizacji międzynarodowych usług w zakresie zarządzania rezerwami wyrażonymi w euro	DZ.U. L 385, 29.12.2004, s. 85
EBC/2004/21	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (WE) z 16 grudnia 2004 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 2423/2001 (EBC/2001/13) w sprawie bilansu skonsolidowanego sektora monetarnych instytucji finansowych i rozporządzenie (WE) nr 63/2002 (EBC/2001/18) w sprawie statystyki dotyczącej stóp procentowych stosowanych przez monetarne instytucje finansowe w odniesieniu do depozytów i pożyczek dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw	DZ.U. L 371, 18.12.2004, s. 42
EBC/2005/1	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 21 stycznia 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2001/3 w sprawie Transeuropejskiego Zautomatyzowanego Błyskawicznego Systemu Rozrachunku Brutto w Czasie Rzeczywistym (TARGET)	DZ.U. L 30, 3.2.2005, s. 21
EBC/2005/2	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 3 lutego 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 dotyczące instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu	Jeszcze nie opublikowane w Dzienniku Urzędowym
EBC/2005/3	Zalecenia Europejskiego Banku Centralnego z 11 lutego 2005 r. w sprawie zewnętrznych audytorów Banco de Portugal	Dz.U. C 50, 26.2.2005, s. 16
EBC/2005/4	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 15 lutego 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2003/2 dotyczące pewnych wymogów Europejskiego Banku Centralnego w zakresie sprawozdawczości statystycznej i procedur przekazywania przez krajowe banki centralne informacji statystycznych w dziedzinie statystyki pieniężnej i bankowej	Jeszcze nie opublikowane w Dzienniku Urzędowym
EBC/2005/5	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z 17 lutego 2005 r. w sprawie wymogów Europejskiego Banku Centralnego w zakresie sprawozdawczości statystycznej i procedur wymiany informacji statystycznych w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych w dziedzinie statystyki finansów publicznych	Jeszcze nie opublikowane w Dzienniku Urzędowym

## OPINIE WYDANE PRZEZ EBC

Poniższa tabela przedstawia listę opinii wydanych przez EBC w 2004 r. i na początku 2005 r. zgodnie z Artykułem 105(4) Traktatu i Artykułem 4 Statutu ESBC, Artykułem 112(2)(b) Traktatu i Artykułem 11 (2) Statutu. Pełna lista opinii wydanych przez EBC od momentu powstania tej instytucji znajduje się na stronach internetowych EBC.

### (a) Opinie EBC wydane na wniosek państwa członkowskiego<sup>1</sup>

Numer <sup>2</sup>	Inicjator	Przedmiot
CON/2004/1	Finlandia	Działania wpływające na sytuację finansową Suomen Pankki (Bank Finlandii) i przepisy dotyczące jego uprawnień do tworzenia norm
CON/2004/2	Szwecja	Sprawozdawczość MIF w zakresie statystyki pieniężnej i bankowej
CON/2004/3	Luksemburg	Ustanowienie szczególnych regulacji w zakresie transakcji sekurytyzacyjnych
CON/2004/5	Austria	Nadzór uzupełniający w ramach konglomeratów finansowych
CON/2004/6	Francja	Pokrycie strat z wynikających z różnic kursowych ponoszonych przez Banque de France
CON/2004/8	Francja	Przepisy dotyczące utylizacji monet i banknotów euro
CON/2004/9	Belgia	Postępowanie w przypadkach niewypłacalności i upadłości instytucji kredytowych, instytucji rozliczeniowych oraz firm inwestycyjnych
CON/2004/15	Francja	Zbywalne papiery dłużne
CON/2004/16	Włochy	Ochrona oszczędności
CON/2004/17	Szwecja	Wycofywanie starych banknotów i monet z obiegu
CON/2004/18	Portugalia	Reorganizacja i likwidacja instytucji kredytowych
CON/2004/20	Francja	Kredyty indeksowane w odniesieniu do poziomu inflacji, udzielane przez instytucje kredytowe
CON/2004/21	Holandia	Nadzór nad sektorem finansowym
CON/2004/22	Francja	Przenoszenie [tytułu] własności instrumentów finansowych
CON/2004/23	Niemcy	Wymogi dotyczące sprawozdawczości statystycznej w zakresie transakcji transgranicznych między rezydentami a nierezydentami

<sup>1</sup> W grudniu 2004 r. Rada Prezesów zdecydowała, że opinie EBC przedstawione na życzenie władz krajowych są z zasady publikowane natychmiast po ich wydaniu i przekazaniu do władz wnioskujących.

<sup>2</sup> Wnioski są numerowane według kolejności ich przyjęcia przez Radę Prezesów.



Numer <sup>2</sup>	Inicjator	Przedmiot
CON/2004/24	Austria	Zbieranie danych statystycznych dotyczących importu i eksportu usług
CON/2004/25	Estonia	Organy regulacyjne instytucji pieniądza elektronicznego
CON/2004/26	Austria	Sprawozdawczość w zakresie bilansu płatniczego z wyłączeniem usług i obrotu handlowego
CON/2004/27	Belgia	Zabezpieczenia finansowe
CON/2004/28	Szwecja	Obieg banknotów i monet
CON/2004/29	Malta	Zwolnienie Malty z zakresu regulacji dotyczących rezerw obowiązkowych
CON/2004/30	Francja	Ostateczne opracowanie regulacji dla funduszy sekurytyzacyjnych
CON/2004/31	Słowacja	Nadzór Národná banka Slovenska nad rynkiem finansowym
CON/2004/33	Węgry	Wymogi w zakresie sprawozdawczości statystycznej odnoszące się do systemu informacyjnego banku centralnego
CON/2004/34	Belgia	Podatek od transakcji walutowych
CON/2004/35	Węgry	Procesy decyzyjne w polityce pieniężnej
CON/2004/36	Czechy	Program badań statystycznych na 2005 r.
CON/2004/37	Czechy	Wprowadzenie instytucji pieniądza elektronicznego
CON/2004/38	Dania	Tworzenie szczegółowych podstaw prawnych i nadzorczych dla działalności finansowej funduszy zabezpieczających (ang. <i>hedge funds</i> )
CON/2004/39	Hiszpania	Nowa struktura zarządzania systemem rozliczeniowym dla płatności detalicznych
CON/2005/3	Węgry	Sortowanie i dystrybucja gotówki
CON/2005/5	Malta	Wymogi Central Bank of Malta w zakresie sprawozdawczości statystycznej w odniesieniu do instytucji kredytowych

