



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

RAPORT ROCZNY 2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

2006

RAPORT ROCZNY
2006

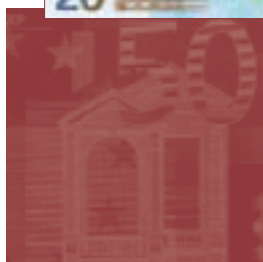
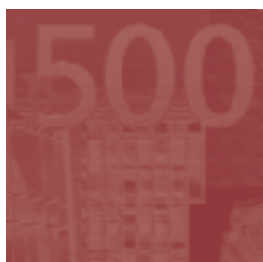
EUROPEJSKI BANK CENTRALNY





EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



RAPORT ROCZNY 2006

W 2007 roku
wszystkie
publikacje EBC
będą przedstawiały
motywy z banknotu
20€.

© Europejski Bank Centralny 2007

Adres

Kaiserstrasse 29
60066 Frankfurt am Main,
Niemcy

Adres do korespondencji

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main,
Niemcy

Telefon

+49 69 1344 0

Serwis internetowy

<http://www.ecb.int>

Faks

+49 69 1344 6000

Teleks

411 144 ecb d

*Wszystkie prawa zastrzeżone.
Zezwala się na wykorzystanie niniejszych
materiałów do celów edukacyjnych
i niekomercyjnych pod warunkiem
podania źródła.*

Zdjęcia:

*David Farrell
Martin Joppen
Robert Metsch
Constantin Meyer
Marcus Thelen*

*Dane zawarte w niniejszym Raporcie
obejmują okres do 2 marca 2007 r.*

ISSN 1830-2912 (druk)
ISSN 1830-2998 (online)

SPIS TREŚCI

PRZEDMOWA	10	4 STATYSTYKA	124
ROZDZIAŁ I		4.1 Nowe lub rozszerzone	
SYTUACJA GOSPODARCZA I POLITYKA PIENIĘŻNA		statystyki dotyczące strefy euro	124
I DECYZJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ	18	4.2 Inne zmiany w statystyce	125
2 SYTUACJA MONETARNA,		4.3 Przygotowanie do rozszerzenia	
FINANSOWA I GOSPODARCZA	24	strefy euro	126
2.1 Globalne środowisko		5 BADANIA EKONOMICZNE	128
makroekonomiczne	24	5.1 Priorytety badań	128
2.2 Kierunki rozwoju sytuacji		5.2 Publikacje i konferencje	130
monetarnej i finansowej	28	6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA	132
2.3 Zmiany cen i kosztów	56	6.1 Przestrzeganie zakazu	
2.4 Produkcja, popyt i sytuacja		finansowania	
na rynku pracy	66	i uprzywilejowanego dostępu	132
2.5 Sytuacja fiskalna	74	6.2 Funkcje doradcze	132
2.6 Kursy walutowe i bilans		6.3 Administrowanie operacjami	
płatniczy	79	zaciągania i udzielania pożyczek	
3 SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA		przez Wspólnotę Europejską	135
W PAŃSTWACH CZŁONKOWSKICH UE		6.4 Usługi zarządzania rezerwami	
SPOZA STREFY EURO	89	w Eurosystemie	135
ROZDZIAŁ 2		ROZDZIAŁ 3	
OPERACJE I DZIAŁALNOŚĆ BANKU CENTRALNEGO		WEJŚCIE SŁOWENII DO STREFY EURO	
I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE		I SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA	
I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA	102	W SŁOWENII	138
1.1 Polityka pieniężna	102	2 PRAWNE ASPEKTY INTEGRACJI	
1.2 Działalność dewizowa	108	BANKA SŁOWENIJE Z EUROSYSTEMEM	142
1.3 Działalność inwestycyjna	109	3 OPERACYJNE ASPEKTY INTEGRACJI	
2 SYSTEMY PŁATNICZE I SYSTEMY ROZRACHUNKU		BANKA SŁOWENIJE Z EUROSYSTEMEM	144
PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	111	3.1 Operacje w zakresie polityki	
2.1 System TARGET	111	pieniężnej	144
2.2 System TARGET2	113	3.2 Wniesienie kapitału,	
2.3 TARGET2-Securities	115	przekazanie rezerw i aktywów	
2.4 Procedury rozrachunku		rezerw walutowych na rzecz EBC	145
zabezpieczeń	116	4 WYMIANA WALUTY W SŁOWENII	146
3 BANKNOTY I MONETY	118	ROZDZIAŁ 4	
3.1 Banknoty i monety w obiegu		STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA	
oraz obsługa waluty	118	I STABILNOŚĆ FINANSOWA	150
3.2 Fałszerstwa i przeciwdziałanie		1.1 Monitorowanie stabilności	
fałszerstwom banknotów	119	finansowej	150
3.3 Emisja i produkcja banknotów	120	1.2 Współpraca w sytuacjach	
		kryzysu finansowego	153

DZIAŁANIA EUROSISTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM	253		
DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY OD 2006 R.	255		
GLOSARIUSZ	261		
RAMKI			
1 Rola innych pośredników finansowych w dynamice podaży pieniądza	32	Wykres C: Zależność pomiędzy zmianami krótkoterminowych i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych w SPF (2001-2006)	61
Wykres A: Depozyty krótkoterminowe oraz umowy z przyrzeczeniem odkupu innych niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego	33	Wykres D: Prawdopodobieństwo, że za pięć lat wskaźnik inflacji HICP oraz progowa stopa inflacji wyniosą lub przekroczą 2%	61
Wykres B: Depozyty o dłuższym terminie zapadalności w podziale wg sektorów	33	4 Różnice we wzroście produkcji pomiędzy krajami strefy euro	67
Wykres C: Kredyty i pożyczki MIF dla innych niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego	35	Wykres: Rozproszenie wzrostu realnego PKB w krajach strefy euro	68
2 Zróżnicowanie stóp procentowych na rynkach detalicznych usług bankowych w krajach strefy euro	48	5 Wzrost wydajności w strefie euro a potrzeba reform strukturalnych	70
Tabela: Zróżnicowanie oprocentowania MIF dla nowych umów w różnych krajach	49	Wykres A: Wzrost wydajności pracy na jedną przepracowaną godzinę	71
Wykres A: Stopy procentowe MIF dla depozytów gospodarstw domowych	50	Wykres B: Wzrost wydajności pracy na jednego zatrudnionego	71
Wykres B: Stopy procentowe kredytów MIF dla gospodarstw domowych	51	Tabela A: Wybrane wskaźniki strukturalne	72
Wykres C: Stopy procentowe kredytów MIF dla przedsiębiorstw	53	Tabela B: Wydajność pracy w poszczególnych sektorach na jedną przepracowaną godzinę	73
3 Długoterminowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro	58	6 Emisja rządowych dłużnych papierów wartościowych i rozpiętość rentowności obligacji w strefie euro	75
Wykres A: Wskaźniki dotyczące oczekiwań długoterminowej inflacji dla strefy euro	60	Tabela A: Roczne stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro	76
Wykres B: Rozkład częstotliwości pięcioletnich oczekiwań inflacyjnych wśród respondentów SPF (2001-2006)	60	Tabela B: Struktura dłużnych papierów wartościowych w obiegu wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro	76
		Wykres: Łączne zmiany w różnicach rentowności wybranych obligacji rządowych w stosunku do obligacji niemieckich	77
		Tabela C: Ratingi kredytowe krajów strefy euro emitujących obligacje	77

7	Globalizacja a konkurencyjność strefy euro	82	WYKRESY	1	Stopy procentowe EBC i stopy rynku pieniężnego	18
	Tabela: Ujawniona przewaga komparatywna (RCA) a wykorzystanie czynników produkcji	83		2	Główne zmiany zachodzące w znaczących gospodarkach uprzemysłowionych	24
	Wykres A: Zmiany ujawnionej przewagi komparatywnej (RCA)	84		3	Ważniejsze zmiany wskaźników na rynkach surowców	27
	1 Głównie eksport produktów wymagających dużych nakładów badawczych	84		4	M3 a kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego	29
	2 Głównie eksport wymagający dużych nakładów pracy	84		5	Główne składniki M3	29
	Wykres B: Zmiany w imporcie strefy euro według kraju pochodzenia	85		6	Krótkoterminowe stopy procentowe dla depozytów i instrumentów zbywalnych	30
8	Statystyczne konsekwencje rozszerzenia strefy euro o Słowenię	140		7	Depozyty wg sektorów	31
				8	Czynniki kreacji M3	37
				9	Dane szacunkowe dotyczące luki pieniężnej	38
				10	Krótkoterminowe stopy procentowe w strefie euro i nachylenie krzywej dochodowości na rynku pieniężnym	39
				11	Trzymiesięczna stopa EURIBOR dla kontraktów terminowych i implikowana zmienność obliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR	40
				12	Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych	41
				13	Progowe stopy inflacji dla transakcji kasowych i kontraktów terminowych w strefie euro	42
				14	Podstawowe indeksy rynku akcji	43
				15	Implikowana zmienność rynku obligacji	43
				16	Kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych	45
				17	Oprocentowanie kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw	45
				18	Zadłużenie gospodarstw domowych i ciężar obsługi zadłużenia	46
				19	Realny koszt zadłużenia zewnętrznego przedsiębiorstw strefy euro	47
	TABELE					
1	Zmiany cen	58				
2	Wskaźniki kosztów pracy	63				
3	Składniki wzrostu realnego PKB	65				
4	Sytuacja na rynku pracy	69				
5	Pozycja fiskalna krajów strefy euro	74				
6	Wzrost realnego PKB	89				
7	Inflacja HICP	90				
8	Pozycja fiskalna	92				
9	Bilans płatniczy – wybrane pozycje	93				
10	Zmiany w ERM II	94				
11	Oficjalne strategie polityki pieniężnej państw członkowskich UE spoza strefy euro w roku 2006	97				
12	Przepływy płatności w ramach systemu TARGET	112				
13	Fałszywe banknoty według nominałów	119				
14	Przydziały produkcji banknotów euro w 2006 r.	122				
15	Słowenia: główne wskaźniki ekonomiczne	139				

20	Wskaźniki zyskowności przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie	54	42	Zbywalne aktywa kwalifikowane wykorzystane jako zabezpieczenie	105
21	Rozkład realnej rocznej stopy wzrostu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw	55	43	Różnica między udziałem zbywalnych aktywów kwalifikowanych a udziałem aktywów wykorzystanych jako zabezpieczenie w 2006 r.	106
22	Wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw	55	44	Ogólna liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2006	118
23	Rozkład wskaźnika inflacji HICP: główne składniki	57	45	Łączna wartość banknotów euro w obiegu w latach 2002–2006	118
24	Udział głównych składników inflacji HICP	57	46	Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2006 według nominałów	119
25	Struktura cen producentów w przemyśle	62	47	Liczba fałszywych banknotów euro wycofanych z obiegu w latach 2002–2006	120
26	Wynagrodzenie na pracownika w poszczególnych sektorach	63			
27	Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro	64			
28	Udział we wzroście kwartalnego realnego PKB	64			
29	Wskaźniki zaufania	66			
30	Bezrobocie	70			
31	Wydajność pracy	70			
32	Nominalne i realne efektywne kursy euro	81			
33	Saldo rachunku obrotów bieżących i jego składniki cząstkowe	81			
34	Import towarów do strefy euro a ceny ropy Brent	81			
35	Inwestycje bezpośrednie i portfelowe w strefie euro	87			
36	Przepływy finansowe ze strefy euro do nowych państw członkowskich UE	87			
37	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	87			
38	Zmiany kursu euro wobec walut UE spoza ERM II	95			
39	Kredyty dla sektora prywatnego w 2006 r.	96			
40	Czynniki wpływające na płynność w strefie euro w 2006 r.	102			
41	Zbywalne aktywa kwalifikowane	105			

SKRÓTY

Państwa

BE	Belgia
BG	Bułgaria
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
RO	Rumunia
SI	Słowenia
SK	Słowacja
FI	Finlandia
SE	Szwecja
UK	Wielka Brytania
US	Stany Zjednoczone

INNE

[POLSKIE SKRÓTY PODANO W NAWIASACH KWADRATOWYCH]

BIS	Bank Rozrachunków Międzynarodowych
BPM5	IMF Balance of Payments Manual (Podręcznik Bilansu Płatniczego MFW, edycja 5)
c.i.f.	koszty, ubezpieczenie i fracht na granicy importera
CPI	Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych
EBC	Europejski Bank Centralny
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
PKB	produkt krajowy brutto
PPI	Indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu
OECD	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
UE	Unia Europejska
UGW	Unia Gospodarcza i Walutowa
ULCM	jednostkowy koszt pracy w przetwórstwie przemysłowym

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

PRZEDMOWA



W dniu 1 stycznia 2007 r. Słowenia została trzynastym państwem członkowskim, które przyjęło euro, a Banka Slovenije trzynastym krajowym bankiem centralnym, który przystąpił do Eurosystemu. Chciałbym bardzo serdecznie powitać obywateli Słowenii i wyrazić uznanie dla Słowenii za dobre wyniki ekonomiczne osiągnięte dzięki wdrożeniu w ostatnich latach stabilizacyjnej polityki makroekonomicznej. Przejście z tolara słoweńskiego na euro przebiegało w sposób wyjątkowo sprawny i skuteczny: do obiegu wprowadzono 94,5 mln banknotów, przy czym etap zaopatrzenia pierwotnego rozpoczął się pod koniec listopada 2006 r., a okres podwójnego obiegu euro i tolara trwał dwa tygodnie. Po tym okresie wspólna waluta całkowicie zastąpiła walutę słoweńską. Warto zauważyć, że euro zostało przyjęte przez mieszkańców Słowenii z dużym entuzjazmem.

Polityka pieniężna EBC przyczyniała się do utrzymania średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Stanowiło to szczególnie dowód wiarygodności działań EBC

w sferze realizowania polityki pieniężnej w ścisłej zgodności z jej podstawowym celem, jakim jest utrzymanie stabilnych cen w średnim okresie. Trwała stabilizacja długookresowych oczekiwań inflacyjnych jest koniecznym warunkiem, by polityka pieniężna mogła przyczynić się do wspierania trwałego wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy w strefie euro. W 2006 r. inflacja HICP wyniosła 2,2% pozostając na niezmiennym, poziomie w stosunku do roku poprzedniego. Oznacza to, że kształtowała się ona powyżej określonej przez EBC definicji stabilności cen, czyli poniżej, ale możliwie blisko 2%, chociaż odzwierciedlała gwałtowne zmiany cen ropy naftowej i surowców. Nie należy wobec tego popadać w samozadowolenie.

Przez cały rok 2006 wyraźnie rosły zagrożenia dla stabilności cen. Szczególne ryzyko wiązało się z możliwością silniejszego niż oczekiwano przełożenia się wzrostu cen ropy w przeszłości na sytuację teraźniejszą, nieoczekiwany wzrost cen kontrolowanych i podatków pośrednich oraz kolejne podwyżki cen ropy. Na poziomie bardziej fundamentalnym, przy bardzo korzystnym w 2006 roku otoczeniu gospodarczym i ciągłym zmniejszaniu się bezrobocia oraz dalszej poprawie wyników na rynku pracy, perspektywa większego niż oczekiwano wzrostu płac nadal stanowiła znaczne zagrożenie dla stabilności cen. W tym kontekście, a szczególnie wobec spodziewanych w 2007 r. negocjacji płacowych Rada Prezesów podkreśliła, że porozumienia płacowe powinny uwzględniać poziom bezrobocia, który w niektórych krajach nadal utrzymuje się na wyjątkowo wysokim poziomie, oraz konkurencyjność cen i zmiany w rocznej wydajności pracy.

Sformułowana przez Radę Prezesów ocena, że utrzymało się ryzyko dla stabilności cen, potwierdziła się po przeprowadzeniu porównania z analizą monetarną. Wyrażna dynamika wzrostu monetarnego i wzrostu kredytów występująca w 2006 r. odzwierciedlała utrzymujący się wzrost tempa ekspansji monetarnej w strefie euro obserwowany od

połowy 2004 r., co przyczyniało się do akumulacji płynności. Po wielu latach silnego wzrostu monetarnej płynności w strefie euro utrzymywała się na wysokim poziomie, co potwierdziły wszystkie wiarygodne wskaźniki. W sytuacji utrzymywania się silnego wzrostu monetarnej i wzrostu kredytów wskazywało to na rosnące zagrożenie dla stabilności cen w średnim i długim okresie. W odpowiedzi na rosnące zagrożenia dla stabilności cen, co potwierdzały wyniki analizy monetarnej prowadzonej przez EBC w ciągu całego roku, Rada Prezesów skorygowała w 2006 r. nastawienie w polityce pieniężnej i pięciokrotnie podniosła podstawowe stopy procentowe EBC, w sumie o 125 punktów bazowych. W wyniku tych posunięć minimalna stopa przetargowa podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu wzrosła z 2,25% w styczniu 2006 r. do 3,50% w grudniu 2006 r.

W 2006 r. gospodarka strefy euro rozwijała się dynamicznie. Pomimo wpływu jakie wywarły wysokie i zmieniające się ceny ropy naftowej, PKB w 2006 r. wzrósł o 2,8% w porównaniu z 1,5% odnotowanym w roku 2005. W ciągu roku ożywienie gospodarcze stopniowo się rozszerzało i stawało się w coraz większym stopniu ożywieniem samoutrzymującym się, napędzanym głównie przez popyt krajowy. W 2006 r. realny wzrost PKB kształtował się średnio znacznie powyżej potencjalnego wzrostu. Strefa euro nadal odnosiła korzyści z silnej ekspansji gospodarki światowej, zaś znaczny wzrost zysków przedsiębiorstw i oczekiwany okres bardzo korzystnych warunków finansowych wspierały wzrost inwestycji i zatrudnienia.