**(b) Opinie EBC wydane na wniosek Instytucji Europejskiej<sup>3</sup>**

Numer <sup>4</sup>	Inicjator	Zagadnienie	Nr Dz.U.
CON/2004/4	Rada	Przygotowanie kwartalnych niefinansowych zestawień rachunkowych według sektora instytucji	Dz.U. C 42, 18.2.2004, s. 23
CON/2004/7	Rada	Nowy sposób organizacji komitetów usług finansowych UE, w związku z rozszerzeniem procedury Lamfalussy'ego na wszystkie sektory rynku finansowego	Dz.U. C 58, 6.3.2004, s. 23
CON/2004/10	Rada	Kursy wymiany między euro a walutami państw członkowskich wprowadzających walutę euro	Dz.U. C 88, 8.4.2004, s. 20
CON/2004/11	Rada	Mianowanie nowego członka Zarządu EBC	Dz.U. C 87, 7.4.2004, s. 37
CON/2004/12	Rada	Porozumienie w sprawie stosunków monetarnych z Andorą	Dz.U. C 88, 8.4.2004, s. 18
CON/2004/13	Rada	Medale i żetony podobne do monet	Dz.U. C 134, 12.5.2004, s. 11
CON/2004/14	Rada	Zbieranie i przekazywanie danych w zakresie kwartalnego długu publicznego	Dz.U. C 134, 12.5.2004, s. 14
CON/2004/19	Rada	Krótkookresowe dane statystyczne	Dz.U. C 158, 15.6.2004, s. 3
CON/2004/32	Rada	Otwarcie negocjacji dotyczących umowy o stosunkach monetarnych z Andorą	Dz.U. C 256, 16.10.2004, s. 9
CON/2005/2	Rada	Przeciwdziałanie wykorzystaniu systemu finansowego do prania pieniędzy i finansowania działalności terrorystycznej	Dz.U. C 40, 17.2.2005, s. 9
CON/2005/4	Rada	Dyrektywa bankowa oraz dyrektywa w sprawie adekwatności kapitałowej	Dz.U. C 52, 2.3.2005, s. 37

<sup>3</sup> Opublikowano również na stronach internetowych EBC.

<sup>4</sup> Wnioski są numerowane wg kolejności ich przyjęcia przez Radę Prezesów.



## **DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY OD STYCZNIA 2004 R.**

Poniższa lista zawiera wybrane dokumenty opublikowane przez Europejski Bank Centralny od stycznia 2004 r. Lista dotycząca Dokumentów Roboczych zawiera tylko publikacje wydane w okresie pomiędzy grudniem 2004 r. a lutym 2005 r. Publikacje te udostępniane są zainteresowanym osobom bezpłatnie przez Dział Prasy i Informacji. Pisemne zamówienia należy składać na adres pocztowy podany na odwrocie strony tytułowej.

Pełna lista dokumentów opublikowanych przez Europejski Bank Centralny i Europejski Instytut Walutowy dostępna jest na stronie internetowej EBC (<http://www.ecb.int>).

### **RAPORTY ROCZNE**

„Annual Report 2003”, kwiecień 2004.

### **ARTYKUŁY BIULETYNU MIESIĘCZNEGO**

- „EMU and the conduct of fiscal policies”, styczeń 2004.
- „Opinion survey on activity, prices and labour market developments in the euro area: features and uses”, styczeń 2004.
- „Measuring and analysing profit developments in the euro area”, styczeń 2004.
- „The acceding countries' economies on the threshold of the European Union”, luty 2004.
- „Developments in private sector balance sheets in the euro area and the United States”, luty 2004.
- „The impact of fair value accounting on the European banking sector – a financial stability perspective”, luty 2004.
- „Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices”, kwiecień 2004.
- „Future developments in the TARGET system”, kwiecień 2004.
- „The Barcelona partner countries and their relations with the euro area”, kwiecień 2004.
- „The EU economy following the accession of the new Member States”, maj 2004.
- „The natural real interest rate in the euro area”, maj 2004.
- „Risk mitigation methods in Eurosystem credit operations”, maj 2004.
- „Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns”, lipiec 2004.
- „Accounting for the resilience of the EU banking sector since 2000”, lipiec 2004.
- „The European Constitution and the ECB”, sierpień 2004.
- „Properties and use of general government quarterly accounts”, sierpień 2004.
- „Euro banknotes: first years of experience”, sierpień 2004.
- „Monetary analysis in real time”, październik 2004.
- „Economic integration in selected regions outside the European Union”, październik 2004.
- „Oil prices and the euro area economy”, listopad 2004.
- „Extracting information from financial asset prices”, listopad 2004.
- „Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability”, listopad 2004.
- „Economic integration in selected regions outside the European Union”, październik 2004.
- „Oil prices and the euro area economy”, listopad 2004.
- „Extracting information from financial asset prices”, listopad 2004.
- „Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability”, listopad 2004.
- „The new Basel Capital Accord: main features and implications”, styczeń 2005.

- „Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments”, styczeń 2005.
- „Bank market discipline”, luty 2005.
- „Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, luty 2005.
- „Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts”, luty 2005.

#### **MAŁA KSIĄŻECZKA STATYSTYCZNA**

Dostępna co miesiąc od sierpnia 2003 r.

#### **DOKUMENTY OKOLICZNOŚCIOWE**

- 9 „Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications” M.G. Briotti, luty 2004.
- 10 „The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review” Zespół prowadzony przez P. Backé i C. Thimann, w tym: O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl i C. Nerlich, luty 2004.
- 11 „Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases” A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich i C. Thimann, luty 2004.
- 12 „Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages” R. Anderton, F. di Mauro i F. Moneta, kwiecień 2004.
- 13 „Fair value accounting and financial stability” Zespół prowadzony przez Andrea Enria, w tym: Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires i Paolo Poloni, kwiecień 2004.
- 14 „Measuring financial integration in the euro area” L. Baele, A. Ferrando, P. Hordahl, E. Krylova, C. Monnet, kwiecień 2004.
- 15 „Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics” H. Ahnert, G. Kenny, maj 2004.
- 16 „Market dynamics associated with credit ratings: A literature review” F. Gonzales, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland i C. Zins, czerwiec 2004.
- 17 „Corporate ‘excesses’ and financial market dynamics” A. Maddaloni, D. Pain, lipiec 2004.
- 18 „The international role of euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents” A. Geis, A. Mehl i S. Wredenberg, lipiec 2004.
- 19 „Sectoral specialization in the EU: a macroeconomic perspective” zespół zadaniowy Komitetu ds. Polityki Monetarniej ESBC, lipiec 2004.
- 20 „The supervision of mixed financial services groups in Europe” F. Dieric, sierpień 2004.
- 21 „Governance of securities clearing and settlement systems” D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti, C. Papathanassiou, październik 2004.
- 22 „Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective” A. Musso, T. Westermann, styczeń 2005.
- 23 „The bank lending survey for the euro area” J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt, S. Scopel, luty 2005.
- 24 „Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries” V. Genre, D. Momferatou, G. Mourre, luty 2005.

## DOKUMENTY ROBOCZE

- 419 „The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries”  
M. Hallerberg, R. Strauch, J. von Hagen, grudzień 2004.
- 420 „On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union”  
C. Detken, V. Gaspar, B. Winkler, grudzień 2004.
- 421 „EU fiscal rules: issues and lessons from political economy” L. Schuknecht, grudzień 2004.
- 422 „What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes  
in OECD budget balances” M. Tujula, G. Wolswijk, grudzień 2004.
- 423 „Price setting in France: new evidence from survey data” C. Loupias, R. Ricart, grudzień  
2004.
- 424 „An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates”  
F. Breedon, P. Vitale, grudzień 2004.
- 425 „Geographic versus industry diversification: constraints matter” P. Ehling, S. Brito Ramos,  
styczeń 2005.
- 426 „Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds” D. P. Miller,  
J. J. Puthenpurackal, styczeń 2005.
- 427 „Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?” K. Kauko,  
styczeń 2005.
- 428 „Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings”  
V. Pons-Sanz, styczeń 2005.
- 429 „Cross-border diversification in bank asset portfolios” C. M. Buch, J. C. Driscoll,  
C. Ostergaard, styczeń 2005.
- 430 „Public policy and the creation of active venture capital markets” M. Da Rin,  
G. Nicodano, A. Sembenelli, styczeń 2005.
- 431 „Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry” G. Calzolari, G. Loranth,  
styczeń 2005.
- 432 „Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms”  
Y. Chung Cheung, F. de Jong, B. Rindi, styczeń 2005.
- 433 „Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility”  
R. Beetsma, X. Debrun, styczeń 2005.
- 434 „Interest rates and output in the long run” Y. Aksoy, M. León-Ledesma, styczeń 2005.
- 435 „Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?”  
L. Schuknecht and V. Tanzi, luty 2005.
- 436 „Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany” L. Cappiello,  
S. Guéné, luty 2005.
- 437 „What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants”  
E. Papaioannou, luty 2005.
- 438 „Quality of public finances and growth” A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht, M. Thöne,  
luty 2005.
- 439 „A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market” V. Brousseau,  
A. Manzanares, luty 2005.
- 440 „Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the  
largest new EU member states” O. Castrén, luty 2005.
- 441 „The Phillips curve and long-term unemployment” R. Llaudes, luty 2005.
- 442 „Why do financial systems differ? History matters” C. Monnet, E. Quintin, luty 2005.
- 443 „Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO  
1 data” S. Rosati, S. Secola, luty 2005.
- 444 „Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy”  
L. Stracca, A. al-Nowaihi, luty 2005.

- 445 „Welfare implications of joining a common currency” M. Ca’Zorzi, R.A. De Santis, F. Zampolli, luty 2005.
- 446 „Trade effects of the euro: evidence from sectoral data” R. E. Baldwin, F. Skudelny, D. Taglioni, luty 2005.
- 447 „Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications” O. Castrén, S. Mazzotta, luty 2005.

### INNE PUBLIKACJE

- „Assessment of accession countries’ securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations”, styczeń 2004.
- „The monetary policy of the ECB”, styczeń 2004.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, luty 2004.
- „Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10”, luty 2004.
- „Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)”, luty 2004.
- „Foreign direct investment task force report”, marzec 2004.
- „External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank”, kwiecień 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures” (Blue Book, April 2004), kwiecień 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures” (Blue Book, April 2004), kwiecień 2004.
- „TARGET compensation claim form”, kwiecień 2004.
- „Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe”, kwiecień 2004.
- „The use of central bank money for settling securities transactions”, maj 2004.
- „TARGET Annual Report 2003”, maj 2004.
- „Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles”, maj 2004.
- „Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management”, maj 2004.
- „Risk Management for Central Bank Foreign Reserves”, maj 2004.
- „Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan”, czerwiec 2004.
- „The development of statistics for Economic and Monetary Union” Peter Bull, lipiec 2004.
- „ECB staff macroeconomic projections for the euro area”, wrzesień 2004.
- „Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option”, wrzesień 2004.
- „Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedures”, październik 2004.
- „Convergence Report 2004”, październik 2004.
- „Standards for securities clearing and settlement in the European Union”, październik 2004.
- „The European Central Bank – History, role and functions”, październik 2004.
- „E-payments without frontiers”, październik 2004.
- „European Union balance of payments/international investment position statistical methods”, listopad 2004.

„Bond markets and long-term interest rates in non-euro-area Members States of the European Union and in accession countries”, listopad 2004.

„Report EU banking structure 2004”, listopad 2004.

„EU banking sector stability 2004”, listopad 2004.

„Letter from the ECB President to the President of the European Parliament”, listopad 2004.

„Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs”, listopad 2004.

„Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area”, grudzień 2004.

„Towards a single euro payments area – third progress report”, grudzień 2004.

„The euro bond market study 2004”, grudzień 2004.

„Financial Stability Review”, grudzień 2004.

„Review of the requirements in the field of general economic statistics”, grudzień 2004.

„Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years”, grudzień 2004.

„Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers”, styczeń 2005.

„Review of the international role of the euro”, styczeń 2005.

„Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, styczeń 2005.

„Banking structures in the new EU Member States”, styczeń 2005.

„Progress Report on TARGET2”, luty 2005.

„The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, luty 2005.

„Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation”, luty 2005.

„Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures”, luty 2005.

#### **BROSZURY INFORMACYJNE**

„Information guide for credit institutions using TARGET”, lipiec 2003.

„TARGET2 – the future TARGET system”, wrzesień 2004.

„TARGET – the current system”, wrzesień 2004.





# DZIAŁANIA EUROSISTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM<sup>1</sup>

## 8 STYCZNIA 2004 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz stopy procentowe kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmiennione i będą wynosić odpowiednio: 2,0%, 3,0% i 1,0%.

## 12 STYCZNIA 2004 R.

Rada Prezesów EBC postanawia zwiększyć kwotę przydzielonych środków przypadających na każdą z długoterminowych operacji refinansujących, które mają być przeprowadzone w 2004 r. z 15 miliardów euro do 25 miliardów euro. Podwyższona kwota uwzględnia zwiększone potrzeby w zakresie płynności systemu bankowego strefy euro przewidywane na 2004 r. Głównym źródłem płynności dostarczanej przez Eurosystem pozostaną jednak podstawowe operacje refinansujące. Rada Prezesów może zdecydować o ponownym ustaleniu kwoty przydzielanych środków na początku 2005 r.