W tej sytuacji Rada Prezesów uznała, że także po korektach stóp procentowych dokonanych w 2006 r. należy utrzymać łagodne nastawienie w polityce pieniężnej EBC i że w dalszym ciągu uzasadnione jest podejmowanie w odpowiednim momencie zdecydowanych działań w celu zapewnienia stabilności cen w średnim okresie.

Sytuacja budżetowa w strefie euro była w 2006 r. stosunkowo korzystna. Zgodnie z uaktualnionymi programami stabilności średni deficyt budżetowy dla strefy euro wyniósł około 2,0% PKB w porównaniu z 2,4% w roku 2005. Poprawa wyniku budżetowego była jednak w dużym stopniu efektem silnego wzrostu produkcji i nieoczekiwanych przychodów i tylko w niewielkim stopniu wynikała z efektywnej konsolidacji fiskalnej. W korzystnych obecnie warunkach gospodarczych sprawą zasadniczą jest utrzymanie tempa poprawy finansów publicznych i przyspieszenie tempa konsolidowania budżetu, tak aby wszystkie kraje strefy euro jak najszybciej zrealizowały średnioterminowy cel stabilnej pozycji fiskalnej. Z tego punktu widzenia ważne jest podjęcie dodatkowych, konkretnych i wiarygodnych działań w zakresie konsolidacji fiskalnej i zagwarantowanie, że zostaną one szybko wdrożone. Działania takie mają szansę powodzenia, gdy bazują na wiarygodnej i wszechstronnej strategii średniookresowej, zorientowanej na zmniejszanie wydatków a nie na zwiększanie przychodów. Pomaga to wzmocnić zaufanie do trwałej a równocześnie wspierającej wzrost gospodarczy i zatrudnienie polityki fiskalnej.

Jeśli chodzi o reformy strukturalne w ostatnim okresie, kraje strefy euro coraz lepiej uświadamiały sobie konieczność sprostania wyzwaniom stawianym przez coraz silniejszą konkurencję światową, starzejące się społeczeństwo i coraz szybciej postępujące zmiany technologiczne. Sprostanie tym wyzwaniom jest ważne również ze względu na stosunkowo niski wzrost wydajności pracy w strefie euro w porównaniu z wydajnością w Stanach Zjednoczonych: średni roczny wzrost wydajności pracy w okresie 1999 r. – 2006 r. wyniósł dla strefy euro 1,1%, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych kształtował się na poziomie 2,2%. Sytuacja ta wymaga przede wszystkim intensywnych kroków w celu wdrożenia reform strukturalnych w sferze badań i rozwoju, nauki i szkoleń oraz sfinalizowania

prac w zakresie jednolitego rynku. Trzeba także zauważyć, że reforma rynku pracy podjęta przez szereg państw członkowskich zaczęła przynosić efekty w postaci pojawienia się szerszych możliwości znalezienia pracy. W wyniku powyższych reform oraz na skutek spowolnienia wzrostu płac w strefie euro nastąpił w ostatnim czasie znaczny wzrost zatrudnienia. W strefie euro zatrudnienie wzrosło o ponad 12 milionów osób w okresie ośmiu lat od wprowadzenia trzeciego etapu UGW. Korzystnie wypada tu porównanie z okresem ośmiu lat przed rokiem 1999, kiedy to wzrost zatrudnienia w tej samej grupie krajów wyniósł niewiele ponad 2 miliony. Większy wzrost zatrudnienia przyczynił się także do zmniejszenia bezrobocia w ciągu ostatnich kilku lat. Wprawdzie ujednolicona stopa bezrobocia była nadal wysoka i wynosiła 7,5%, jednak pod koniec 2006 r. osiągnęła najniższy poziom od momentu, kiedy zaczęto wyliczać ten szereg, tj. od 1993 r. W strefie euro nadal jednak istnieją strukturalne utrudnienia, co pozwala zrozumieć dlaczego stopy bezrobocia kształtują się na wyjątkowo wysokim poziomie a udział w rynku pracy jest według standardów międzynarodowych niski. Z tego względu kwestią podstawową dla każdego kraju strefy euro jest zminimalizowanie zakłóceń rynkowych spowodowanych regulacjami krajowymi, a dla strefy euro jako całości ważne jest usunięcie istniejących jeszcze barier integracji rynku pracy. Wymagać to będzie w szczególności odpowiedniego zróżnicowania płac, większej mobilności siły roboczej i bardziej elastycznych rynków produktów, rynków pracy i rynków finansowych. Kolejne reformy zwiększą zdolności dostosowawcze strefy euro, będą sprzyjały wzrostowi gospodarczemu i stworzą dodatkowe możliwości zatrudnienia.

Sprawne funkcjonowanie UGW, które uwarunkowane jest dyscypliną fiskalną i reformami strukturalnymi zależy także od integracji finansowej w skali europejskiej. Przez wspomaganie rozwoju europejskich

systemów finansowych, integracja finansowa przyczynia się do zwiększenia potencjału wzrostu gospodarczego. Wzmacnia także sprawną i skuteczną transmisję polityki pieniężnej, wspiera efektywne prowadzenie i sprawne funkcjonowanie systemów rozliczeń i płatności oraz przyczynia się do zapewnienia stabilności finansowej. Ponadto zintegrowany system finansowy odgrywa decydującą rolę absorbując wstrząsy w przypadku asymetrycznych wstrząsów w strefie euro. Opublikowany we wrześniu 2006 r. raport EBC na temat wskaźników integracji finansowej zawiera szczegółową i całościową analizę postępu, jaki dokonał się w różnych segmentach systemu finansowego. EBC i Eurosystem występują także w charakterze katalizatorów inicjatyw sektora prywatnego promując integrację finansową. Na przykład EBC wraz z dziewięcioma krajowymi bankami centralnymi weźmie udział w oznaczaniu krótkoterminowych instrumentów dłużnych w ramach inicjatywy Krótkoterminowego Europejskiego Papieru Wartościowego (*Short-Term European Paper – STEP*), a EBC będzie regularnie przekazywał dane na temat rentowności i obrotów na rynku STEP. Poza tym Eurosystem zdecydowanie wspiera inicjatywę Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (SEPA) i mocno zachęca wszystkie strony biorące udział w tym projekcie do wprowadzenia SEPA najpóźniej do początku 2008 r. i osiągnięcia masy krytycznej transakcji w ramach SEPA do końca 2010 r. Eurosystem udziela pomocy sektorowi bankowemu w zakresie projektowania i przygotowania nowych instrumentów i ram dla SEPA oraz nakłania rynek do działań mających na celu terminowe przygotowanie systemów płatności detalicznych, które będą zdolne do przetwarzania instrumentów SEPA.

Eurosystem przyczynia się także do integracji finansowej zapewniając infrastrukturę dla płatności i rozliczeń. Projekt TARGET2 jest bardzo zaawansowany i zgodnie z planem zostanie wdrożony przed końcem 2007 r. Przygotowania techniczne rozpoczęły się w 2006 r. a EBC podał już szczegółowe

informacje na temat cennika i różnych form uczestnictwa w TARGET2. W lipcu 2006 r. Eurosystem postanowił ocenić możliwości świadczenia usług rozliczania transakcji papierami wartościowymi. Celem tego przedsięwzięcia, w przypadku którego dążyć się będzie do osiągnięcia synergii z TARGET2, jest umożliwienie zharmonizowanego rozliczania papierów wartościowych denominowanych w euro pieniądzu banku centralnego.

Eurosystem działał na rzecz stabilności systemu finansowego w strefie euro i w UE poprzez monitorowanie i ocenę głównych źródeł zagrożeń i podatności na ryzyko, wnosząc swój wkład w dyskusje, jakie odbywały się na szczeblu europejskim i międzynarodowym na temat kluczowych kwestii dotyczących regulacji i nadzoru bankowego i rozwijał własne ramy i działania w zakresie zarządzania ewentualnymi kryzysami finansowymi.

Całkowita liczba stanowisk przewidziana w budżecie EBC na 2006 r. wynosiła 1.343 pełnych etatów, w porównaniu z 1.369 etatami w 2005 r. We wrześniu 2006 r. w Banku rozpoczęło pracę w oparciu o dwuletnie umowy niepodlegające zamianie na stałe umowy o pracę 6 uczestników Programu EBC dla Absolwentów, który jest przeznaczony dla niedawnych absolwentów posiadających szerokie wykształcenie.

W 2006 r. ECB wprowadził ogólne zasady w zakresie mobilności, które zachęcają pracowników do zmiany stanowisk co pięć lat. Mobilność wewnętrzna stanowi dla pracowników możliwość poszerzenia wiedzy i sposób na usprawnienie współpracy w ramach różnych obszarów działalności. W 2006 r. ponad 80 pracowników zmieniło stanowiska w Banku EBC, który zatrudnia pracowników z 27 państw członkowskich UE, wzbogacił stosowane strategie zarządzania zasobami ludzkimi o zarządzanie różnorodnością, wprowadzając w 2006 r. politykę różnorodności.

Oprócz promowania mobilności personelu, strategia zarządzania zasobami ludzkimi kładzie główny nacisk na rozwój pracowników i kadry zarządzającej EBC. Nadal podnoszono poziom umiejętności kierowniczych i przywódczych poprzez szkolenia i indywidualne towarzyszenie w rozwoju zawodowym. W związku z wprowadzaniem strategii różnorodności zorganizowano dla kadry kierowniczej specjalne kursy szkoleniowe pod hasłem „godność w miejscu pracy”.

Na poziomie Eurosystemu Konferencja ds. Zasobów Ludzkich, powołana w 2005 r. dla promowania dalszej współpracy i działań zespołowych w ramach Eurosystemu i banków centralnych należących do ESBC w dziedzinie zarządzania zasobami ludzkimi, rozszerzyła swoje prace w 2006 r., w szczególności w zakresie różnych aspektów szkolenia i rozwoju personelu.

Nastąpił także postęp w pracach nad planowaniem nowej siedziby EBC. Architekci dokonali optymalizacji projektu koncepcyjnego, który w 2006 r. wkroczył w fazę planowania. Władze Frankfurtu we współpracy z EBC przygotowywały wiążący prawnie plan zagospodarowania terenu pod nową siedzibę. Oczekuje się, że proces składania wniosku o pozwolenie na budowę zostanie zgodnie z planem sfinalizowany do końca października 2007 r. Zgodnie z przewidywaniami budowa rozpocznie się na początku 2008 r. a prawdopodobnym terminem jej ukończenia jest koniec 2011 r. Wzniesiony zostanie także pomnik oraz centrum informacyjne upamiętniające rolę Grossmarkthalle w deportacji Żydów.

W 2006 r. EBC wypracował nadwyżkę w wysokości 1,379 mln euro, podczas gdy nadwyżka w 2005 r. wyniosła 992 mln euro. Podobnie jak w 2005 r. odpowiadająca nadwyżce kwota została skierowana na utworzenie rezerwy z tytułu ryzyka kursowego,

ryzyka stopy procentowej oraz ryzyka cen złota, co sprawiło, że nie wykazano żadnego zysku netto. Rezerwa zostanie wykorzystana na pokrycie strat powstałych w wyniku ekspozycji na wspomniane rodzaje ryzyka, a zwłaszcza strat z tytułu wyceny nie pokrytych saldem rachunku różnic z aktualizacji wyceny. Wielkość rezerwy będzie corocznie weryfikowana.

Frankfurt nad Menem, marzec 2006 r.



Jean-Claude Trichet



ROZDZIAŁ I

**SYTUACJA
GOSPODARCZA
I POLITYKA
PIENIĘŻNA**

I DECYZJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

DALSZY WZROST PODSTAWOWYCH STÓP PROCENTOWYCH W 2006 R.

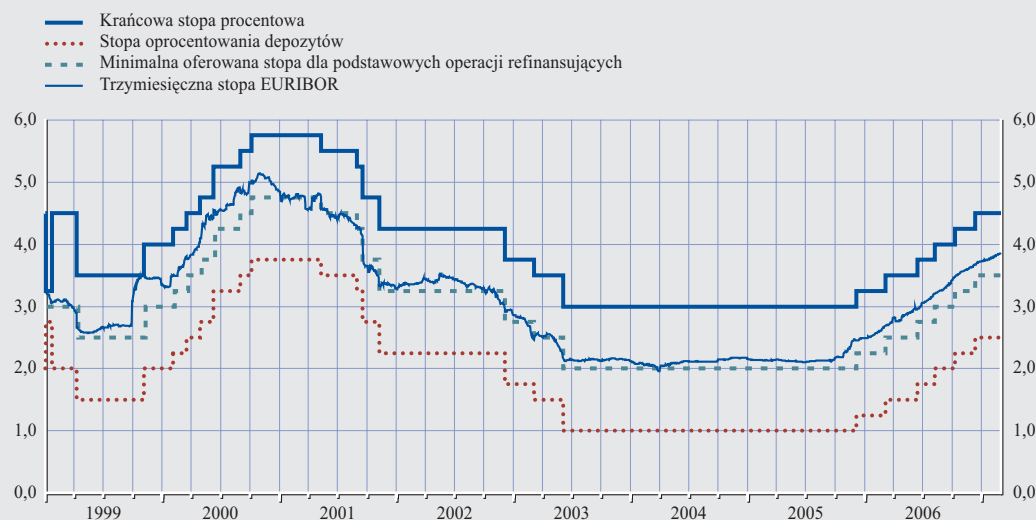
W 2006 r. Rada Prezesów podniosła podstawowe stopy procentowe EBC ze względu na rosnące zagrożenie stabilności cen, które zostało zidentyfikowane na podstawie wyników zarówno analizy ekonomicznej, jak i monetarnej. To wycofanie się z akomodacyjnej polityki pieniężnej odbyło się w warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego, silnej ekspansji monetarnej i kredytowej oraz wysokiej płynności w obrębie strefy euro. Rada Prezesów podniosła, poprzez serię podwyżek o 25 punktów bazowych, minimalną oferowaną stopę procentową dla podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o łączną liczbę 125 punktów bazowych, z 2,25% w styczniu 2006 r. do 3,50% na koniec roku (zob. wykres 1).

Jeżeli chodzi o tendencje cenowe, średnia roczna inflacja mierzona zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych (HICP) utrzymała się w 2006 r. na poziomie 2,2%, bez zmian w

porównaniu z 2005 r. Stopa inflacji zasadniczej ulegała na przestrzeni roku wahaniom i była silnie uwarunkowana zmianami cen ropy naftowej. Do sierpnia występowała tendencja wzrostowa, utrzymując się znacznie powyżej zdefiniowanego przez EBC poziomu stabilności cen poniżej, ale blisko, 2%. Spowodowane to było głównie znacznym wzrostem cen nośników energii, a częściowo również podwyżkami cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Natomiast w pozostałych miesiącach 2006 r. roczna stopa inflacji spadła poniżej 2%, przede wszystkim w związku ze znacznym spadkiem cen ropy naftowej oraz w wyniku efektu bazy. Pomimo korzystnego przyspieszenia wzrostu realnego PKB oraz pozytywnych sygnałów ze strony rynków pracy, zmiany kosztów pracy w strefie euro były w 2006 r. nadal umiarkowane, co było po części odzwierciedleniem silnej konkurencji światowej obecnej zwłaszcza w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Pomogło to ograniczyć presję inflacyjną. Długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostały na stabilnym poziomie w dużej mierze zgodnym z definicją stabilności

Wykres 1 Stopy procentowe EBC i stopy rynku pieniężnego

(oprocentowanie roczne, dane dzienne)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dla operacji rozliczonych przed 28 czerwca 2000 r., stopa dla podstawowych operacji refinansujących oznacza oprocentowanie stosowane w przetargach o stałej stopie procentowej. W przypadku operacji rozliczanych po tym terminie stopa ta oznacza minimalną oferowaną stopę stosowaną w przetargach o zmiennej stopie procentowej.

cen. Pomimo tego nadal występowało wyraźne rosnące zagrożenie dla stabilności cen, w szczególności zagrożenie związane z wyższym niż się spodziewano, wcześniejszym wzrostem cen ropy naftowej, dodatkowymi, oprócz wcześniej ogłoszonych, podwyżkami cen kontrolowanych i podatków pośrednich, oraz możliwością ponownego wzrostu cen ropy naftowej. Co więcej, perspektywy silniejszego niż oczekiwano wzrostu płac oraz wystąpienia potencjalnych efektów drugiej rundy w obszarze płac i wcześniejszego wzrostu cen ropy naftowej w następstwie wzrostów cen ropy w przeszłości, nadal stanowią rosnące zagrożenie dla stabilności cen, zwłaszcza biorąc pod uwagę bardzo korzystne otoczenie gospodarcze i coraz lepszą sytuację na rynku pracy.

Jeżeli chodzi o aktywność gospodarczą, w 2006 r. gospodarka strefy euro dynamicznie się rozwijała. Po okresie stopniowego i umiarkowanego ożywienia gospodarczego, jakie miało miejsce w drugiej połowie 2005 r., w pierwszej połowie 2006 r. wzrost gospodarczy w strefie euro uległ przyspieszeniu. Stopniowo stawał się on bardziej równomierny i w coraz większym stopniu samoutrzymujący się. Głównym kształtującym go czynnikiem był popyt krajowy, w szczególności nakłady na środki trwałe. W 2006 r. średni wzrost realnego PKB utrzymywał się powyżej potencjalnych wartości. Przez cały rok stały wzrost gospodarczy wspomagany był przez czynniki zewnętrzne. Eksporterzy strefy euro skorzystali na utrzymującym się szybkim rozwoju gospodarki światowej, zwłaszcza gospodarki państw będących głównymi partnerami handlowymi strefy euro. Na przestrzeni roku wzrost inwestycji stawał się coraz bardziej dynamiczny, czemu sprzyjały utrzymujące się przez długi okres bardzo korzystne warunki finansowania, zmiany w strukturze bilansu przedsiębiorstw oraz znaczący przyrost zysków. Na przestrzeni 2006 r. wzmocnił się również wzrost konsumpcji, co było odzwierciedleniem zmian realnego dochodu do dyspozycji w efekcie ponownego wzrostu zatrudnienia i obniżenia się stopy bezrobocia. Ogólnie rzecz biorąc, pomimo

utrzymujących się na wysokim poziomie i niestabilnych cen ropy naftowej, w 2006 r. realny PKB wzrósł o 2,8% w porównaniu z 1,5% w 2005 r. i 1,8% w 2004 r. Krótkoterminowe ryzyko dla perspektyw wzrostu gospodarczego pozostało przez większą część roku zrównoważone, natomiast ryzyko średnio- i długoterminowe wykazywało w 2006 r. tendencję spadkową i dotyczyło głównie ewentualnego wzrostu cen ropy naftowej, globalnej nierównowagi i potencjalnej presji protekcjonistycznej.

W ciągu całego roku 2006 utrzymywał się bardzo silny wzrost podaży pieniądza i wzrost kredytów, co było przede wszystkim odzwierciedleniem stymulującego wpływu niskiego poziomu stóp procentowych w strefie euro oraz aktywnej działalności gospodarczej. W perspektywie średniookresowej, wyraźny wzrost podaży pieniądza i kredytów w 2006 r. odzwierciedlał ciągle utrzymującą się, obserwowaną od połowy 2004 r., tendencję zwykłą rzeczywistego tempa wzrostu tej podaży i przyczynił się on do zwiększenia płynności. Po kilkuletnim okresie znacznego wzrostu podaży pieniądza, płynność strefy euro była nadal wysoka, co w warunkach utrzymującego się silnego wzrostu podaży pieniądza i wzrostu kredytów wskazywało na obecność rosnących zagrożeń dla stabilności cen w średnim i długim okresie.

Aby ograniczyć rosnące zagrożenia dla stabilności cen, których występowanie systematycznie potwierdzały analizy ekonomiczne i monetarne prowadzone przez EBC, Rada Prezesów dokonała w 2006 r. korekty nastawienia polityki pieniężnej, podnosząc pięciokrotnie w ciągu roku podstawowe stopy procentowe EBC. Podkreślała, że pomimo tych podwyżek, nastawienie EBC w polityce pieniężnej pozostało łagodne, stopy procentowe utrzymały się na niskim poziomie, wzrost podaży pieniądza i wzrost kredytów był nadal silny, a poziom płynności według wszelkich wiarygodnych miar wysoki. Zdaniem Rady Prezesów, zdecydowane działanie

w odpowiednim czasie daje możliwość zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. Będące efektem takiego zobowiązania ustabilizowanie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych jest niezbędne, aby polityka pieniężna w dalszym ciągu mogła wspierać stały wzrost gospodarczy i tworzenie nowych miejsc pracy.

Ogłoszenie obu decyzji Rady Prezesów i przeprowadzonej przez nią szerszej oceny sytuacji gospodarczej na przestrzeni 2006 r. wpłynęło na oczekiwania rynkowe dotyczące perspektyw krótkookresowych stóp procentowych. Przez cały rok Rada wyraźnie podkreślała, że przyszłe działania w zakresie polityki będą nadal uzależnione od przeprowadzanej przez Radę regularnej oceny zagrożeń dla stabilności cen oraz potwierdzenia jej podstawowego scenariusza. Wydaje się, że rynki finansowe w pełni zrozumiały to stanowisko. W związku z tym, zgodnie z opublikowanymi danymi makroekonomicznymi, które zasadniczo potwierdziły scenariusz Rady Prezesów, oczekiwania rynkowe dotyczące krótkoterminowych stóp procentowych ulegały w ciągu roku stopniowej korekcie w górę i dla rynku stało się oczywiste, że po pierwszej podwyżce stóp w grudniu 2005 r. nastąpi stopniowe wycofywanie się z akomodacyjnej polityki pieniężnej. W 2006 r. niepewność rynku była jeszcze mniejsza, dzięki zmniejszeniu się niestabilności do dość niskiego poziomu, pomimo tymczasowego wzrostu w okresie letnim w kontekście przeprowadzanej na globalną skalę ponownej wyceny ryzyka. Ogólnie, w porównaniu z długoterminową średnią historyczną, niepewność rynku dotycząca przyszłych decyzji w zakresie polityki pieniężnej osiągnęła stosunkowo niski poziom.

SZCZEGÓŁOWE INFORMACJE NA TEMAT DECYZJI DOTYCZĄCYCH POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Warunki gospodarcze na początku 2006 r. były dość korzystne. W drugiej połowie 2005 r. nastąpiło przyspieszenie i wzmocnienie wzrostu realnego PKB. Pomimo, iż wzrost kwartalnego

realnego PKB w czwartym kwartale 2005 r. był znacznie niższy niż wzrost odnotowany w trzecim kwartale, wskaźniki nastroju wskazywały na utrzymywanie się podstawowej tendencji wzrostu gospodarczego. Faktycznie, dane dostępne na początku 2006 r., w szczególności dane ankietowe, potwierdzały ocenę Rady Prezesów, zgodnie z którą wzrost gospodarczy ulegał stopniowemu przyspieszeniu i wzmocnieniu, a tendencja ta powinna utrzymać się w pierwszych miesiącach roku, czemu towarzyszyć miałyby wzrost popytu krajowego.

Perspektywy wzrostu gospodarczego pozostały stosunkowo korzystne, głównie dzięki znacznemu ożywieniu tempa wzrostu inwestycji i stopniowej poprawie warunków na rynku pracy. W marcu 2006 r. projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC dotyczące wzrostu gospodarczego zostały poddane korekcie w górę w porównaniu z projekcjami ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w grudniu 2005 r., co odzwierciedlało w dużej mierze pewniejsze perspektywy dla inwestycji sektora prywatnego w okresie objętym projekcją. Przewidywano, że średnie roczne tempo wzrostu realnego PKB wyniesie 1,7% - 2,5% w 2006 r. i 1,5% - 2,5% w 2007 r. Prognozy instytucji międzynarodowych i prywatnych były podobne.

Jeżeli chodzi o zmiany cen, na początku 2006 r. roczna inflacja HICP przekraczała 2% i oczekiwano, że w perspektywie krótkookresowej poziom ten utrzyma się, przy czym dokładna wartość inflacji będzie zależeć w dużym stopniu od przyszłych zmian cen nośników energii. Wychodząc poza perspektywę krótkookresową, oczekiwano, że ogłoszone zmiany podatków pośrednich oraz pośredni wpływ wcześniejszego wzrostu cen ropy naftowej, spowodują znaczny wzrost inflacji, pomimo założenia, że wzrost płac będzie nadal umiarkowany. W marcu 2006 r. projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC w przypadku inflacji zostały poddane nieznacznej korekcie w górę w porównaniu z projekcjami ekspertów Eurosystemu opublikowanymi w grudniu 2005 r. Przewidywano, że roczna inflacja HICP

wyniesie 1,9% - 2,5% w 2006 r. i 1,6% - 2,8% w 2007 r. Zagrożenie dla takiej perspektywy zmian cen wykazywało tendencję wzrostową, w szczególności w odniesieniu do ewentualnych efektów drugiej rundy wynikających z wcześniejszego wzrostu cen ropy naftowej.

Biorąc pod uwagę silny wzrost podaży pieniądza w warunkach wysokiej płynności w strefie euro, analiza monetarna potwierdziła wynikające z analizy ekonomicznej sygnały o występowaniu rosnącego zagrożenia dla stabilności cen. Pomimo pojawienia się oznak wznowienia procesu odwracania dawnych zmian w portfelach w stronę aktywów pieniężnych, roczna stopa wzrostu agregatu pieniężnego M3 pozostała wysoka i, biorąc pod uwagę krótkookresowe skutki takiego zachowania portfeli, podstawowa tendencja była nadal silna i pobudzał ją niski poziom stóp procentowych. Ponadto, jeżeli chodzi o czynniki kreacji M3, wzrost kredytów był jeszcze silniejszy, z wyraźnym wzrostem kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe, zwłaszcza na cele mieszkaniowe oraz przez przedsiębiorstwa.

Ogólnie rzecz biorąc, w potwierdzonych przez prowadzone przez EBC analizy ekonomiczne i monetarne warunkach rosnących zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie, Rada Prezesów dokonała ponownej korekty łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej, podnosząc 2 marca 2006 r. podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Rada uznała, że podejmując działania w odpowiednim czasie, przyczyniała się do utrzymania średnio- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych na stałym poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, wspierając tym samym stały wzrost gospodarczy i tworzenie nowych miejsc pracy. Rada podkreśliła w szczególności fakt, że stopy procentowe instrumentów o wszystkich terminach zapadalności były nadal bardzo niskie, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym, oraz że polityka pieniężna EBC zachowała swój łagodny charakter.

W kolejnych miesiącach, pomimo dużych okresowych wahań rynkowych, jakie miały miejsce w maju w kontekście przeprowadzanej na globalną skalę ponownej wyceny ryzyka, napływające informacje potwierdziły pogląd Rady Prezesów, że przeprowadzona w marcu korekta bardzo łagodnego nastawienia EBC była uzasadniona ze względu na rosnące ryzyko dla stabilności cen. Uzyskane dane wykazujące wzrost realnego PKB w pierwszym kwartale o 0,6% w ujęciu kwartalnym (wzrost ten został później skorygowany w górę do 0,8%) potwierdziły opinię, że wzrost ten był coraz silniejszy i bardziej trwały. Jednocześnie w maju inflacja HICP wzrosła do 2,5%, co spowodowane było przede wszystkim zmianą cen nośników energii. Przewidywano, że w 2006 r. i 2007 r. stopa inflacji utrzyma się na poziomie powyżej 2%. W czerwcowych projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu przedział inflacji HICP w 2006 r. został poddany nieznacznej korekcie w górę w porównaniu z opublikowanymi w marcu projekcjami ekspertów EBC, z 1,9% - 2,5% do 2,1% - 2,5%, z zachowaniem tendencji rosnącego zagrożenia dla perspektyw zmiany cen.

Również analiza monetarna w dalszym ciągu wykazywała rosnące zagrożenia dla stabilności cen w średnim i długim okresie. Jeszcze szybszy wzrost podaży pieniądza i wzrost kredytów spowodował, że roczna stopa wzrostu pożyczek dla sektora prywatnego osiągnęła dwucyfrową wartość. Bardzo silny wzrost utrzymywał się w szczególności w przypadku kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe, zwłaszcza w formie kredytów hipotecznych oraz przez przedsiębiorstwa. Zmiany te potwierdziły, że stymulujący wpływ niskich stóp procentowych był nadal dominującym czynnikiem odpowiadającym za wysokie, rzeczywiste tempo wzrostu podaży pieniądza.

Ogólnie, zestawienie wyników analizy ekonomicznej z wynikami analizy monetarnej potwierdziło utrzymywanie się rosnącego zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie. W związku z tym Rada Prezesów

8 czerwca podjęła decyzję o podniesieniu podstawowych stóp procentowych EBC o kolejnych 25 punktów bazowych. Rada podkreśliła, że dalsze wycofanie się z akomodacyjnej polityki pieniężnej będzie uzasadnione tylko w przypadku, gdy uzyskają potwierdzenie jej założenia i podstawowy scenariusz.

W czerwcu 2006 r. uzyskane dane ponownie potwierdziły ocenę Rady Prezesów, stwierdzającą, że wzrost gospodarczy w pierwszej połowie roku był zarówno szybszy, jak i bardziej równomierny. Wskaźniki nastroju i tempo wzrostu zatrudnienia utrzymały się na wysokim poziomie. Utrzymały się ponadto odpowiednie warunki dla wzrostu realnego PKB w strefie euro do poziomu zbliżonego do jego potencjalnych wartości. Jednocześnie stopa inflacji utrzymywała się w czerwcu i lipcu znacznie powyżej 2% i przewidywano, że zarówno w 2006 r., jak i w 2007 r. będzie utrzymywać się średnio powyżej tego poziomu, przy zachowaniu tendencji rosnącego zagrożenia dla tej perspektywy. Biorąc pod uwagę bieżące szybkie tempo wzrostu podaży pieniądza w warunkach i tak już wysokiej płynności, sygnały płynące z analizy monetarnej potwierdziły wyniki analizy ekonomicznej stwierdzające utrzymywanie się rosnącego zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie. Aby ograniczyć te zagrożenia i utrzymać stabilny poziom długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, 3 sierpnia 2006 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o podwyższeniu podstawowych stóp procentowych EBC o kolejnych 25 punktów bazowych. Podkreślono również potrzebę uważnego monitorowania wszystkich zmian, aby w ten sposób zapobiec powstaniu zagrożenia dla stabilności cen.

Na przestrzeni trzeciego kwartału uzyskane dane na temat działalności gospodarczej w strefie euro potwierdziły znaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w poprzednich kwartałach. Zweryfikowane dane wykazują, że w okresie pomiędzy trzecim kwartałem 2005 r. a drugim kwartałem 2006 r. średni wzrost gospodarczy wynosił 0,7%

w ujęciu kwartalnym, co było znacznie powyżej wyników większości obliczeń szacunkowych potencjalnego tempa wzrostu. Ponadto, stopa bezrobocia wykazywała tendencję spadkową, nasileniu uległo tempo wzrostu zatrudnienia, a wynikające z danych ankietowych prognozy dotyczące zatrudnienia były nadal korzystne. Dostępne wskaźniki za trzeci kwartał nadal potwierdzały opinię, zgodnie z którą miał nastąpić dalszy szybki wzrost gospodarczy, chociaż tempo wzrostu byłoby nieco wolniejsze niż bardzo silny wzrost obserwowany w pierwszej połowie roku. Ogólnie rzecz biorąc, utrzymały się warunki pozwalające na szybki wzrost gospodarki strefy euro, w tempie zbliżonym do potencjalnych wartości. Dlatego też w opublikowanych we wrześniu 2006 r. projekcjach ekspertów EBC przedział wzrostu realnego PKB w 2006 r. i 2007 r. został poddany kolejnej korekcie w górę w porównaniu z wcześniejszymi projekcjami ekspertów Eurosystemu, do 2,2%-2,8% w 2006 r. i 1,6%-2,6% w 2007 r., co odzwierciedlało przede wszystkim szybsze niż oczekiwano tempo wzrostu, jakie odnotowano w pierwszej połowie roku.

W lipcu i sierpniu stopa inflacji HICP utrzymała się powyżej 2%, a opublikowane we wrześniu projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC przewidywały, że średnia roczna inflacja wyniesie 2,3%-2,5% w 2006 r. i 1,9%-2,9% w 2007 r. Projekcje te oznaczały korektę w górę, ponieważ przedział przewidywany na rok 2006 został przesunięty do górnych granic przedziału przedstawionego w projekcjach ekspertów Eurosystemu w czerwcu, a przedział na rok 2007 również uległ niewielkiemu podwyższeniu, odzwierciedlając przede wszystkim korektę w górę prognoz dotyczących cen ropy naftowej. Sytuacja ta uległa zmianie, a powodem tej zmiany był znaczny spadek cen ropy naftowej w sierpniu i wrześniu oraz korzystny efekt bazy. W rezultacie począwszy od września stopa inflacji zasadniczej spadła do poniżej 2%. Nadal jednak panowała opinia, że prawdopodobnie pod koniec 2006 r. i na początku 2007 r. inflacja ponownie wzrośnie do powyżej 2%, głównie ze

względu na wyższe podatki pośrednie oraz, w mniejszym stopniu, ze względu na niekorzystny efekt bazy. Rada Prezesów uznała zatem, że prawdopodobne jest wystąpienie znacznych, krótkookresowych wahań rocznej stopy inflacji HICP, ale w 2006 r. i 2007 r. inflacja pozostanie średnio powyżej 2%. Stwierdzono wyraźnie rosnące zagrożenie dla stabilności cen, które zostało potwierdzone w zestawieniu z wynikami analizy monetarnej.

Ogólnie rzecz biorąc wszystkie te zmiany spowodowały, że 5 października 2006 r. Rada Prezesów ponownie podniosła podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Rada pokreśliła, że dalsze wycofywanie się z akomodacyjnej polityki pieniężnej będzie uzasadnione, jeżeli nadal będzie potwierdzał się podstawowy scenariusz zakładany przez Radę.