## 5 LUTEGO, 4 MARCA 2004 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz stopy procentowe kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmiennione i będą wynosiły odpowiednio: 2,0%, 3,0% oraz 1,0%.

## 10 MARCA 2004 R.

Zgodnie z postanowieniem Rady Prezesów z dnia 23 stycznia 2003 r. termin realizacji podstawowych operacji refinansujących został skrócony z dwóch tygodni do jednego tygodnia, a okres utrzymywania systemu rezerwy obowiązkowej Eurosystemu został ponownie zdefiniowany. Rozpoczyna się w dniu

rozliczenia podstawowej operacji refinansującej następującym po dniu posiedzenia Rady Prezesów, na które zaplanowano comiesięczną ocenę polityki pieniężnej, zamiast 24. dnia miesiąca.

## 1 KWIEŃCIA, 6 MAJA, 3 CZERWCA, 1 LIPCA, 5 SIERPNI, 2 WRZEŚNIA, 7 PAŹDZIERNIKA, 4 LISTOPADA, 2 GRUDNIA 2004 R. I 13 STYCZNIA 2005 R.

Rada Prezesów postanawia, że minimalna stopa dla podstawowych operacji refinansujących oraz stopy procentowe kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmiennione i będą wynosiły odpowiednio: 2,0%, 3,0% oraz 1,0%.

## 14 STYCZNIA 2005 R.

Rada Prezesów EBC postanawia zwiększyć kwotę środków przydzielanych w ramach każdej z dłuższych operacji refinansujących, które mają być przeprowadzone w 2005 r. z 25 mld euro do 30 mld euro. Podwyższona kwota uwzględnia zwiększone potrzeby w zakresie płynności systemu bankowego strefy euro przewidywane na 2005 r. Głównym źródłem płynności dostarczanej przez Eurosystem pozostaną jednak podstawowe operacje refinansujące. Rada Prezesów może zdecydować o ponownym ustaleniu kwoty przydzielanych środków na początku 2006 r.

<sup>1</sup> Działanie Eurosystemu w zakresie polityki pieniężnej w latach 1999-2003 przedstawione są odpowiednio na s. 176-180 Raportu Rocznego EBC za 1999 r., na s. 205-208 Raportu Rocznego EBC za 2000 r., na s. 219-220 Raportu Rocznego EBC za 2001 r., na s. 234-235 Raportu Rocznego EBC za 2002 r. i na s. 217-218 Raportu Rocznego EBC za 2003 r.

### **3 LUTEGO I 3 MARCA 2005 R.**

Rada Prezesów EBC postanawia, że minimalna stopa dla podstawowych operacji refinansujących oraz stopy procentowe kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmiennie i będą wynosiły odpowiednio: 2,0%, 3,0% oraz 1,0%.

## GLOSARIUSZ

**Aktywa zagraniczne netto MIF** – aktywa zagraniczne MIF strefy euro (takie jak złoto, banknoty i monety w walutach obcych, papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty spoza strefy euro, kredyty i pożyczki udzielone rezydentom spoza strefy euro), pomniejszone o zobowiązania zagraniczne sektora MIF strefy euro (na przykład depozyty podmiotów spoza strefy euro, operacje z przyrzeczeniem odkupu, jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego, wyemitowane przez MFI dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do dwóch lat).

**Analiza ekonomiczna** – jeden z filarów ram strategii polityki pieniężnej **Europejskiego Banku Centralnego**, umożliwiający całościową analizę zagrożeń dla **stabilności cen**, na podstawie którego **Rada Prezesów** podejmuje decyzje w zakresie polityki pieniężnej. Analiza ta koncentruje się głównie na ocenie bieżącej sytuacji gospodarczej i finansowej oraz związanego z nią krótko- i średnioterminowego ryzyka dla stabilności cen z perspektywy współzależności podaży i popytu na rynkach towarów i usług oraz innych czynników produkcji. W związku z tym w analizie ekonomicznej przywiązuje się dużą wagę do charakteru szoków gospodarczych, ich wpływu na koszty i ceny oraz do krótko- i średnioterminowych perspektyw rozprzestrzeniania się ich skutków w gospodarce (zob. też **analiza monetarna**).

**Analiza monetarna** – jeden z filarów ram strategii polityki pieniężnej **Europejskiego Banku Centralnego** umożliwiającej całościową analizę zagrożeń dla **stabilności cen**, na podstawie której **Rada Prezesów** podejmuje decyzje w zakresie polityki pieniężnej. Analiza monetarna pomaga w ocenie średnio- i długoterminowych tendencji inflacyjnych z uwzględnieniem ścisłych zależności między ilością pieniądza a cenami w dłuższym okresie. Analiza monetarna uwzględnia wiele wskaźników pieniężnych, w tym agregat **M3**, jego składniki i czynniki kreacji, zwłaszcza kredyty oraz różne wskaźniki dotyczące nadmiernej płynności (zob. też **analiza ekonomiczna**).

**Bilans płatniczy** – statystyczne zestawienie transakcji danej gospodarki z pozostałymi gospodarkami świata, dokonanych w danym okresie. Transakcje te mogą dotyczyć towarów, usług i dochodów bądź należności i zobowiązań finansowych wobec reszty świata. Mogą to być również transakcje (jak np. umorzenia długu) zaliczane do transferów.

**Bilans skonsolidowany sektora monetarnych instytucji finansowych (MIF)** – bilans uzyskiwany przez kompensowanie rozliczeń wzajemnych sektora MIF (głównie kredytów i pożyczek oraz depozytów udzielanych przez MIF innym MIF) pozycji bilansu zagregowanego tego sektora. Dostarcza on informację statystyczną na temat aktywów i zobowiązań sektora MIF wobec rezydentów strefy euro nie należących do tego sektora (tzn. instytucji rządowych i samorządowych oraz innych rezydentów strefy euro) oraz wobec nierezydentów strefy euro. Jest to podstawowe źródło informacji statystycznej wykorzystywanej do wyliczenia agregatów pieniężnych oraz stanowi on podstawę do regularnej analizy czynników kreacji **M3**.

**Centralny depozyt papierów wartościowych (ang. *central securities depository* – CSD)** – podmiot przechowujący papiery wartościowe i administrujący nimi, umożliwiający przetwarzanie transakcji obrotu tymi papierami w drodze zapisu księgowego. Papiery wartościowe mogą być przechowywane w postaci materialnej (lecz nieruchomości) lub niematerialnej (tj. wyłącznie jako zapis elektroniczny). Poza przechowywaniem i administrowaniem centralny depozyt papierów wartościowych może zajmować się także rozliczaniem i rozrachunkiem.