Uzyskane informacje, w szczególności bardzo dobre wskaźniki otrzymane w wyniku badań ankietowych za czwarty kwartał 2006 r., potwierdziły uzasadnienie decyzji Rady Prezesów o podniesieniu stóp procentowych w październiku. Potwierdziły one również ocenę, według której tempo wzrostu gospodarczego było nadal wysokie. Głównym czynnikiem kształtującym wzrost w trzecim kwartale był popyt krajowy. Taka sytuacja potwierdziła oczekiwany wzrost ożywienia gospodarczego oraz samowystarczalność rozwoju gospodarczego w strefie euro. Jeżeli chodzi o prognozy na 2007 r., utrzymały się warunki pozwalające na szybki wzrost gospodarki strefy euro w tempie zbliżonym do jego potencjału. Wydawało się, że na przełomie roku mogą pojawić się pewne wahania kwartalnych stóp wzrostu wywołane zmianami podatków pośrednich, jednak średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego były nadal korzystne. Perspektywy te zawarte były również w opublikowanych w grudniu 2006 r. projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu, w których dokonana została korekta w górę w porównaniu z projekcjami ekspertów EBC, jakie zostały przedstawione we wrześniu, co odzwierciedlało przede wszystkim założenie niższych cen nośników energii oraz ich wpływu

na poziom realnych dochodów do dyspozycji. Przewidywano, że roczny wzrost realnego PKB wyniesie 1,7%-2,7% w 2007 r. oraz 1,8%-2,8% w 2008 r.

Jeżeli chodzi o zmiany cen, w ostatnim kwartale 2006 r. roczna inflacja HICP utrzymała się poniżej 2%. Z uwagi na korektę w dół założeń dotyczących cen nośników energii, przedział inflacji HICP w 2007 r. w grudniowych projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu był nieco niższy od przedziału przedstawionego w projekcjach ekspertów EBC we wrześniu. Przewidywano, że roczna inflacja HICP wyniesie 1,5%-2,5% w 2007 r. i 1,3%-2,5% w 2008 r. Perspektywy dotyczące zmian cen wciąż podlegały rosnącym zagrożeniom. Ponadto, zestawienie wyników analizy ekonomicznej z wynikami analizy monetarnej nadal potwierdzało opinię o utrzymywaniu się rosnącego zagrożenia dla stabilności cen w średnim i długim okresie.

W związku z tym 7 grudnia 2006 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o podniesieniu podstawowych stóp procentowych EBC o kolejnych 25 punktów bazowych. Rada twierdzi, że także po tej podwyżce polityka pieniężna EBC zachowała swój łagodny charakter, co potwierdza fakt, że podstawowe stopy procentowe EBC pozostały niskie, utrzymał się silny wzrost podaży pieniądza i wzrost kredytów, a poziom płynności pozostał według wszelkich wiarygodnych miar wysoki w strefie euro. Dlatego też Rada przyjęła stanowisko, że zadecydowane działanie w odpowiednim czasie jest uzasadnione, aby zapewnić stabilność cen w średnim okresie. Rada powiadomiła również, że będzie uważnie monitorować wszystkie zmiany sytuacji gospodarczej, aby nie pojawiły się zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie.

2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA

2.1 GLOBALNE ŚRODOWISKO MAKROEKONOMICZNE

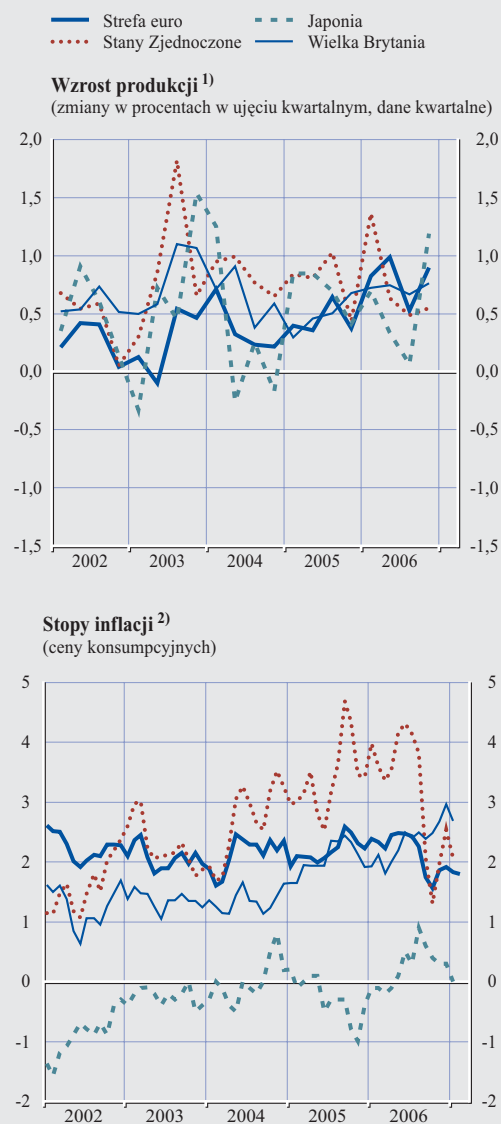
TEMPO WZROSTU GOSPODARKI ŚWIATOWEJ NIECO ZMALAŁO, LECZ UTRZYMAŁO SIĘ NA WYSOKIM POZIOMIE

W 2006 r. trwał szybki rozwój gospodarki światowej, pomimo że stopniowo wytracała ona nieco dynamikę wzrostu. Po silnym wzroście we wszystkich najważniejszych rejonach świata w pierwszych sześciu miesiącach roku, druga jego połowa przyniosła pewne spowolnienie, widoczne szczególnie w USA (zob. wykres 2). Zasadniczo, jednakże, wzrost gospodarki światowej oscylował wokół wartości osiągniętych w 2004 r. i 2005 r., głównie za sprawą korzystnych warunków finansowania, dobrej pozycji dochodowej i dzięki istotnemu polepszeniu wyników finansowych przedsiębiorstw w większości gospodarek światowych. Ponadto, dynamiczny wzrost w niektórych dużych gospodarkach wschodzących, w połączeniu z ożywioną wymianą handlową przyczynił się do silnego tempa globalnej ekspansji. Pomimo że w głównych przemysłowych gospodarkach następowała stabilizacja wzrostu, międzynarodowa nierównowaga zewnętrzna wciąż się powiększała, głównie wskutek nadwyżek w obrocie nośnikami energii odnotowywanych przez kraje – eksporterów ropy naftowej.

Ceny ropy naftowej utrzymały się w 2006 r. na podwyższonym poziomie. Po osiągnięciu najwyższego w historii poziomu USD 78 za baryłkę na początku sierpnia, do grudnia cena ropy naftowej Brent zmniejszyła się do około USD 60 i poziom ten utrzymał się do końca 2005 r. W 2006 r. inflacja podstawowa mierzona wskaźnikiem cen konsumpcyjnych wzrosła latem, a następnie odnotowała spadek, głównie za sprawą zmian cen nośników energii. Ogółem, w 2006 r. w większości krajów wewnętrzna presja inflacyjna pozostała stosunkowo ograniczona. Globalne stopy inflacji ogólnie pozostały na poziomie bardzo zbliżonym do wartości odnotowanych w 2004 r. i 2005 r. Dla krajów OECD roczna stopa inflacji mierzona wskaźnikiem cen konsumpcyjnych wyniosła 2,6% w skali całego

roku, natomiast roczna stopa inflacji z wyłączeniem cen żywności i nośników energii osiągnęła 2,0%.

Wykres 2 Główne zmiany zachodzące w znaczących gospodarkach przemysłowych



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

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

2) Wskaźnik HICP dla strefy euro i Wielkiej Brytanii, a CPI – dla Stanów Zjednoczonych i Japonii.

W 2006 r. w Stanach Zjednoczonych roczna stopa wzrostu realnego PKB dla całego roku utrzymała się na niezmiennym poziomie 3,3%. W ciągu roku, jednakże, tempo wzrostu gospodarczego spadło, przy czym odnotowano wzrost PKB poniżej jego stopy potencjalnej. Spowolnienie aktywności gospodarczej w znacznej mierze wynikało ze zmniejszenia się inwestycji mieszkaniowych, z drugiej jednak strony, nie uległy zakłóceniom wydatki z tytułu spożycia prywatnego. O ile spowolnienie na rynku mieszkaniowym i wysokie ceny nośników energii miały negatywny wpływ na wydatki gospodarstw domowych, o tyle dynamiczny wzrost dochodów z pracy i dogodne warunki finansowania były czynnikami pozytywnymi. Szybki rozwój zaznaczył się w obszarze inwestycji w nieruchomości niemieszkaniowe, czemu sprzyjały dogodne warunki finansowania oraz wysoka rentowność sektora przedsiębiorstw. W 2006 r., dochody netto z wymiany handlowej nie miały żadnego udziału we wzroście gospodarczym.

W porównaniu z 2005 r., w trakcie 2006 r. pogorszył się bilans handlu zagranicznego. Do pogorszenia w największym stopniu przyczyniło się zwiększenie deficytu obrotów towarowych, co odzwierciedlało znaczny wzrost spożycia gospodarstw domowych. Tym niemniej, eksport wykazywał pewne oznaki poprawy, odzwierciedlając się wzrostu gospodarczego osiąganego przez resztę świata, jak również deprecjację realnego efektywnego kursu dolara USA.

Roczny wskaźnik zmian cen konsumpcyjnych CPI w Stanach Zjednoczonych dla całego 2006 r. wyniósł 3,2%. Tempo wzrostu cen konsumpcyjnych zwiększyło swoją dynamikę w pierwszym półroczu ze względu na wysoki stopień wykorzystania zasobów, znaczne podwyżki cen nośników energii i wzrost składnika równowartości kosztów wynajmu nieruchomości przez jej właściciela (ang. *owner-equivalent rent*) w inflacji CPI. Po osiągnięciu rekordowego poziomu w lecie, w późniejszym terminie presje inflacyjne

osłabły, przy czym w grudniu 2006 r. roczna stopa inflacji CPI wyniosła 2,5%. Roczna stopa inflacji z wyłączeniem cen nośników energii i żywności kształtowała się podobnie i we wrześniu 2006 r. osiągnęła najwyższy od 10 lat poziom 2,9%, a następnie uległa stopniowemu ograniczeniu. Niższe stopy inflacji pod koniec roku mogły odzwierciedlać złagodzenie ogólnych presji inflacyjnych wskutek bardziej przytłumionego zagregowanego wzrostu popytu jak również niższych cen nośników energii.

W pierwszym półroczu 2006 r. Federalny Komitet Otwartego Rynku wchodzący w skład Systemu Rezerwy Federalnej (*Federal Open Market Committee* – FOMC) podniósł docelową stopę funduszy federalnych ogółem o 100 punktów bazowych, w czterech etapach po 25 punktów. Posunięcie to podwyższyło docelową stopę funduszy federalnych do 5,25% w dniu 29 czerwca 2006 r. Utrzymując docelową podstawową stopę na niezmiennym poziomie przez resztę roku, Federalny Komitet Otwartego Rynku wielokrotnie zauważał w swoich oświadczeniach, że utrzymywały się pewne ryzyka inflacyjne, chociaż ewentualne zaostrzenie stanowiska w tej kwestii miało być uwarunkowane zmianami perspektyw makroekonomicznych. Jeśli chodzi o politykę fiskalną w Stanach Zjednoczonych, deficyt budżetu federalnego zmniejszył się w roku fiskalnym 2006 w porównaniu z 2005, głównie dzięki wyższym dochodom z podatków od osób fizycznych i przedsiębiorstw. Według szacunków Kongresowego Biura Budżetu (*Congressional Budget Office*), deficyt budżetu federalnego kształtował się na poziomie 1,9% PKB w roku fiskalnym 2006.

W Japonii w 2006 r. utrzymywało się ożywienie wzrostu gospodarczego, przy czym wzrost realnego PKB wyniósł 2,2%, w porównaniu z 1,9% w 2005 r. Wzrost PKB przez trzeci rok z rzędu utrzymał się powyżej poziomu potencjalnego. Aktywności gospodarczej sprzyjał szybki rozwój inwestycji sektora prywatnego w nieruchomości niemieszkaniowe oraz utrzymujące się wysokie tempo eksportu. Dynamika inwestycji w nieruchomości

niemieszkaniowe odzwierciedlała przede wszystkim korzystne warunki finansowania, wzrost zysków sektora przedsiębiorstw oraz bardzo dobre nastroje wśród przedsiębiorców. Ogólnie rzecz biorąc, ożywienie popytu wewnętrznego nie zostało zakłócone, pomimo istotnego spowolnienia wzrostu spożycia prywatnego w 2006 r. w porównaniu z rokiem wcześniejszym. Eksportowi sprzyjały stymulujący wpływ słabszego jena i wzrost popytu na maszyny i urządzenia. Odzwierciedlając lepsze bilanse japońskich banków i odzyskanie przez nie możliwości podejmowania ryzyka, jak też efekty trwającego obecnie ożywienia, w 2006 r. po raz pierwszy od dziesięciu lat nastąpił wzrost akcji kredytowej banków.

W 2006 r. w Japonii obawy dotyczące deflacji uległy złagodzeniu. Roczna stopa zmiany cen konsumpcyjnych ponownie osiągnęła w ciągu roku wartości dodatnie. Inflacja pozostała stłumiona, jednakże zawdzięcza się to stałej presji obniżkowej, szczególnie presji na obniżanie zarobków. Roczny wskaźnik zmiany inflacji CPI dla całego 2005 r. wyniósł 0,3% w porównaniu z -0,3% w 2005 r. W marcu 2006 r. Bank Japonii zaniechał „ilościowego łagodzenia” polityki pieniężnej, stosowanego od marca 2001 r., i w lipcu podwyższył swoją docelową stopę procentową dla niezabezpieczonych wkładów płatnych na żądanie typu „overnight” z zera do 0,25%. W 2006 r. Bank Japonii wycofał nadwyżkę płynności z sektora bankowego, natomiast poziom sald na rachunku obrotów bieżących prowadzonym przez Bank Japonii dla japońskich banków prywatnych znacznie się zmniejszyła, z JPY 31 bilionów w marcu do około JPY 10 bilionów na koniec roku.

We wschodzących gospodarkach azjatyckich w 2006 r. utrzymał się silny wzrost dzięki niezakłóconemu popytowi krajowemu, zwłaszcza w największych gospodarkach regionu i stało się tak pomimo spowolnienia popytu zewnętrznego w drugiej połowie roku. Presje inflacyjne pozostały ograniczone poprzez działania zaostrzające politykę pieniężną, które

objęły większość regionu, a z nastaniem jesieni – przez obniżkę cen ropy naftowej. Zmiany kursów walut miały rozbieżny przebieg: w realnym efektywnym ujęciu, waluty Korei, Tajlandii i Indonezji umocniły się w 2006 r., natomiast waluty pozostałych wschodzących gospodarkach azjatyckich osłabły (np. Specjalny Region Administracyjny Hongkongu, Tajwan – Republika Chińska) lub nie uległy większym zmianom (Chińska Republika Ludowa, Indie i Malezja). Jednocześnie, w kilku gospodarkach regionu rezerwy walutowe nadal rosły.

W Chinach w 2006 r. utrzymał się silny wzrost gospodarczy. Aktywność gospodarcza zintensyfikowała się w pierwszym półroczu w ślad za ożywieniem w sektorze przetwórstwa przemysłowego, nieruchomości i inwestycji samorządowych w powiązaniu z silnym eksportem. W drugim półroczu 2006 r. wskutek zaostrzenia polityki pieniężnej – również za pomocą posunięć administracyjnych – inwestycje w środki trwałe i wzrost wartości dodanej przemysłu uległy pewnemu ograniczeniu, ale niemalże nie wpłynęło to na wzrost PKB ogółem. Presje inflacyjne pozostały na niskim poziomie, ale wzrosły się pod koniec roku. Po wprowadzeniu w 2005 r. bardziej płynnego kursu walutowego, chińska waluta – renminbi – w 2006 r. nadal podlegała stopniowej, ale stałej, aprecjacji w stosunku do dolara USA, słabła jednak w stosunku do euro. Nadwyżka na rachunku obrotów bieżących przekroczyła poprzedni rekordowy poziom z 2005 r., przyczyniając się do zwiększenia rezerw walutowych Chin, które łącznie osiągnęły wielkość ponad USD 1 biliona.

W Ameryce Łacińskiej, utrzymywał się dynamiczny wzrost gospodarczy, czemu sprzyjało wciąż korzystne środowisko zewnętrzne (w tym wysokie ceny surowców eksportowanych z regionu) i ożywiony popyt krajowy. Spośród głównych gospodarek Ameryki Łacińskiej, Argentyna nadal odnotowywała wysokie realne tempo wzrostu gospodarczego, chociaż utrzymująca się wysoka inflacja stanowiła wyzwanie dla władz

kraju. Tempo wzrostu gospodarczego głównych gospodarek regionu, Brazylii i Meksyku, było bardziej umiarkowane, aczkolwiek nadal dynamiczne, szczególnie w tym ostatnim kraju, natomiast inflacja była ograniczona. Wiele gospodarek Ameryki Łacińskiej dalej korzystało z łagodnych warunków międzynarodowego finansowania, aby angażować się w aktywne operacje zarządzania zadłużeniem, częściowo poprzez bezwarunkowe transakcje wykupu (ang. *outright buybacks*), transakcje swap, w celu zmniejszenia kosztów obsługi zadłużenia i poprawić strukturę terminów zapadalności. W powiązaniu z polepszeniem fundamentów gospodarczych, pomogło to przyczynić się do dalszego zmniejszenia ryzyk finansowych w regionie.

KSZTAŁTOWANIE SIĘ CEN SUROWCÓW W 2006 R.

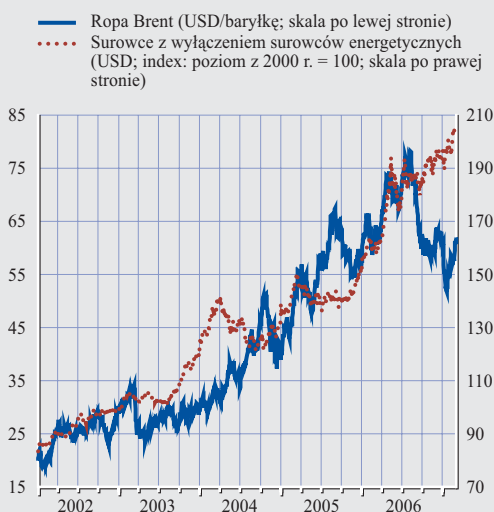
Przez większość 2006 r. ceny ropy naftowej gwałtownie rosły (zob. wykres 3), przy czym z początku sierpnia cena ropy naftowej Brent osiągnęła historyczne maksimum USD 78 za baryłkę (około 35% więcej niż na początku roku). Z drugiej strony, w późniejszym okresie znacznie się zmniejszyły i ulegając znacznym wahaniom pod koniec roku osiągnęły USD 61. W 2006 r. średnia cena ropy naftowej Brent

wyniosła USD 65, tj. ok. 20% powyżej średniej z poprzedniego roku.

Wzrost globalnego zapotrzebowania na ropę naftową, który ograniczył moce przerobowe w łańcuchu dostaw ropy naftowej od połowy 2003 r., nieco osłabł w 2006 r. w porównaniu z poprzednimi latami. Wynikało to głównie ze zmniejszenia popytu na ropę naftową ze strony krajów OECD, co zrównoważyło wzrost zapotrzebowania ze strony krajów spoza OECD, w szczególności Chin. Na ceny wpływały jednak inne czynniki, które pojawiły się po stronie podaży. W szczególności, gwałtowny wzrost cen ropy na przestrzeni pierwszych siedmiu miesięcy odzwierciedlał przede wszystkim zakłócenia podaży i podwyższone obawy dotyczące bezpieczeństwa przyszłych dostaw ropy w chwili, kiedy sytuacja na rynku ropy była już i tak napięta. Obawy wzmacniały trwające napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie – w szczególności w związku z kryzysem wokół irańskiego programu atomowego i wybuchem walk pomiędzy Izraelem a Libanem.

Po osiągnięciu na początku sierpnia szczytowej wartości, ceny ropy naftowej znacznie spadły, tak jak zmniejszające się zagrożenie huraganem w Zatoce Meksykańskiej, istotne złagodzenie napięć geopolitycznych i tych związanych z obrotem ropą naftową osłabiły nieco presję na rynkach. Spadek cen skłonił Organizację Państw Eksporterów Ropy Naftowej (OPEC) do ogłoszenia w październiku, że od listopada dzienne wydobycie zostanie obniżone o 1,2 miliona baryłek, za czym poszła podjęta w grudniu decyzja o dalszym ograniczeniu o 0,5 miliona baryłek dziennie ze skutkiem od lutego 2007 r. Jednakże nadzwyczaj łagodny początek zimy na większości obszaru północnej półkuli, który wpłynął na obniżenie popytu na paliwa opałowe oraz ograniczone wykonanie przez OPEC zapowiedzianej obniżki wywarły pewien wpływ na obniżenie cen pod koniec 2006 r., a zwłaszcza na początku stycznia 2007 r. W drugiej połowie stycznia ponownie zaczęły rosnąć ceny, co odzwierciedlało zimniejszą pogodę na obszarze północnej półkuli

Wykres 3 Ważniejsze zmiany wskaźników na rynkach surowców



Źródła: Bloomberg i Hamburgski Instytut Gospodarki Światowej.

i wynikły z tego wzrost popytu, niższą podaż ze strony krajów OECD i zwiększone napięcie.

Ceny surowców z wyłączeniem nośników energii, ulegając pewnym wahaniom, znacznie wzrosły na przestrzeni 2006 r. Ceny surowców z wyłączeniem nośników energii, mierzone zagregowanym indeksem Hamburskiego Instytutu Gospodarki Światowej (HWWE) (zob. wykres 3), gwałtownie wzrosły, głównie z powodu wyższej cen metali. Ugruntowany popyt ze strony wschodzących gospodarek azjatyckich, szczególnie Chin, wysokie ceny nośników energii, ograniczony wzrost produkcji i niskie poziomy zapasów spowodowały dalszy wzrost cen większości metali przemysłowych. Po osiągnięciu rekordowego poziomu w maju, ceny surowców z wyłączeniem nośników energii, nieco spadły lecz pozostają na podwyższonym – z perspektywy historycznej – poziomie. Wyższe cen surowców rolnych także przyczyniły się do wywindowania wskaźnika cen surowców z wyłączeniem nośników energii pod koniec roku. Ceny surowców z wyłączeniem nośników energii (wyrażone w dolarach USA) w ujęciu zagregowanym zwiększyły się w 2006 r. średnio o około 26% w stosunku do ubiegłego roku. Na początku 2007 r. ceny surowców z wyłączeniem nośników energii nadal rosły, przy czym ogólny wskaźnik cen pobił nowy rekord wysokości w ujęciu nominalnym pod koniec lutego.

2.2 KIERUNKI ROZWOJU SYTUACJI MONETARNEJ I FINANSOWEJ

DALSZE PRZYSPIESZENIE WZROSTU M3, GŁÓWNIE DZIĘKI NISKIM STOPOM PROCENTOWYM I OŻYWIENIU GOSPODARCZEMU

W 2006 r. utrzymał się wzrost podaży pieniądza, osiągając pod koniec roku najwyższy poziom rocznego wskaźnika od czasu rozpoczęcia trzeciego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej. Silny wzrost M3 wynikał głównie z niskiego poziomu stóp procentowych oraz silnego ożywienia gospodarczego w strefie euro, które sprzyjały także dynamicznemu wzrostowi akcji kredytowej w sektorze prywatnym.

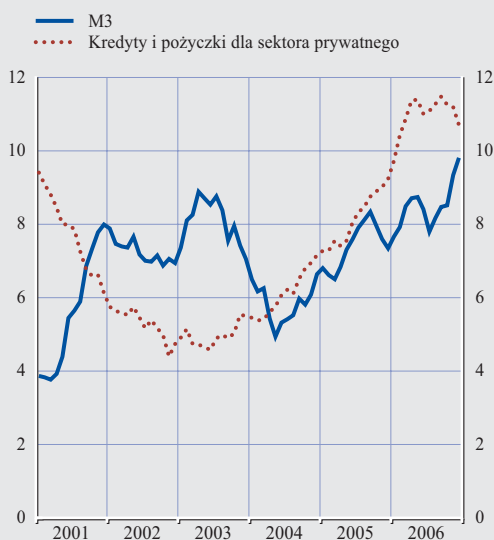
Jednocześnie, w ciągu roku wzrost stóp procentowych zaczął oddziaływać na sytuację monetarną, głównie jednak przez zastępowanie jedynych składników M3 innymi, raczej niż przez ograniczenie wzrostu M3 ogółem. Ogólnie wydaje się, że utrzymujące się przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza przyczyniło się do jeszcze większej nadpłynności i w połączeniu z dużym wzrostem akcji kredytowej ujawniło rosnące zagrożenia stabilności cen w średnim i długim okresie.

Po spadku w czwartym kwartale 2005 r., wzrost M3 przyspieszył w pierwszych miesiącach 2006 r., a jego roczna stopa wyniosła 8,6% w drugim kwartale 2006 r. Roczny wzrost M3 przejściowo osłabł w trzecim kwartale, aby w czwartym kwartale 2006 r. ponownie zwiększyć się do 9%. Grudniowa wartość 9,8% stanowiła najwyższą roczną stopę wzrostu odnotowaną od czasu rozpoczęcia trzeciego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej. Ogólnie rzecz biorąc, roczny wzrost M3 w 2006 r. podlegał dość znacznym wahaniom. Duża zmienność uwiódrczniła się też w krótkoterminowej dynamice M3 (tj. jednomiesięcznej, trzymiesięcznej i sześciomiesięcznej stopie wzrostu M3 w ujęciu rocznym), z czego można wnioskować, że zmienność rocznego wskaźnika nie wiązała się głównie z efektami bazy.

W składnikach M3 w pierwszym półroczu 2006 r., tak jak i w 2005 r., największy udział w rocznym wzroście M3 miała ekspansja depozytów bieżących (typu *overnight*) ujętych w wąskim agregacie monetarnym M1. Z kolei, w drugim półroczu 2006 r., do wzrostu przyczyniły się głównie depozyty terminowe (ujęte w szerszym agregacie monetarnym M2, ale nie w M1). Jeżeli chodzi o czynniki kreacji M3, silna ekspansja monetarna w 2006 r. była stymulowana dynamicznym wzrostem akcji kredytowej monetarnych instytucji finansowych dla sektora prywatnego, która jednak zaczęła nieco słabnąć pod koniec roku. Jednocześnie silne spadki w pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF, obserwowane do końca 2005 r., zanikły w pierwszych miesiącach

Wykres 4 M3 a kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego

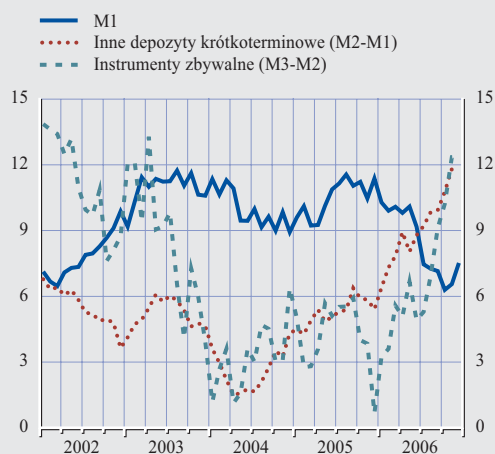
(roczne zmiany w procentach; skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Wykres 5 Główne składniki M3

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



Źródło: EBC.

2006 r. Pod koniec roku zanotowano znaczne zwężki przepływów aktywów zagranicznych netto, które – jak się wydaje – przyczyniły się do dalszego wzrostu rocznej dynamiki M3.

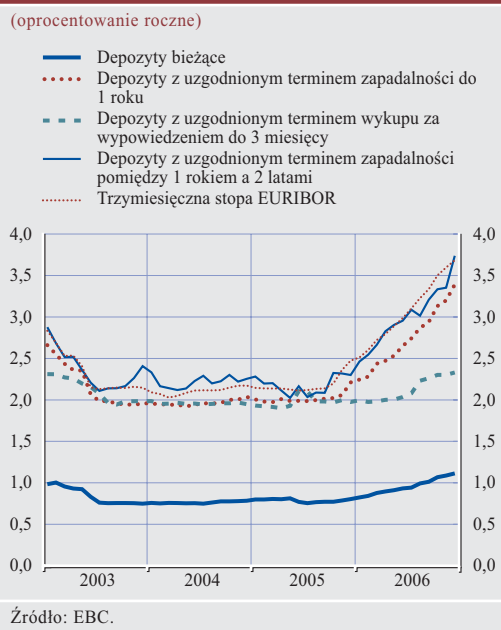
Ogólnie rozwój sytuacji w 2006 r. wskazuje, że głównymi czynnikami obserwowanego dynamicznego wzrostu podaży pieniądza były stopy procentowe i siła wzrostu gospodarczego w strefie euro. Dynamiczny rozwój sytuacji można postrzegać jako kontynuację zwykłych tendencji wzrostu podaży pieniądza obserwowanego od połowy 2004 r., który odzwierciedlał stały wzrost rocznej stopy ekspansji kredytowej dla sektora prywatnego (zob. wykres 4). Oznacza to, że silny wzrost M3 w ostatnich latach, w tym w 2006 r., jest uwarunkowany innymi czynnikami niż w okresie pomiędzy 2001 r. a początkiem 2003 r. W tym drugim przypadku, przesunięcia w obrębie portfela w kierunku aktywów pieniężnych, wynikające z podwyższonej niepewności geopolitycznej, gospodarczej i finansowej w tamtym okresie, stanowiły główny czynnik stymulujący tempo wzrostu

podaż pieniądza, natomiast wzrost kredytów dla sektora prywatnego był nadal niewielki. W świetle powyższego, siła obecnego wzrostu M3 może stanowić większy problem w szacowaniu ryzyka dla stabilności cen niż wzrost, który nastąpił pomiędzy 2001 r. a początkiem 2003 r.

ODMIENNE TENDENCJE KSZTAŁTOWANIA SIĘ GŁÓWNYCH SKŁADNIKÓW M3

W przypadku składników, pomimo niewielkiego wzrostu pod koniec roku, roczna stopa wzrostu M1 w 2006 r. wykazała znaczny spadek, z 10,3% w styczniu do 7,5% w grudniu (zob. wykres 5). Choć pod koniec 2006 r. jej udział w rocznym wzroście M3 zmniejszył się do 3,5 punktów procentowych, utrzymał się on na znaczącym poziomie. W płynnych aktywach zawartych w M1, roczna stopa wzrostu zasobów pieniądza gotówkowego w obiegu wyniosła 11,1% w grudniu, co oznaczało spadek z poziomu 13,5% w styczniu, zgodnie z oczekiwanym rozciągnięciem w czasie procesu dostosowania zasobów banknotów i monet po przejściu na walutę euro w styczniu 2002 r.

Wykres 6 Krótkoterminowe stopy procentowe dla depozytów i instrumentów zbywalnych



Z drugiej jednak strony, głównym czynnikiem determinującym znaczny spadek dynamiki M1, szczególnie w drugim półroczu, był zdecydowanie niższy wzrost depozytów bieżących w ujęciu rocznym, który w styczniu 2006 r. kształtował się na poziomie 9,7%, a w grudniu 2006 r. osiągnął 6,9%.

Dla porównania, roczna stopa wzrostu depozytów krótkoterminowych innych niż depozyty bieżące (M2-M1) znacznie wzrosła w ciągu 2006 r., z 6,4% w styczniu do 11,8% w grudniu. Na koniec 2006 r. udział tych depozytów krótkoterminowych w rocznym wzroście M3 zwiększył się do 4,3 punktów procentowych, przez co stały się głównym czynnikiem kształtującym ten wzrost. Większy udział depozytów krótkoterminowych z nawiązką zrównoważył mniejsze uczestnictwo M1 i odzwierciedlał znaczne podniesienie rocznej stopy wzrostu depozytów krótkoterminowych (tzn. depozytów o ustalonym terminie zapadalności do dwóch lat włącznie), która zwiększyła się o 27,3% w ciągu roku, licząc do grudnia, co stanowiło zdecydowanie

najwyższy wzrost tego składnika M3 od rozpoczęcia szeregu w 1998 r. Z drugiej jednak strony, 2006 r. przyniósł znaczny spadek rocznej stopy wzrostu krótkoterminowych depozytów oszczędnościowych (tzn. depozytów z okresem wypowiedzenia do trzech miesięcy).

Rozbieżne kształtowanie się dynamiki depozytów krótkoterminowych wchodzących w skład M3 w 2006 r. można było w dużym stopniu wytłumaczyć zwiększaniem się rozpiętości oprocentowania pomiędzy depozytami terminowymi (które wzrosło zasadniczo zgodnie ze stopami procentowymi rynku pieniężnego od końca 2005 r.) a depozytami bieżącymi (które zasadniczo zgodnie z tendencjami historycznymi, reagowały wolniej i w sposób bardziej umiarkowany na podwyżki stóp rynkowych) (zob. wykres 6). Spowodowało to odwrót od depozytów bieżących w kierunku depozytów terminowych, co zmniejszyło wzrost M1 przy małym wpływie na wzrost M3 ogółem. Ujmując całościowo, powyższe zjawiska pokazały, że podwyżki kluczowych stóp procentowych EBC od grudnia 2005 r. wywarły znaczny wpływ na kształtowanie się sytuacji monetarnej w 2006 r., głównie jednak przez zastępowanie składników M3, a nie przez ograniczenie wzrostu M3 ogółem.

Roczny wskaźnik wzrostu instrumentów zbywalnych (M3-M2) także znacznie wzrósł w 2006 r., z poziomu 3,2% w styczniu do 12,4% w grudniu (zob. wykres 5). Wskutek tego udział instrumentów zbywalnych w rocznym wzroście M3 znacznie się zwiększył do 1,7 punktów procentowych na koniec 2006 r., chociaż złożyły się na to bardzo różne zmiany poszczególnych składników. Roczny wzrost udziałów/jednostek funduszy rynku pieniężnego przyjął niewielkie wartości ujemne w pierwszym półroczu 2006 r., a następnie wartości dodatnie w drugiej połowie roku. Ugruntowanie wzrostu udziałów/jednostek funduszy rynku pieniężnego na przestrzeni roku mogło odzwierciedlać częściową normalizację popytu na te instrumenty po okresie nadzwyczaj niskiego wzrostu, w miarę jak tendencje przesunąć portfelowych

(które przyczyniły się do powstania nadwyżek zasobów tych aktywów pomiędzy 2001 r. a początkiem 2003 r. w okresie podwyższonej niepewności gospodarczej i finansowej) uległy odwróceniu, a inwestorzy skierowali się ku bardziej płynnym instrumentom.