**Depozyt w banku centralnym na koniec dnia** – w Eurosystemie, operacja banku centralnego na koniec dnia, w ramach której kontrahenci mogą składać w krajowym banku centralnym depozyty na termin *overnight* oprocentowane według z góry ustalonej stopy procentowej (zob. też **podstawowe stopy procentowe EBC**).

**Długoterminowe zobowiązania finansowe sektora MIF** – depozyty terminowe powyżej dwóch lat, depozyty z terminem wypowiedzenia powyżej trzech miesięcy, dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez MIF strefy euro z terminem pierwotnym powyżej dwóch lat, a także kapitał i rezerwy sektora MIF strefy euro.

**Dłużne papiery wartościowe** – stanowią zobowiązanie emitenta (czyli pożyczkobiorcy), że w określonym terminie lub terminach w przyszłości dokona płatności na rzecz posiadacza wyemitowanego instrumentu finansowego (pożyczkodawcy) określonych kwot. Instrumenty te są na ogół oprocentowane (kupon) i/lub są sprzedawane z dyskontem w stosunku do kwoty, za którą zostaną odkupione w terminie zapadalności.

**Dłuższe operacje refinansujące** – regularne **operacje rynku pieniężnego** realizowane przez **Eurosystem** w postaci **transakcji odwracalnej**. Od 10 marca 2004 r. operacje takie przeprowadzane są w drodze standardowych, comiesięcznych przetargów, a ich termin zapadalności wynosi zwykle trzy miesiące.

**Dochód pieniężny** – dochód osiągany przez krajowe banki centralne w wyniku realizowania funkcji **Eurosystemu** związanych z polityką pieniężną, obliczony na podstawie aktywów wskazanych przez **Radę Prezesów** i będących podstawą emisji banknotów w obiegu i zobowiązań banku centralnego wobec **instytucji kredytowych**.

**Efektywny kurs walutowy euro (EKW nominalny/realny)** – średnia ważona kursów euro w stosunku do waluty krajów-partnerów handlowych strefy euro. EBC publikuje nominalne indeksy efektywnego kursu euro w stosunku do walut należących do dwóch grup partnerów handlowych: EER-23 (obejmującej 13 państw UE nie będących członkami strefy euro oraz 10 głównych partnerów handlowych spoza UE) oraz EER-42 (obejmującej EER-23 oraz 19 innych państw). Udział waluty w indeksie efektywnego kursu walutowego euro odpowiada udziałowi każdego z krajów-partnerów w wymianie handlowej ze strefą euro oraz odzwierciedla konkurencję na rynkach trzecich. Realne EKW są to nominalne EKW pomniejszone o średnią ważoną kosztów lub cen zagranicznych względem cen wewnętrznych (struktura wag odpowiada strukturze nominalnego EKW). Powyższe indeksy są zatem miarą konkurencyjności cenowej i oraz kosztowej producentów strefy euro wobec partnerów handlowych.

**EONIA (Euro Overnight Index Average)** – wskaźnik obowiązującej stopy procentowej dla transakcji jednodniowych typu *overnight* na rynku międzybankowym strefy euro, kwotowana na podstawie transakcji. Jest ona obliczana jako średnia ważona stóp procentowych niezabezpieczonych transakcji kredytowych typu *overnight*, denominowanych w euro, na podstawie informacji uzyskiwanych od banków zgłaszających notowania.

**ERM II (Exchange Rate Mechanism II – II Europejski Mechanizm Kursowy)** – system kursowy określający podstawowe zasady współpracy w zakresie polityki kursowej między krajami strefy euro a tymi krajami członkowskimi UE, które nie uczestniczą w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)** – stopa, po której bank strefy euro skłonny jest pożyczać wolne środki innemu bankowi tego typu. Jest ona obliczana codziennie dla depozytów międzybankowych o różnych terminach zapadalności, maksymalnie do 12 miesięcy.

**Europejski Bank Centralny (EBC)** – ma osobowość prawną w świetle prawa Wspólnoty. Stanowi centralną część **Eurosystemu** i **Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC)** gwarantując, że ich zadania powierzone Eurosystemowi lub ESBC będą realizowane zarówno przez EBC, jak i krajowe banki centralne (NBC) zgodnie ze Statutem ESBC. EBC jest zarządzany przez **Radę Prezesów** i **Zarząd**. Trzecim organem decyzyjnym jest **Rada Ogólna**.

**Europejski Instytut Walutowy (European Monetary Institute – EMI)** – tymczasowa instytucja ustanowiona na początku drugiego etapu tworzenia **Unii Gospodarczej i Walutowej** w dniu 1 stycznia 1994 r. Został on zlikwidowany po utworzeniu **Europejskiego Banku Centralnego** 1 czerwca 1998 r.

**Europejski System Banków Centralnych (ESBC)** – składa się z **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)** i krajowych banków centralnych wszystkich 25 państw członkowskich UE. Oprócz członków **Eurosystemu** obejmuje więc również krajowe banki państw członkowskich UE, które nie przyjęły jeszcze euro. ESBC jest zarządzany przez **Radę Prezesów** i **Zarząd** EBC oraz trzeci organ zarządzający EBC – **Radę Ogólną**.

**Europejski System Rachunków 1995 (European System of Accounts – ESA 95)** – system ujednoczonych definicji i klasyfikacji statystycznych, którego celem jest zapewnienie zharmonizowanego opisu ilościowego gospodarek państw członkowskich UE. ESA 95 jest europejskim odpowiednikiem światowego Systemu Rachunków Narodowych 1993 (*System of National Accounts – SNA 93*).

**Eurosystem** – system banków centralnych w **strefie euro**. Obejmuje on **Europejski Bank Centralny** oraz krajowe banki centralne państw członkowskich UE, które przyjęły euro na trzecim etapie tworzenia **Unii Gospodarczej i Walutowej**.

**Instytucja kredytowa** – (a) podmiot gospodarczy, którego zadaniem jest przyjmowanie depozytów lub innych środków zwrotnych oraz udzielanie kredytów na własny rachunek; (b) podmiot gospodarczy lub osoba prawna, inna niż określona w punkcie (a), która emituje środki płatnicze w postaci pieniądza elektronicznego.

**Instytucje rządowe i samorządowe** – sektor, który zgodnie z definicją **Europejskiego Systemu Rachunków 1995 (ESA95)** obejmuje podmioty będące rezydentami, które zaangażowane są przede wszystkim w produkcję towarów i usług nierynkowych przeznaczonych do spożycia indywidualnego i zbiorowego i/lub w redystrybucję dochodu i majątku narodowego. Sektor ten obejmuje instytucje rządowe szczebla centralnego, regionalnego, instytucje samorządowe i fundusze ubezpieczeń społecznych. Z sektora wyłączone są jednostki stanowiące własność publiczną, które prowadzą działalność komercyjną, na przykład przedsiębiorstwa państwowe.