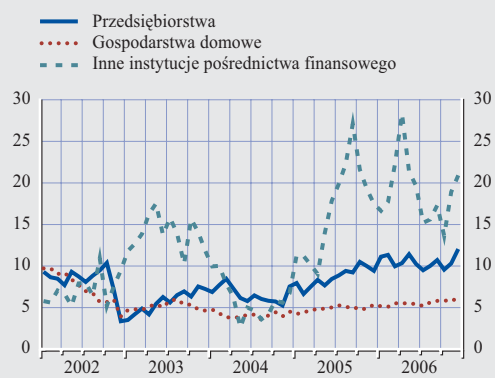
W 2006 r. popyt na dłużne papiery wartościowe z okresem zapadalności do 2 lat gwałtownie wzrósł – stanowiły one największą część udziału, jaki miały instrumenty zbywalne w rocznym wzroście M3. Podwyższone stopy wzrostu tych krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych częściowo wiązały się z podwyżkami krótkoterminowych stóp procentowych w ciągu roku. Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe są w znacznej mierze emitowane z oprocentowaniem zmiennym, dzięki czemu inwestorzy mogą korzystać z podwyżek stóp procentowych jeszcze przed terminem zapadalności instrumentu¹. Roczny wzrost umów z przyrzeczeniem odkupu także się nieco zwiększył pomiędzy pierwszym a drugim półroczem 2006 r. i podlegał znacznej zmienności w krótkim okresie.

Podział sektorowy depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu (tzn. najszersza agregacja składników M3, dla której dostępna jest rzetelna informacja sektorowa) wskazuje, że gospodarstwa domowe utrzymały największy udział w silnym wzroście podaży pieniądza w 2006 r. Odzwierciedla to znaczny udział sektora gospodarstw domowych w zasobach depozytów krótkoterminowych ogółem. Roczny wskaźnik wzrostu zasobów pieniężnych gospodarstw domowych utrzymał stałą tendencję wzrostową od początku 2004 r., pomimo wysokiego zwrotu z konkurencyjnych aktywów (takich jak papiery udziałowe i nieruchomości mieszkaniowe) na przestrzeni ostatnich lat (zob. wykres 7), ale pozostał na znacznie niższym poziomie niż wskaźniki wzrostu pozostałych prywatnych sektorów finansowych.

W 2006 r. roczna stopa wzrostu zasobów finansowych sektora przedsiębiorstw zbliżała się

Wykres 7 Depozyty wg sektorów

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



Źródło: EBC.

Uwagi: Sektor podmiotów sprawozdawczych obejmuje MIF, nie obejmuje Eurosystemu ani instytucji rządowych szczebla centralnego (poczta, Skarb Państwa).

do 10%, mając około dwudziestopięcioprocentowy udział w dynamicznym wzroście depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu. Wysoka dochodowość, dynamiczne inwestycje sektora przedsiębiorstw oraz duża liczba przejęć i fuzji stanowiły główne czynniki leżące u podstaw silnego popytu przedsiębiorstw na aktywa płynne².

Stosunkowo wysoki stopień zmienności, jakiej w 2006 r. podlegał wzrost M3 ogółem, wynikał głównie ze zmian w zasobach depozytów będących w posiadaniu niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego innych niż fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne („innego pośrednika finansowego” lub sektora OFI). Na przestrzeni ostatniej dekady znacznie zwiększyło się znaczenie innych pośredników finansowych jako posiadaczy aktywów pieniężnych. Zjawisko to jest powiązane z finansową deregulacją i liberalizacją oraz z towarzyszącym rozwojem głębszych i bardziej

1 Więcej informacji znajduje się w ramce zatytułowanej *Developments in short term debt securities within M3* w Biuletynie Miesięcznym EBC ze stycznia 2007 r.

2 Zob. też rozdział zatytułowany *Sectoral money holding: determinants and recent developments* w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2006 r.

płynnych rynków papierów wartościowych. Wzrost znaczenia sektora OFI szczególnie uwidacznia się od połowy 2004 r. (zob. ramka 1, w której omówiono zwiększoną rolę sektora OFI w kształtowaniu dynamiki podaży pieniądza).

Ramka 1

ROLA INNYCH POŚREDNIKÓW FINANSOWYCH W DYNAMICE PODAŻY PIENIĄDZA

Rola środków utrzymywanych przez niemonetarne instytucje pośrednictwa finansowego znacznie wzrosła w analizie rozwoju sytuacji monetarnej w ostatniej dekadzie¹. Jest to szczególnie widoczne w sektorze „innych pośredników finansowych” (OFI), tzn. niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego innych niż instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne. Po części, zwiększone znaczenie tego sektora w analizie monetarnej odzwierciedla innowacje i liberalizację finansową oraz towarzyszący im rozwój większych i bardziej płynnych rynków papierów wartościowych. Rosnące znaczenie sektora OFI jest szczególnie widoczne od połowy 2004 r., co znajduje odzwierciedlenie w jego udziale w rocznej stopie wzrostu depozytów krótkoterminowych wliczając w to umowy z przyrzeczeniem odkupu (poniżej zwanych depozytami M3) – które stanowią największą agregację składników M3, dla których dostępna jest informacja sektorowa. W 2006 r. udział sektora OFI w 8,1% średniej rocznej stopie wzrostu wyniósł 1,8 punktów procentowych. W tym kontekście w niniejszej ramce uwzględniono rolę innych pośredników finansowych w rozwoju sytuacji monetarnej w ciągu ostatnich kilku lat.

Charakterystyka sektora OFI i jego zapotrzebowanie na pieniądź

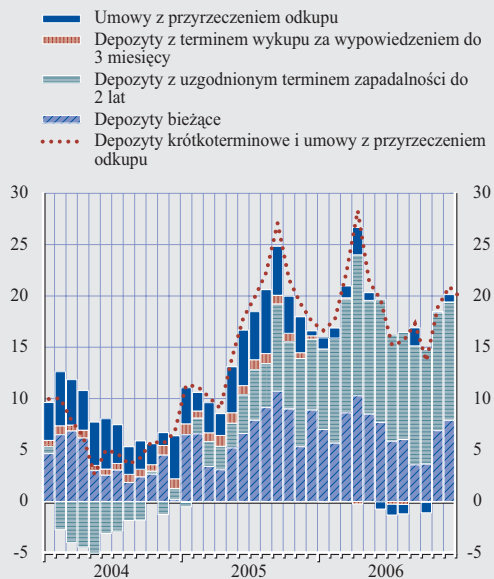
Inni pośrednicy finansowi zazwyczaj świadczą usługi finansowe na rzecz gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz/lub prowadzą działalność na rynkach finansowych w swoim własnym imieniu. Do sektora OFI zaliczane są też instytucje stworzone przez monetarne instytucje finansowe w celu ułatwienia sekurytyzacji kredytów ujętych się w bilansie tych instytucji. Sektor OFI jest zatem niejednorodny i składa się z wielu bardzo różnych podmiotów, takich jak fundusze inwestycyjne, przedsiębiorstwa prowadzące działalność kredytową, leasingową i faktoringową, spółki specjalnego przeznaczenia (ang. *financial vehicle corporations*) oraz maklerzy papierów wartościowych i instrumentów pochodnych. Ta niejednorodność ma swoje następstwa w relacjach finansowych między innymi pośrednikami finansowymi a monetarnymi instytucjami finansowymi, a zatem w dystrybucji środków utrzymywanych w sektorze OFI. Podczas gdy firmy leasingowe są zazwyczaj pożyczkobiorcami netto z sektora MIF, fundusze inwestycyjne i firmy faktoringowe najczęściej są deponentami. W przypadku innych instytucji należących do sektora OFI, takich jak spółki specjalnego przeznaczenia, ich pozycja netto w stosunku do instytucji z sektora MIF nie jest tak oczywista.

Zapotrzebowanie innych pośredników finansowych na pieniądź wydaje się odzwierciedlać pobytki portfelowe i stąd jest zdeterminowane przez względne stopy zwrotu oferowane na inwestycje w pieniądź, obligacje, akcje i środki trwałe (takie jak kapitał fizyczny, towary i ziemia). Ponadto, zapotrzebowanie na pieniądź związane z transakcjami instytucji OFI jest najczęściej ściśle związane z potrzebą rozliczenia transakcji finansowych, a nie z zakupem towarów czy usług.

¹ Zob. artykuł zatytułowany „Sectoral money holding: determinants and recent developments” w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2006 r.

Wykres A Depozyty krótkoterminowe oraz umowy z przyrzeczeniem odkupu innych niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego

(roczne zmiany w procentach; udziały w punktach procentowych; nie skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe)

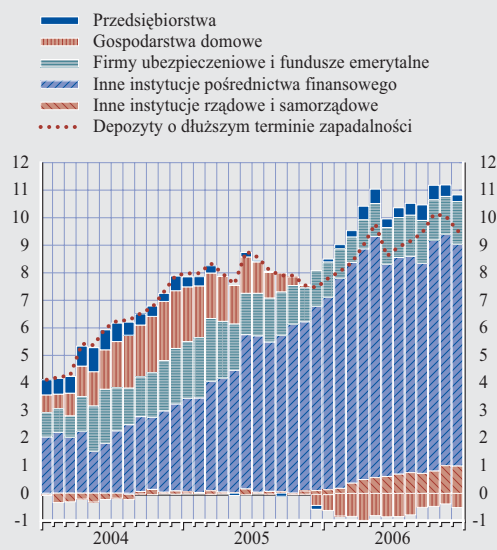


Źródło: EBC.

Uwagi: Sektor podmiotów sprawozdawczych obejmuje MIF, nie obejmuje Eurosystemu. Udziały mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.

Wykres B Depozyty o dłuższym terminie zapadalności w podziale wg sektorów

(roczne zmiany w procentach; udziały w punktach procentowych; nie skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Uwagi: Sektor podmiotów sprawozdawczych obejmuje MIF, nie obejmuje Eurosystemu. Udziały mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.

Depozyty i kredyty MIF utrzymywane przez innych pośredników finansowych

Aby ocenić sposób w jaki charakter instytucji OFI i motywy utrzymywania przez nie środków finansowych wpływają na rozwój sytuacji finansowej, warto przyjrzeć się ich udziałowi w ewolucji składników M3 (depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu) i czynników kreacji M3 (depozytów długoterminowych i kredytów MIF).

Analiza składników M3 ujawnia, że bliskie powiązanie pomiędzy depozytami innych pośredników finansowych a kształtowaniem się rynku kapitałowego znajduje swoje odzwierciedlenie w znaczącym udziale umów z przyrzeczeniem odkupu w ogólnej puli depozytów M3 w ich posiadaniu. Umowy z przyrzeczeniem odkupu stanowią około jedną czwartą wszystkich depozytów w posiadaniu OFI, co jest znacznie większym udziałem tej kategorii niż w przypadku prywatnego sektora niefinansowego. Transakcje z przyrzeczeniem odkupu są przeprowadzane w celu udzielenia pożyczki w postaci papierów wartościowych i/lub zapewnienia płynności. Wiele strategii stosowanych we współczesnej inżynierii finansowej przez inwestorów instytucjonalnych byłoby trudnych do przeprowadzenia bez ich zastosowania.

Jednakże znaczący udział umów repo w rocznej stopie wzrostu depozytów M3 utrzymywanych przez instytucje sektora OFI w 2005 r. (zob. wykres A) odzwierciedla także, po części, przeniesienie ciężaru operacji rynku pieniężnego instytucji kredytowych z bezpośrednich rozliczeń międzybankowych na platformy elektroniczne. Kilka z tych platform jest obsługiwanych przez izby rozliczeniowe papierów wartościowych i z tej racji stanowią część

sektora OFI². Z punktu widzenia gospodarki, transakcje uprzednio przeprowadzane na rynku pozagiełdowym pomiędzy instytucjami sektora MIF, a obecnie za pośrednictwem platformy należącej do OFI, pozostają częścią obrotu międzybankowego. Z drugiej jednak strony, w ujęciu statystycznym, operacje te generują w skonsolidowanym bilansie MIF należności i zobowiązania w stosunku do sektora OFI, w tym także pozycje, które przyczyniają się do wzrostu agregatu M3. Przy ocenianiu skutków wzrostu podaży pieniądza na sytuację makroekonomiczną należy oczywiście uwzględnić korektę o tego rodzaju zniekształcenia.

W ostatnim okresie depozyty M3 sektora OFI były w większym stopniu kształtowane przez depozyty krótkoterminowe (tzn. depozyty z uzgodnionym terminem zapadalności do dwóch lat). Trend ten jest także widoczny w przypadku depozytów prywatnego sektora niefinansowego i prawdopodobnie odzwierciedla przesunięcie funduszy z niskodochodowych depozytów bieżących typu *overnight* w stronę coraz lepiej oprocentowanych depozytów krótkoterminowych o niewiele dłuższym terminie zapadalności. W przypadku OFI istnieją dowody na to, że wzrost tych depozytów może mieć związek z oczekiwaniem przez MIF na wprowadzenie zasad Nowej Umowy Kapitałowej „Bazylea II”, w tym sensie, że MIF przeprowadzały dodatkową sekurytyzację syntetyczną za pośrednictwem spółek specjalnego przeznaczenia, które podczas transakcji lokowały fundusze jako depozyty terminowe.

Jeśli chodzi o czynniki kreacji M3, wzrost depozytów OFI miał największy udział w rocznym wzroście długoterminowych depozytów MFI (około 90% w 2006 r., zob. wykres B), co wyjaśnia znaczącą rolę zmian w długoterminowych zobowiązaniach finansowych sektora MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw), na które składają się dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez MIF z terminem zapadalności powyżej dwóch lat oraz depozyty z uzgodnionym terminem zapadalności powyżej dwóch lat lub depozyty z terminem wykupu za wypowiedzeniem powyżej trzech miesięcy. Silny wzrost depozytów długoterminowych odzwierciedla czynniki związane ze zmianami charakteru pośrednictwa finansowego.

Przykładem takich czynników jest stosowanie na coraz większą skalę sekurytyzacji, czyli procesu, w którym podstawową rolę odgrywają spółki specjalnego przeznaczenia. W przypadku, gdy sekurytyzowany kredyt zostanie usunięty z bilansu MIF i przeniesiony do bilansu spółki specjalnego przeznaczenia (tzn. kiedy ma miejsce sekurytyzacja oparta na definitywnej sprzedaży), działanie to zwykle nie ma bezpośredniego wpływu na zmianę długoterminowych zobowiązań finansowych MIF. Jednak w przypadku, gdy sekurytyzowany kredyt pozostaje w bilansie MIF (tzw. sekurytyzacja syntetyczna), ryzyko zostaje przeniesione na spółkę celową, która emituje papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach i uzyskane z tego tytułu wpływy inwestuje zazwyczaj w bezpieczne aktywa, najczęściej długoterminowe depozyty lub długoterminowe dłużne papiery wartościowe MIF (dla których niedostępna jest informacja sektorowa)³. Zachodzące w ostatnich latach zmiany regulacyjne, na przykład związane z wprowadzeniem Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, oraz zmiany podatkowe w strefie euro zachęciły sektor MIF do częstszego przeprowadzania sekurytyzacji syntetycznej, co skutkowało wzrostem długoterminowych zobowiązań finansowych MIF utrzymywanych przez instytucje OFI.

² Zob. Deutsche Bundesbank, Raport Miesięczny, listopad 2005.

³ To, czy w efekcie będzie to miało wpływ netto na agregaty monetarne zależy od tego, kto zostanie nabywcą papieru wartościowego zabezpieczonego na aktywach i w jaki sposób ten zakup zostanie sfinansowany. Na przykład, jeśli zakupu tego rodzaju papieru wartościowego dokonuje niezidentyfikowany inwestor, w pierwszej kolejności spowoduje to wzrost depozytów sektora OFI i poprawę pozycji aktywów zagranicznych netto MIF. Jeśli jednak zakupu papieru zabezpieczonego na aktywach dokonuje na przykład instytucja ubezpieczeniowa, finansując ten zakup depozytami krótkoterminowymi, a spółka celowa przechowuje środki w formie bezpiecznych aktywów o dużej płynności, wpływ na wzrost agregatu pieniężnego będzie obojętny.

Jeśli chodzi o czynniki kreacji, instytucje sektora OFI mają również wpływ na sytuację monetarną, kształtując popyt na kredyty i pożyczki. Udział OFI w rocznym wzroście kredytów i pożyczek dla sektora prywatnego wzrósł z 0,5 punktu procentowego w połowie 2004 r. do 1,25 punktu procentowego pod koniec 2006 r. Popyt OFI na kredyty i pożyczki koncentrował się przede wszystkim na kredytach o terminie zapadalności poniżej jednego roku, a w mniejszym stopniu dotyczył terminów zapadalności powyżej pięciu lat (zob. wykres C). Krótkoterminowy charakter zaciąganych przez OFI kredytów i pożyczek wskazuje, że po części ten rodzaj zadłużenia miał służyć uzupełnieniu luki finansowej. Na przykład w procesie sekurytyzacji syntetycznej tego rodzaju krótkoterminowe kredyty i pożyczki mogą zostać wykorzystane w celu zbilansowania przepływów pieniężnych w okresie pomiędzy kupnem aktywów a zakończeniem procesu finansowania długoterminowego. Drugie źródło silnego popytu OFI na kredyty krótkoterminowe pojawiło się w efekcie migracji bezpośredniego obrotu międzybankowego w stronę elektronicznych platform wymiany handlowej. Skutkiem wprowadzenia elektronicznej platformy wymiany handlowej jest podział operacji repo na dwie niezależne transakcje: pierwotną umowę z przyrzeczeniem odkupu oraz transakcję kompensacyjną (transakcje zakupu z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu), która jest w rzeczywistości krótkoterminowym kredytem udzielonym przez MIF dla platformy wymiany handlowej.