**Instytucje rządowe szczebla centralnego** – instytucje rządowe zdefiniowane w **Europejskim Systemie Rachunków 1995** z wyłączeniem instytucji regionalnych i samorządowych (zob. też **instytucje rządowe i samorządowe**).

**Inwestycja bezpośrednia** – inwestycje transgraniczne, których celem jest nabycie trwałego udziału w przedsiębiorstwie mającym siedzibę w innym kraju (w praktyce przyjmuje się, że jest to własność odpowiadająca posiadaniu przynajmniej 10% akcji zwykłych lub głosów).

**Inwestycje portfelowe** – zestawienie transakcji netto rezydentów **strefy euro** i/lub ich pozycji netto w papierach wartościowych wyemitowanych przez nierezydentów **strefy euro** („aktywów”), a także transakcji netto nierezydentów strefy euro i/lub ich pozycji netto w papierach wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro („pasywów”). Zestawienie to obejmuje papiery wartościowe z prawem do kapitału, dłużne papiery wartościowe (długoterminowe oraz instrumenty **ryнку pieniężnego**) z wyłączeniem kwot uwzględnionych w **inwestycjach bezpośrednich** lub aktywach rezerwowych.

**Komitet Ekonomiczny i Finansowy (*Economic and Financial Committee – EFC*)** – organ doradczy Wspólnoty, który uczestniczy w przygotowywaniu prac Rady UE. Do jego zadań należy przegląd sytuacji gospodarczej i finansowej poszczególnych państw członkowskich oraz całej Wspólnoty, a także nadzór budżetowy.

**Kontrahent** – druga strona transakcji finansowej (np. strona transakcji z bankiem centralnym).

**Kontrahent główny** – jednostka, która pośredniczy między kontrahentami w wymianie handlowej, występując jako nabywca wobec każdego sprzedającego oraz jako sprzedawca wobec każdego nabywcy.

**Kraje przystępujące** – 10 krajów, które w 2003 r. podpisały Traktat Akcesyjny przed przystąpieniem do UE w dniu 1 maja 2004 r: Czechy, Estonia, Cypr, Łotwa, Litwa, Węgry, Malta, Polska, Słowenia i Słowacja.

**Kredyt banku centralnego na koniec dnia** – w Eurosystemie, operacja banku centralnego na koniec dnia, umożliwiająca kontrahentom zaciągnięcie kredytu na termin *overnight* z krajowego banku centralnego według z góry ustalonej stopy procentowej w zamian za aktywa kwalifikowane.

**Kredyty, pożyczki i inne należności MIF od rezydentów strefy euro** – kredyty i pożyczki udzielone przez instytucje sektora **MIF** rezydentom **strefy euro** spoza sektora MIF (łącznie z **instytucjami rządowymi i samorządowymi** oraz sektorem prywatnym) oraz posiadane przez te instytucje papiery wartościowe (udziały, inne papiery wartościowe z prawem do kapitału oraz **dłużne papiery wartościowe**), wyemitowane przez rezydentów strefy euro.

**Ład korporacyjny** – procedury i procesy, zgodnie z którymi firma jest prowadzona i kontrolowana. Struktura ładu korporacyjnego określa podział praw i obowiązków pomiędzy poszczególnych uczestników, takich jak zarząd, kierownictwo, akcjonariuszy i innych interesariuszy, a także reguły i zasady podejmowania decyzji.

**Międzynarodowa pozycja inwestycyjna** – wartość i struktura należności finansowych (lub zobowiązań finansowych) netto danego systemu gospodarczego wobec zagranicy.

**Minimalna stopa ofertowa** – dolna granica wysokości stóp procentowych, na które **kontrahenci** mogą składać oferty w przetargach na **podstawowe operacje refinansujące** ze zmienną stopą procentową. Jest to jedna z **podstawowych stóp procentowych EBC** odzwierciedlających nastawienie jego polityki pieniężnej.

**Monetarne instytucje finansowe (MIF)** – instytucje finansowe tworzące sektor emitujący pieniądź w **strefie euro**. Obejmują one Europejski Bank Centralny, krajowe banki centralne krajów strefy euro, a także instytucje kredytowe i fundusze rynku pieniężnego strefy euro.

**M1** – wąski agregat pieniężny, który obejmuje pieniądź gotówkowy w obiegu oraz depozyty bieżące w **monetarnych instytucjach finansowych i instytucjach rządowych szczebla centralnego** (na przykład poczta lub skarb państwa).

**M2** – pośredni agregat pieniężny, który obejmuje **M1** oraz depozyty z terminem wypowiedzenia do trzech miesięcy (czyli krótkoterminowe wkłady oszczędnościowe), a także depozyty terminowe do dwóch lat (czyli lokaty krótkoterminowe), zdeponowane w monetarnych instytucjach finansowych i instytucjach rządowych szczebla centralnego.

**M3** – szeroki agregat pieniężny, który obejmuje **M2** oraz instrumenty zbywalne, szczególnie **operacje z przyrzeczeniem odkupu**, jednostki uczestnictwa w funduszach **ryнку pieniężnego**, a także **dłużne papiery wartościowe** z terminem pierwotnym do 2 lat, wyemitowane przez **monetarne instytucje finansowe**.

**Okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej** – okres, dla którego obliczany jest poziom wymaganej **rezerwy obowiązkowej** dla **instytucji kredytowej**. Od 10 marca 2004 r. okres utrzymywania **rezerwy obowiązkowej** rozpoczyna się w dniu rozliczenia pierwszej **podstawowej operacji refinansującej** po posiedzeniu **Rady Prezesów**, podczas którego formułowana jest miesięczna ocena nastawienia w polityce pieniężnej na następny okres. **Europejski Bank Centralny** publikuje kalendarz okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej co najmniej trzy miesiące przed rozpoczęciem roku.

**Opcja** – instrument finansowy, który uprawnia, choć nie zobowiązuje, posiadacza do zakupu lub sprzedaży określonych aktywów (np. obligacji lub akcji) po ustalonej wcześniej cenie (zwanej ceną wykonania opcji) w ustalonym wcześniej dniu lub terminie (zwanym terminem zapadalności).

**Operacje depozytowo-kredytowe** – operacje banku centralnego, z których **kontrahenci** mogą korzystać z własnej inicjatywy. **Eurosystem** oferuje dwa typy takich operacji: **kredyt banku centralnego na koniec dnia** i **depozyt w banku centralnym na koniec dnia**.