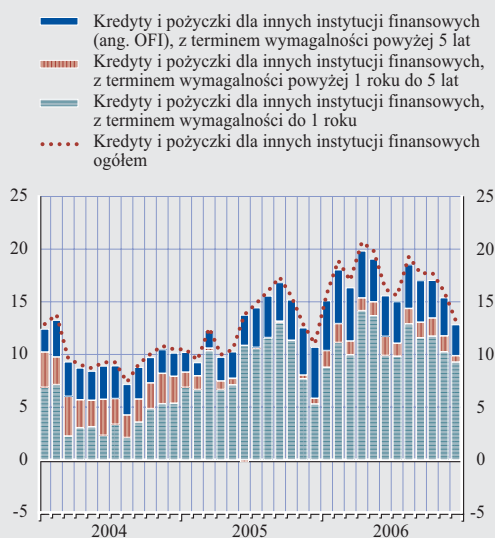
Popyt OFI na kredyty długoterminowe jest prawdopodobnie odzwierciedleniem działań korporacji finansowych udzielających kredytów dla sektora przedsiębiorstw, chociaż w niektórych przypadkach biorące udział w procesie sekurytyzacji spółki celowe mogły również zaciągać kredyty o terminach zapadalności powyżej pięciu lat.

Wpływ aktywów pieniężnych OFI na zagrożenie dla stabilności cen

Aktywa pieniężne OFI mają zazwyczaj inny charakter niż te, które znajdują się w posiadaniu gospodarstw domowych lub przedsiębiorstw. Dlatego ich wpływ na wzrost gospodarczy i zmiany cen może być mniej oczywisty. Sektor OFI nie może zostać jednak zupełnie wykluczony z analizy ryzyka inflacyjnego wiążącego się z sytuacją monetarną, z uwagi na fakt, że OFI, poprzez swoje powiązania finansowe z innymi sektorami, mają wpływ na rozwój gospodarki, dając przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym możliwość zmodyfikowania swojego zachowania w zakresie wydatków i oszczędności. W tym kontekście aktywa pieniężne OFI będą prawdopodobnie zawierać informacje, które są istotne w średnim i długim okresie,

Wykres C Kredyty i pożyczki MIF dla innych niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego

(roczne zmiany w procentach; udziały w punktach procentowych; nie skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Uwaga: Udziały mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.

a które mogłyby zostać pominięte w przypadku przeprowadzenia analizy sektora finansowego bez uwzględnienia tej grupy.

Treść informacji zawartych w agregatach pieniężnych opiera się na tym, że informacje te swoim zakresem obejmują złożony proces wzajemnego zastępowania szerokiej gamy aktywów, który wywiera wpływ na niemożliwą do zaobserwowania płynność i premie za ryzyko. Premie te mają wpływ na zdolność gospodarstw i przedsiębiorstw do zaciągania i udzielania pożyczek, tj. do przyspieszania lub opóźniania wydatków. Dzięki profesjonalnemu zarządzaniu ryzykiem, OFI mogą realizować transakcje, które nie wyspecjalizowani inwestorzy uznają za zbyt ryzykowne, zapewniając płynność poprzez wykup portfeli kredytów hipotecznych i korporacyjnych lub prowadząc faktoring. Wzrost depozytów i kredytów OFI w ostatnim okresie może do pewnego stopnia odzwierciedlać jednorazowe dostosowanie strukturalne dotyczące funkcjonowania systemu finansowego. Jednak efekty cykliczne, związane z niskim poziomem stóp procentowych – wywołując zjawisko poszukiwania dochodów (ang. *search for yields*) – mogą zwiększać atrakcyjność niektórych inwestycji OFI zasilających w płynność.

Dowody empiryczne wskazują, że zmiany poziomu depozytów utrzymywanych przez OFI zwiększają krótkookresową zmienność wzrostu podaży pieniądza, co może utrudniać jego ocenę. Ponadto szerszy zakres sektorowy agregatu pieniężnego ogranicza współwystępowanie tendencji wzrostu podaży pieniądza i inflacji. Dostępne dane wskazują również, że zasadnicze zmiany szerszego agregatu pieniężnego obejmującego depozyty utrzymywane przez OFI pozwalają na zidentyfikowanie z wyprzedzeniem punktów zwrotnych inflacji⁴. Zgodnie z tym spostrzeżeniem, depozyty złożone w OFI mogą zawierać informacje, których nie dostarczają inne sektory, a które mogą być istotne dla oceny zagrożenia dla stabilności cen.

Podsumowując, w ostatniej dekadzie nastąpił istotny wzrost znaczenia OFI w kształtowaniu sytuacji monetarnej. Pogłębienie globalnych rynków finansowych w powiązaniu z trwającym procesem integracji i innowacji finansowych w strefie euro wskazuje, że znaczenie to jeszcze bardziej się zwiększy. Konieczna jest zatem uważna analiza i ocena popytu OFI na pieniądź, aby w czasie rzeczywistym odczytać płynące z sytuacji monetarnej sygnały, które są istotne przy ocenie zagrożenia dla stabilności cen. Dane przekazywane przez MIF nie dają możliwości pełnego przeprowadzenia tej analizy i oceny. Obecnie trwają prace nad opracowaniem bardziej kompleksowych danych.

⁴ Zob. również ramka zatytułowana „Zasoby pieniężne w ujęciu sektorowym i ich zawartość informacyjna w odniesieniu do inflacji” w Biuletynie Miesięcznym EBC z września 2006 r.

DALSZY WZROST KREDYTÓW I POŻYCZEK MIF DLA SEKTORA PRYWATNEGO

Przechodząc do analizy czynników kreacji, dynamika podaży pieniądza w 2006 r. w pierwszym rzędzie odzwierciedlała silny wzrost akcji kredytowej sektora MIF dla sektora prywatnego (zob. wykres 8). W szczególności, roczny wskaźnik wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla sektora prywatnego znacznie się zwiększył na początku 2006 r., a następnie kształtował się na poziomie 11% przez większość 2006 r. Pod koniec roku dynamika

kredytów MIF dla sektora prywatnego zaczęła wykazywać pewne oznaki osłabienia, aczkolwiek utrzymała się na wysokim poziomie. Czynnikiem, które sprzyjały ciągłemu silnemu wzrostowi popytu na kredyty, były: niski poziom stóp procentowych, korzystne uwarunkowania podaży kredytów (wykazane w prowadzonych przez Eurosystem badaniach ankietowych na temat akcji kredytowej banków), ożywienie działalności gospodarczej i dynamiczny rozwój rynku nieruchomości w znacznej części strefy euro.

Niewielki spadek tempa wzrostu kredytów pod koniec roku wskazuje, że podwyżki kluczowych stóp procentowych EBC zaczęły – być może – stopniowo oddziaływać na dynamikę akcji kredytowej.

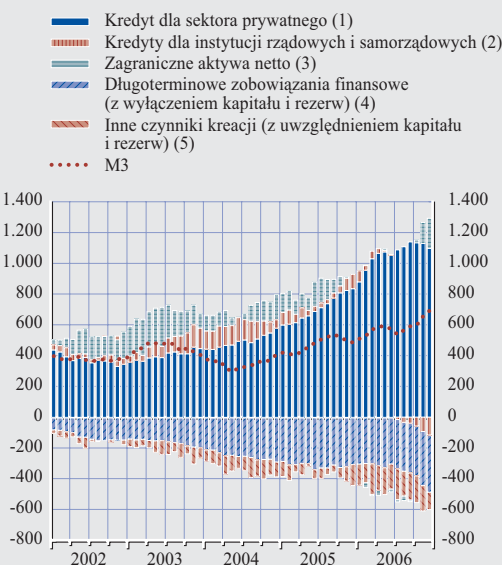
Wysoka dynamika kredytów i pożyczek MIF dla sektora prywatnego rozkładała się równomiernie pomiędzy najważniejsze sektory utrzymujące zasoby finansowe, chociaż w ciągu roku tendencje sektorowe kształtowały się według nieco odmiennych wzorców. W pierwszym półroczu 2006 r., głównym czynnikiem wzrostu akcji kredytowej dla sektora prywatnego był popyt sektora gospodarstw domowych. Wzrost kredytów na cele mieszkaniowe zmniejszył się nieco od maja 2006 r., w miarę jak rosły stopy procentowe kredytów hipotecznych, a rynek nieruchomości ulegał schłodzeniu w niektórych obszarach strefy euro, podczas gdy dalej wzrastała dynamika akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, co mogło się wiązać z utrzymującym się silnym ożywieniem inwestycji przedsiębiorstw oraz falą fuzji i przejęć (więcej informacji znajduje się w podrozdziale dotyczącym popytu na finansowanie zewnętrzne ze strony przedsiębiorstw). W efekcie w drugim półroczu największy udział we wzroście kredytów miał sektor przedsiębiorstw.

Wśród pozostałych czynników kreacji M3, w 2006 r. roczny wskaźnik wzrostu długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw) utrzymał się na wysokim poziomie, a pod koniec roku uległ nawet zwiększeniu.

W przypadku MIF roczny przepływ aktywów zagranicznych netto oscylował w stosunkowo wąskim paśmie wokół zera w trzech pierwszych kwartałach 2006 r., wskazując na zanik hamującego wpływu wywieranego przez duże spadki pozycji MIF w zakresie aktywów zagranicznych netto na roczny wzrost M3, jaki obserwowano w drugim półroczu. Dane dotyczące bilansu płatniczego wskazują, że zasadniczo neutralne tendencje w obszarze

Wykres 8 Czynniki kreacji M3

(przepływy roczne; w mld euro; skorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Uwagi: M3 zamieszczono jedynie w celach referencyjnych ($M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$). Długoterminowe zobowiązania finansowe (z wyłączeniem kapitału i rezerw) przedstawiono jako wartości ujemne, ponieważ stanowią one zobowiązania sektora MIF.

aktywów zagranicznych MIF netto w trzech pierwszych kwartałach 2006 r. kryją w sobie stopniowy wzrost inwestycji portfelowych netto oraz zagranicznych inwestycji bezpośrednich w strefie euro. Wiązało się to głównie z poprawą perspektyw gospodarczych dla strefy euro od początku roku, aprecjacją kursu euro w stosunku do dolara USA, a także zmniejszeniem w ciągu roku różnicy stóp procentowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro na krótkim końcu krzywej dochodowości.

Pod koniec 2006 r. roczny przepływ aktywów zagranicznych netto MIF osiągnął wysokie wartości dodatnie i – jak się wydaje – wywierał wpływ na zwiększenie rocznego wzrostu M3 w ciągu dwóch ostatnich miesięcy roku. Zwiększony napływ kapitału do strefy euro pod koniec 2006 r. mógł częściowo odzwierciedlać utrzymujące się oczekiwania aprecjacji kursu euro.

NADAL WYSOKA PŁYNNOŚĆ

Utrzymujący się silny wzrost M3 na przestrzeni 2006 r. zwiększył i tak już wysoki zapas płynności w strefie euro. Dostępne wskaźniki dotyczące płynności nadal rosły (zob. wykres 9). Zarówno nominalna luka pieniężna, zdefiniowana jako różnica pomiędzy rzeczywistym poziomem M3 a poziomem M3, jaki wynikałby ze stałego wzrostu M3 na poziomie referencyjnym 4,5% od grudnia 1998 r., jak też realna luka pieniężna, która koryguje nominalną lukę pieniężną o nadwyżkę płynności zaabsorbowaną przez zmiany cen w przyszłości (tzn. skumulowane odchylenie stóp inflacji od poziomu stabilności cen zdefiniowanego przez EBC), w dalszym ciągu wykazywały znaczny wzrost w 2006 r. Pod koniec roku obie miary osiągnęły najwyższe poziomy obserwowane od początku rozpoczęcia trzeciego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej i nie widać było żadnych wyraźnych oznak, aby ten wzrost miał ulec wyhamowaniu.

EBC także systematycznie publikował informacje o lukach pieniężnych obliczonych na podstawie skorygowanych szeregów M3, co jest próbą uwzględnienia szacunkowego wpływu przesunięć portfelowych w kierunku aktywów pieniężnych wywołanego podwyższoną niepewnością sytuacji gospodarczej i finansowej, zaobserwowaną pomiędzy 2001 r. a 2003 r.³. Ponieważ nie było oznak dalszego odchodzenia od wcześniejszych zmian w strukturze portfela po przejściowym wznowieniu tego procesu w czwartym kwartale 2005 r., skorygowane miary luki pieniężnej również w 2006 r. zmieniały się w sposób podobny do odpowiadających im luk pieniężnych opartych na oficjalnym szeregu M3. Tym niemniej miary luk pieniężnych wyprowadzone ze skorygowanych szeregów pozostały na znacznie niższym poziomie niż te oparte na oficjalnych szeregach M3. Przy ocenie tych wskaźników płynności należy pamiętać, że stanowią one tylko ocenę szacunkową i, co nieuniknione, odznaczają się niedoskonałością, tak więc należy zachować ostrożność przy ich interpretacji.

Wykres 9 Dane szacunkowe dotyczące luki pieniężnej¹⁾

(jako procent całego agregatu M3, skorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe, grudzień 1998 = 0)



Źródło: EBC.

1) Nominalna luka pieniężna jest różnicą pomiędzy 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 pomiędzy 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 artykule zatytułowanym „Monetary analysis in real time” zamieszczonym w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2004 r.

Niezależnie od niepewności, jaką są obciążone poszczególne szacunki, ogólny obraz, który wyłania się z tych wskaźników, wskazuje na dalszą akumulację płynności w 2006 r., co może być potwierdzeniem poglądu, że płynność jest bardzo duża.

WZROST STÓP RYNKU PIENIĘŻNEGO W NASTĘPSTWIE PODWYŻEK PODSTAWOWYCH STÓP PROCENTOWYCH EBC

W 2006 r. stopy rynku pieniężnego wzrosły dla całego spektrum okresów zapadalności, dostosowując się do podwyżek podstawowych

3 Dalsze informacje znajdują się w artykule *Monetary analysis in real time* w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2004 r.

stóp procentowych EBC, które miały miejsce w ciągu roku. Niezakłócone zmiany stóp procentowych rynku pieniężnego w połączeniu z ich ogólnie niską zmiennością wskazują, że uczestnicy rynku spodziewali się określonych działań w obszarze polityki pieniężnej, a to odzwierciedla przejrzystość i przewidywalność kluczowych decyzji podejmowanych przez EBC.

Po okresie dwóch i pół roku utrzymywania przez EBC podstawowych stóp procentowych na najniższych w historii poziomach, w grudniu 2005 r. Rada Prezesów podniosła podstawowe stopy o 25 punktów bazowych. Na przestrzeni 2006 r. Rada Prezesów stopniowo podnosiła podstawowe stopy procentowe EBC w pięciu etapach po 25 punktów bazowych. Wraz z podwyżkami podstawowych stóp procentowych EBC w ciągu roku wzrastały stopy procentowe rynku pieniężnego dla całego spektrum terminów zapadalności. W dniu 2 marca 2007 r. stopy procentowe dla terminów zapadalności 1- i 12-miesięcznego kształtowały się odpowiednio na poziomach 3,79% oraz 4,05%, tzn. 139 i 119 punktów bazowych powyżej poziomu odnotowanego w początkach stycznia 2006 r.

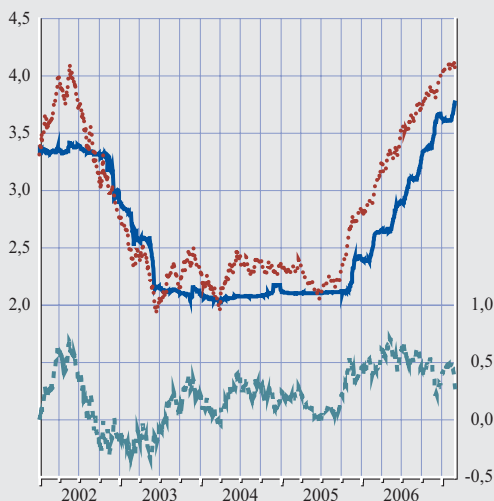
Przy bliższej analizie tendencji, jakie kształtowały się na przestrzeni 2006 r., stopy procentowe rynku pieniężnego dla dłuższych terminów zapadalności wzrastały aż do początku listopada 2006 r. (zob. wykres 10). W listopadzie 2006 r. stopy procentowe rynku pieniężnego dla dłuższych terminów zapadalności nieco spadły, co odzwierciedlało oczekiwanie wolniejszego odchodzenia przez Radę Prezesów od łagodnej polityki pieniężnej. Stopy procentowe rynku pieniężnego ponownie jednak wzrosły w grudniu 2006 r., w szczególności po ostatnim w 2006 r. posiedzeniu Rady Prezesów i pozostały w zasadzie stabilne w nowym roku. Z kolei stopy procentowe rynku pieniężnego dla krótszych terminów zapadalności przez cały rok utrzymały tendencję wzrostową, która nie podlegała żadnemu, nawet tymczasowemu odwróceniu.