**Operacje dostrajające** – nieregularne **operacje otwartego rynku**, realizowane przez **Eurosystem** głównie w celu przeciwdziałania nieoczekiwanym wahaniom płynności na rynku.

**Operacje otwartego rynku** – operacje przeprowadzane z inicjatywy banku centralnego na rynku finansowym. Z uwagi na cele, regularność i procedury, operacje otwartego rynku **Eurosystemu** można podzielić na cztery kategorie: **podstawowe operacje refinansujące**, **dłuższe operacje refinansujące**, **operacje dostrajające** i operacje strukturalne. Głównymi instrumentami używanymi przez Eurosystem w operacjach otwartego rynku są **transakcje odwracalne**, które można zastosować we wszystkich czterech kategoriach operacji. Operacje strukturalne obejmują emisję certyfikatów dłużnych i transakcje bezwarunkowe (ang. *outright*). Natomiast w ramach operacji dostrajających możliwe do zastosowania są transakcje bezwarunkowe, **swapy walutowe** oraz przyjmowanie lokat terminowych.



**Pakt Stabilności i Wzrostu** – obejmuje dwa Rozporządzenia Rady Europy: (a) Rozporządzenie (WE) nr 1466/97 z 7 lipca 1997 r. o wzmocnieniu nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych oraz (b) Rozporządzenie (WE) nr 1467/97 z 7 lipca 1997 r. o przyspieszeniu i wyjaśnieniu zasad stosowania **procedur nadmiernego deficytu**, a także Rezolucję Rady Europy o przyjęciu Paktu Stabilności i Wzrostu uchwaloną na szczycie w Amsterdamie w dniu 17 czerwca 1997 r. Celem Paktu jest zapewnienie dobrego stanu finansów publicznych na trzecim etapie **Unii Gospodarczej i Walutowej**, w celu zagwarantowania warunków **stabilności cen** oraz silnego, trwałego wzrostu prowadzącego do zwiększenia zatrudnienia. W szczególności średniookresowym celem państw członkowskich jest budżet bliski zrównowazenia lub wykazujący nadwyżkę.

**Papiery wartościowe z prawem do kapitału** – reprezentują udziały w kapitale przedsiębiorstwa. Obejmują akcje znajdujące się w obrocie na giełdach papierów wartościowych (akcje dopuszczone do obrotu), akcje niendopuszczone do obrotu i inne formy własności. Papiery wartościowe z prawem do kapitału na ogół przynoszą dochód w postaci dywidend.

**Podstawa naliczania rezerwy obowiązkowej** – suma kwalifikowanych pozycji bilansu (w szczególności zobowiązań), które stanowią podstawę obliczania **rezerwy obowiązkowej instytucji kredytowej**.

**Podstawowa operacja refinansująca** – regularna **operacja otwartego rynku** przeprowadzana przez **Eurosystem** w formie **transakcji z przyrzeczeniem odkupu**. Od 10 marca 2004 r. operacje te przeprowadza się w formie cotygodniowych standardowych przetargów, a ich okres zapadalności wynosi zwykle jeden tydzień.

**Podstawowe stopy procentowe EBC** – stopy procentowe ustalone przez **Radę Prezesów**, które odzwierciedlają nastawienie polityki pieniężnej **Europejskiego Banku Centralnego**. Są to: **minimalna stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących**, stopa procentowa **kredytu banku centralnego na koniec dnia** oraz **stopa depozytu** w banku centralnym na koniec dnia.

**Portfel benchmarkowy (referencyjny)** – w odniesieniu do inwestycji portfel lub indeks referencyjny zbudowany na podstawie celów dotyczących płynności i ryzyka, a także zwrotu z inwestycji. Portfel ten służy jako podstawa do porównania wyników portfeli rzeczywistych.

**Procedura nadmiernego deficytu** – zdefiniowana w Artykule 104 **Traktatu** i szczegółowo opisana w Protokole nr 20 o procedurze nadmiernego deficytu. Wymaga ona od państw członkowskich UE utrzymania dyscypliny budżetowej, określa kryteria, według których pozycja budżetowa może zostać uznana za sytuację nadmiernego deficytu i określa zasady postępowania w przypadku, gdy wymagania dotyczące równowagi budżetowej lub długu publicznego nie zostały spełnione. Wyżej wymienione dokumenty uzupełnia Rozporządzenie Rady (WE) nr 1467/97 z 7 lipca 1997 r. o przyspieszeniu i wyjaśnieniu zasad stosowania procedur nadmiernego deficytu, stanowiące element **Paktu Stabilności i Wzrostu**.

**Projekcje** – opracowywane cztery razy do roku prognozy możliwego przyszłego rozwoju sytuacji makroekonomicznej w **strefie euro**. Projekcje ekspertów **Eurosystemu** publikowane są w czerwcu i grudniu, natomiast projekcje ekspertów EBC – w marcu i wrześniu. Są częścią **analizy ekonomicznej**, jednego filarów strategii polityki pieniężnej **Europejskiego Banku Centralnego**, należą więc do czynników, na podstawie których **Rada Prezesów** dokonuje oceny ryzyka, które mogłoby naruszyć **stabilność cen**.

**Rada ECOFIN** – posiedzenie Rady Unii Europejskiej w którym uczestniczą ministrowie gospodarki i finansów.

**Rada Ogólna** – jeden z organów decyzyjnych **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)**. Oprócz Prezesa i Wiceprezesa EBC w jej skład wchodzi prezesi wszystkich krajowych banków centralnych UE.

**Rada Prezesów** – najwyższy organ decyzyjny **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)**. W jej skład wchodzi wszyscy członkowie **Zarządu** EBC oraz prezesi krajowych banków centralnych państw strefy euro.

**Rezerwa obowiązkowa** – minimalna wartość rezerw, jaką **instytucja kredytowa** ma obowiązek utrzymywać w **Eurosystemie**. Zgodność [z tym wymogiem] określana jest na podstawie średnich z sald dziennych utrzymywanych przez **okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej**.

**Rynek obligacji** – rynek emisji długoterminowych **papierów dłużnych** i obrotu nimi.

**Rynek papierów wartościowych z prawem do kapitału** – rynek emisji papierów wartościowych z prawem do kapitału i obrotu nimi.

**Rynek pieniężny** – rynek, na którym można pozyskiwać i inwestować środki krótkoterminowe oraz obracać nimi za pomocą instrumentów z pierwotnym terminem zapadalności do jednego roku.

**Ryzyko kredytowe** – ryzyko nieuregulowania pełnej kwoty zobowiązania przez **kontrahenta** w ustalonym terminie płatności lub w dowolnym późniejszym terminie. Ryzyko kredytowe obejmuje ryzyko kosztu odtworzenia i ryzyko kapitałowe, a także ryzyko, że bank nie dokona rozrachunku.

**Ryzyko płynności** – ryzyko, że **kontrahent** nie ureguluje pełnej kwoty swojego zobowiązania w terminie zapadalności, lecz w nieokreślonym terminie późniejszym.

**Ryzyko rozrachunku** – termin ogólny oznaczający ryzyko, że rozrachunek w systemie transferów nie nastąpi w sposób zgodny z oczekiwaniami. Ryzyko rozrachunku może dotyczyć zarówno **ryzyka kredytowego**, jak i **ryzyka płynności**.

**Ryzyko systemowe** – ryzyko, że niezdolność jednej instytucji do terminowego uregulowania zobowiązań spowoduje, że inne instytucje również nie będą do tego zdolne. Takie niewywiązanie się może spowodować znaczne problemy kredytowe lub problemy z płynnością, zagrażając stabilności lub zaufaniu rynkach.

**Saldo pierwotne** – kredyty zaciągnięte lub udzielone netto przez sektor publiczny z wyłączeniem płatności odsetkowych od skonsolidowanych zobowiązań tego sektora.

**Stabilność cen** – głównym zadaniem **Eurosystemu** jest utrzymanie stabilności cen. Według definicji **Rady Prezesów**, stabilność cen jest utrzymana, jeżeli wzrost **zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych** (HICP) rok do roku jest niższy niż 2%. Rada Prezesów stwierdziła również wyraźnie, że dążąc do zachowania stabilności cen, zamierza utrzymać stopę inflacji w średnim okresie na poziomie nieco niższym od 2% .

**Stopa rezerwy** – stopa określona przez bank centralny dla każdej kategorii kwalifikowanych pozycji bilansowych włączonych do (**podstawy**) **naliczania rezerwy obowiązkowej**. Stopa ta służy do obliczania poziomu **rezerwy obowiązkowej**.

**Stopy procentowe MIF** – stopy procentowe, które są stosowane przez MIF będące rezydentami strefy euro, z wyłączeniem banków centralnych i funduszy **ryнку pieniężnego**, w odniesieniu do depozytów i kredytów przyjmowanych/udzielanych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom będącym rezydentami strefy euro.

**Straight-through processing (STP)** – automatyczne przetwarzanie „od końca do końca” przelewów handlowych/płatnicze, w tym automatyczne generowanie, potwierdzanie, rozliczanie i rozrachunek zleceń.

**Strefa euro** – obszar obejmujący państwa członkowskie UE, które zgodnie z **Traktatem** przyjęły euro jako wspólną walutę i prowadzą wspólną politykę pieniężną pod kontrolą **Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego**. Strefa euro obejmuje obecnie Belgię, Niemcy, Grecję, Hiszpanię, Francję, Irlandię, Włochy, Luksemburg, Holandię, Austrię, Portugalię i Finlandię.

**Swap walutowy** – jednoczesna transakcja kasowa i terminowa wymiany waluty.

**System rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (ang. *real-time gross settlement – RTGS*)** – system rozrachunku, w którym przetwarzanie i rozrachunek zleceń jest dokonywany na zasadzie jedno po drugim (bez kompensowania pozycji) w czasie rzeczywistym (w trybie ciągłym) (zob. również **TARGET**).

**System rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement system – SSS*)** – system, który umożliwia przechowywanie i transfer papierów wartościowych bezpłatnie, odpłatnie (dostawa za płatność) lub w zamian za inne aktywa (dostawa za dostawę). System ten obejmuje wszelkie ustalenia instytucjonalne i techniczne wymagane do rozrachunku transakcji na papierach wartościowych i ich przechowywania. Może być oparty na rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym, rozrachunku brutto lub rozrachunku netto. Umożliwia obliczenie (rozliczenie) zobowiązań uczestników.

**TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – Transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym)** – system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (RTGS) dla euro. Jest to zdecentralizowany system składający się z 15 krajowych systemów RTGS, mechanizmu płatności EBC (EPM) i mechanizmu ich wzajemnego powiązania.

**Traktat** – traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską („Traktat Rzymski”). Był on kilkakrotnie poprawiany i uzupełniany, w szczególności poprzez Traktat o Unii Europejskiej („Traktat z Maastricht”), który dał podstawy **Unii Gospodarczej i Walutowej** oraz zawiera Statut Europejskiego Systemu Banków Centralnych (**ESBC**).

**Transakcja z przyrzeczeniem odkupu** – operacja, w ramach której bank centralny kupuje lub sprzedaje aktywa zgodnie z **umową z przyrzeczeniem odkupu** bądź przeprowadza zabezpieczone operacje kredytowe (zob. też **zabezpieczenia**).

**Umowa z przyrzeczeniem odkupu** – umowa, na podstawie której sprzedawane są aktywa, przy czym sprzedający uzyskuje jednocześnie prawo i zobowiązanie do odkupu po określonej cenie w przyszłym terminie lub na żądanie. Umowa taka podobna jest do zaciągnięcia zabezpieczonego kredytu, jednak różni się tym, że sprzedający nie zachowuje prawa własności do aktywów.

**Unia Gospodarcza i Walutowa (UGW)** – zgodnie z postanowieniami **Traktatu** proces wprowadzenia UGW w ramach UE przebiegał w trzech etapach. Ostatni, trzeci etap rozpoczął się 1 stycznia 1999 r. przeniesieniem kompetencji monetarnych na **Europejski Bank Centralny** oraz wprowadzeniem euro. Wymiana waluty 1 stycznia 2002 r. zakończyła proces tworzenia UGW.

**Zabezpieczenia** – aktywa zastawione (np. przez **instytucje kredytowe** w bankach centralnych) jako gwarancja spłaty kredytu, a także aktywa sprzedane (np. bankom centralnym przez instytucje kredytowe) w ramach **umów z przyrzeczeniem odkupu**.

**Zarząd** – jeden z organów decyzyjnych **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)**. W skład Zarządu wchodzi Prezes i Wiceprezes EBC oraz czterech innych członków wyznaczonych drogą porozumienia szefów państw lub rządów krajów strefy euro.

**Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP)** – wskaźnik cen konsumpcyjnych publikowany przez Eurostat i ujednolicony dla wszystkich państw członkowskich UE.

**Zmienność implikowana** – wskaźnik oczekiwanej zmienności cen (odchylenia standardowego wyrażonego w rocznych zmianach procentowych) – np. cen obligacji i akcji (lub odpowiadających im kontraktów terminowych) – którą można odjąć od cen opcji.