W okresie pomiędzy styczniem a połową maja 2006 r. nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego, mierzone różnicą pomiędzy dwunastomiesięczną a jednomiesięczną stopą EURIBOR, zwiększyło się do 71 punktów bazowych w dniu 12 maja 2006 r. Nachylenie krzywej następnie uległo spłaszczeniu stabilizując się na poziomie około 50 punktów bazowych powyżej wartości osiągniętych w okresie od lipca do października 2006 r. Dalsze znaczące spłaszczenie nastąpiło od pierwszego tygodnia listopada 2006 r. aż do dni poprzedzających posiedzenie Rady Prezesów 7 grudnia 2006 r., gdy przejściowo spadła wartość stopy dwunastomiesięcznej. Po posiedzeniu Rady Prezesów z dnia 7 grudnia 2006 r., nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego stopniowo wzrosło i ustabilizowało się na poziomie około 45 punktów bazowych w nowym roku, aby następnie obniżyć się do około 30 punktów bazowych na początku marca 2007 r. (zob. wykres 7).

Wykres 10 Krótkoterminowe stopy procentowe w strefie euro i nachylenie krzywej dochodowości na rynku pieniężnym

(oprocenowanie; roczne, punkty procentowe; dane dzienne)

- 1-miesięczna stopa EURIBOR (skala po lewej stronie)
- ... 12-miesięczna stopa EURIBOR (skala po lewej stronie)
- - - Rozpiętość pomiędzy 12-miesięczną a 1-miesięczną stopą EURIBOR (skala po prawej stronie)

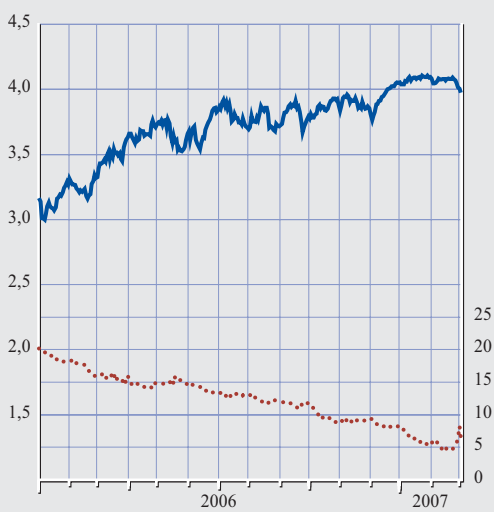


Źródło: Reuters

Wykres 11 Trzymiesięczna stopa EURIBOR dla kontraktów terminowych i implikowana zmienność obliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR

(w procentach rocznie; punkty bazowe; dane dzienne)

- Kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR z terminem realizacji w czerwcu 2007 r. (skala po lewej stronie)
- Implikowana zmienność obliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR z terminem realizacji w czerwcu 2007 r. (skala po prawej stronie)



Źródła: Reuters i Bloomberg.

Stopy procentowe implikowane przez transakcje terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR kształtują się w podobny sposób. Powyższe stopy wykazywały stały wzrost w okresie pomiędzy styczniem a listopadem 2006 r., z wyjątkiem okresu od połowy maja do końca czerwca 2006 r. (zob. wykres 11). W listopadzie 2006 r. stopy spadły, lecz później znacznie wzrosły w grudniu 2006 r. W dniu 2 marca 2007 r. stopy procentowe dla transakcji terminowych na 3-miesięczną stopę dla kontraktów zapadających w czerwcu 2007 r. kształtowały się na poziomie 3,97%, tzn. 81 punktów bazowych powyżej poziomu z początku stycznia 2006 r.

W 2006 r. implikowana zmienność obliczana na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR była nadal niewielka. Implikowana zmienność uległa stopniowemu zmniejszeniu w okresie pomiędzy styczniem a grudniem 2006 r., co wskazywało na wysoki stopień przewidywalności decyzji

podejmowanych przez EBC w zakresie polityki pieniężnej dla uczestników rynku pieniężnego. Jako dwa wyjątki należy wymienić nieznaczny wzrost zmienności w maju i szeroko zakrojoną stabilizację pomiędzy końcem października a początkiem grudnia w związku z wyżej opisaną niepewnością dotyczącą przyszłych zmian podstawowych stóp procentowych w okresie poprzedzającym posiedzenie Rady Prezesów EBC w grudniu. Po posiedzeniu implikowana zmienność uległa stopniowemu zmniejszeniu, odzwierciedlając negatywny trend, odwrócony dopiero na kilka dni przed posiedzeniem Rady Prezesów EBC w marcu 2007 r.

PONOWNY WZROST RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DŁUGOTERMINOWYCH W OBSZARZE EURO W 2006 R.

W 2006 r. długoterminowe obligacje w strefie euro odzyskiwały swą rentowność po osiągnięciu historycznego minimum pod koniec 2005 r. Ogólnie rzecz biorąc, w 2006 r. rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro wzrosła o 70 punktów bazowych do 4% pod koniec roku (zob. wykres 12). Ponowny wzrost długoterminowych stóp procentowych – jak się wydaje – przede wszystkim odzwierciedlał większy optymizm inwestorów odnośnie perspektyw wzrostu gospodarki strefy euro. Opinię tę potwierdza fakt, że rentowność indeksowanych obligacji skarbu państwa z terminem zapadalności przypadającym na 2015 r. – miernik długoterminowych realnych stóp procentowych – wzrosła o 60 punktów bazowych w okresie pomiędzy końcem 2005 r. a końcem grudnia 2006 r. Z kolei 10-letnie progowe stopy inflacji, za pomocą których mierzy się oczekiwania inflacyjne uczestników rynku i wiążącą się z tym premię za ryzyko, wykazały w badanym okresie ogólnie niewielką zmianę.

W pierwszym półroczu 2006 r. rentowność długoterminowych obligacji gwałtownie wzrosła po obu stronach Atlantyku. Zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych rentowność 10-letnich obligacji wzrosła o około 80 punktów bazowych w okresie pomiędzy końcem grudnia 2005 r. a końcem czerwca 2006 r. Oprócz bardzo istotnych zależności

między stopami procentowymi w różnych krajach, wzrost długoterminowych stóp procentowych w strefie euro odzwierciedlał również reakcje rynku na publikacje nowych danych dotyczących aktywności gospodarczej oraz nastroju poanującego wśród przedsiębiorców, które inwestorzy interpretowali generalnie jako zapowiedź przyspieszenia wzrostu gospodarczego w strefie euro w nadchodzącym okresie. W myśl takiej interpretacji, stosunkowo duży ponowny wzrost rentowności obligacji w ujęciu nominalnym w pierwszym półroczu 2006 r. wynikał głównie z podwyższenia poziomu tworzącego ją składnika w postaci realnych stóp procentowych. Z drugiej jednak strony, pod koniec 2006 r. zakończyła się ogólna tendencja zwykła dotycząca rentowności obligacji w USA i w strefie euro.

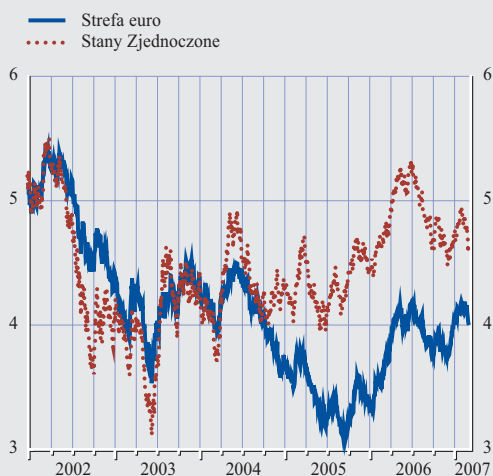
Późniejszy spadek rentowności obligacji długoterminowych w trzecim kwartale, który w bardzo zbliżony sposób przebiegał po obu stronach Atlantyku, był częściowo związany z zawirowaniami na międzynarodowym rynku akcji, trwającymi od maja, które skłoniły inwestorów globalnych do postawienia przez

pewien czas na względne bezpieczeństwo oferowane przez płynne produkty o stałej stopie dochodu. Oprócz tego, w świetle napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie, duży wzrost cen ropy mógł mieć wpływ na globalne perspektywy wzrostu. Jednocześnie istnieje prawdopodobieństwo, że pojawiające się oznaki spowolnienia wzrostu gospodarki USA, które przyczyniły się do znacznego obniżenia amerykańskich stóp rynkowych dla całego spektrum terminów zapadalności, miały również wpływ na rentowność długoterminowych obligacji strefy euro, w pewnym stopniu poprzez silną zazwyczaj międzynarodową transmisję gwałtownych zmian cen na rynku obligacji. Pod koniec 2006 r. długoterminowe obligacje strefy euro odzyskały swoją rentowność, podczas gdy publikowane dane wskazywały na dobre wyniki działalności gospodarczej w strefie euro.

Pomimo ogólnego wzrostu rentowności długoterminowych obligacji strefy euro, krzywa dochodowości strefy euro w 2006 r. uległa spłaszczeniu. Tendencję tę widać w odpowiednim zmniejszeniu się „rozpiętości terminowej” (ang. *term spread*), mierzonej różnicą pomiędzy rentownością 10-letnich obligacji skarbowych a trzymiesięczną stopą EURIBOR. Rozpiętość terminowa strefy euro zmniejszyła się o około 50 punktów bazowych i pod koniec roku osiągnęła stosunkowo niski poziom około 30 punktów bazowych. Zmniejszenie nachylenia krzywej dochodowości strefy euro w 2006 r. następowało w sposób stopniowy w pięciu kolejnych etapach podwyżek podstawowych stóp procentowych EBC. W perspektywie historycznej, niska – a w szczególności ujemna – rozpiętość terminowa („odwrócona krzywa dochodowości”) często zwiastowała późniejsze spowolnienie aktywności gospodarczej lub nawet recesję. Tym niemniej spłaszczenie krzywej dochodowości w strefie euro w 2006 r. musi być interpretowane z uwzględnieniem premii za ryzyko ukrytej w rentowności obligacji długoterminowych. Wydaje się, że na przestrzeni ostatnich dwóch lat premie za ryzyko na rynku obligacji osiągnęły nadzwyczaj

Wykres 12 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych¹⁾

(w procentach rocznie; dane dzienne)



Źródła: Reuters, Bloomberg i Thomson Financial Datastream.
1) Obligacje 10-letnie lub o najbardziej zbliżonym terminie wykupu.

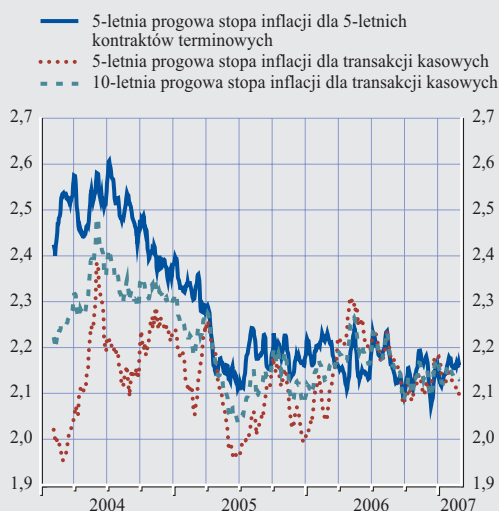
niskie poziomy. Biorąc pod uwagę niskie poziomy premii za ryzyko na rynku obligacji, rozpiętość terminowa pod koniec 2006 r. nie wydaje się już bardzo niska⁴.

W 2006 r., jak się wydaje, długoterminowe oczekiwania inflacyjne uczestników rynku i powiązana z nimi premia za ryzyko, na co wskazywały progowe stopy inflacji, pozostały zasadniczo niezmiennie i stabilne dla całego spektrum horyzontów czasowych i kształtowały się na poziomach nieco powyżej 2% w skali roku. Informacje o oczekiwaniach inflacyjnych (i powiązanych z nimi premiami za ryzyko) dla poszczególnych horyzontów czasowych można uzyskać z rozkładu 10-letnich progowych stóp inflacji na 5-letnie progowe stopy inflacji oraz implikowane pięcioletnie stopy inflacji dla 5-letnich kontraktów terminowych wyprowadzone z szacunkowych struktur terminowych progowych stóp inflacji (zob. wykres 13)⁵. Rozkład ten wykazuje, że względnie stabilne oczekiwania inflacyjne w horyzoncie czasowym średnio- do długoterminowym odzwierciedlone poprzez odchylenia implikowanych 5-letnich progowych stóp inflacji dla 5-letnich kontraktów terminowych, wiązały się z tendencjami do większej zmienności oczekiwań inflacyjnych w horyzoncie czasowym od krótko- do średnioterminowego. W pierwszym półroczu 2006 r. oczekiwania inflacyjne w horyzoncie czasowym od krótko- do średnio-terminowego mierzone 5-letnimi progowymi stopami inflacji rzeczywiście wzrosły o około 30 punktów bazowych. Wzrost oczekiwań inflacyjnych w horyzoncie czasowym od krótko- do średnioterminowego w kontekście rosnących cen ropy został niemalże zrównoważony przez odpowiadający mu spadek w drugim półroczu 2006 r. W efekcie w drugim półroczu 2006 r. krzywa progowych stóp inflacji w strefie euro uległa znacznemu spłaszczeniu (zob. wykres 13).

Implikowana zmienność rynku obligacji w strefie euro nieco wzrosła w maju i czerwcu 2006 r., aby następnie stopniowo spaść

Wykres 13 Progowe stopy inflacji dla transakcji kasowych i kontraktów terminowych w strefie euro

(w procentach rocznie; 5-dniowe średnie ruchome danych dziennych)



Zdroje: Reuters, Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.

w drugim półroczu. Jak się wydaje, tymczasowy wzrost zmienności implikowanej na rynku obligacji w maju i czerwcu odzwierciedlał coraz większą niepewność uczestników rynku co do przyszłego kształtowania się stóp procentowych w kontekście turbulencji, jakich doświadczał w tamtym okresie rynek akcji. W ostatnim kwartale 2006 r. implikowana zmienność rynku obligacji zmniejszyła się do najniższych w historii wartości, co wskazywało na dość niski poziom niepewności uczestników rynku co do perspektyw kształtowania się w bliskim terminie rentowności obligacji długoterminowych.

W ciągu dwóch pierwszych miesięcy 2007 r. rentowność długoterminowych obligacji strefy euro utrzymała się właściwie na niezmiennym poziomie, i wyniosła 4% w dniu 2 marca 2007 r. W tym okresie rentowność długoterminowych obligacji strefy euro najpierw wzrosła do około

4 Zob. ramka zatytułowana „Spłaszczenie krzywej rentowności w strefie euro w ostatnim okresie: jaką rolę odegrała premia za ryzyko?” w Biuletynie Miesięcznym EBC z grudnia 2006 r.

5 Więcej szczegółów dotyczących estymacji, zob. ramka zatytułowana *Estimation of constant-maturity index-linked bond yields and break-even inflation rates for the euro area* w Biuletynie Miesięcznym EBC z lipca 2006 r.

Wykres 14 Podstawowe indeksy rynku akcji¹⁾

(indeks, 20 grudnia 2005 r. = 100; dane dzienne)



Źródła: Reuters, Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.

1) Wykorzystano szeroki indeks Dow Jones EURO STOXX dla strefy euro, indeks Standard&Poor's 500 – dla Stanów Zjednoczonych oraz indeks Nikkei 225 – dla Japonii.

Wykres 15 Implikowana zmienność rynku obligacji¹⁾

(w procentach rocznie; dane dzienne)



Źródło: Thomson Financial Datastream.

1) Implikowana zmienność dla strefy euro mierzona jest indeksem VSTOXX, który odnosi się do indeksu Dow Jones EURO STOXX 50 a implikowana zmienność dla Stanów Zjednoczonych mierzona jest indeksem VIX, który odnosi się do indeksu Standard&Poor's 500. Oba te indeksy odzwierciedlają oczekiwane odchylenie standardowe procentowych zmian indeksów rynku akcji w ciągu 30 dni.

4,2% w połowie lutego, a później spadało. Z kolei rentowność długoterminowych obligacji USA także spadła w drugiej połowie lutego 2007 r. Takie kierunki kształtowania się sytuacji, w świetle zawirowań na globalnym rynku akcji pod koniec lutego 2007 r., wynikały w dużym stopniu z przesunięć portfelowych stanowiących „ucieczkę w kierunku bezpieczeństwa” do długoterminowych obligacji skarbowych.

DUŻY WZROST CEN AKCJI W STREFIE EURO W 2006 R.

Ceny akcji w strefie euro, pomimo pewnych wahań, znacznie wzrosły w 2006 r., kontynuując w ten sposób tendencję zwyżkową utrzymującą się od początku 2003 r. (zob. wykres 14). Indeks Dow Jones EURO STOXX zakończył 2006 r. 20-procentowym wzrostem w porównaniu z końcem 2005 r., czyli lepiej niż indeksy Standard & Poor's 500 oraz Nikkei 225. Dobre wyniki rynku akcji strefy euro w porównaniu z rynkami giełdowymi USA i Japonii należy rozpatrywać w świetle

stosunkowo silnej aprecjacji euro w stosunku do dolara USA i japońskiego jena w 2006 r. Ujemny wpływ aprecjacji euro na perspektywy zysków przedsiębiorstw strefy euro z sektorów wrażliwych na wahania eksportu (ang. *export-sensitive sectors*) wydaje się być z nawiązką zrównoważony poprzez siłę rzeczywistego i oczekiwanego wzrostu zysków firm strefy euro w związku z dynamiczną poprawą perspektyw wzrostu gospodarczego strefy euro. Ostatni okres szybkiego wzrostu cen akcji różni się od sytuacji z drugiej połowy lat 90., gdyż wskaźniki ceny do zysku pozostały bliżej swoich długoterminowych średnich wartości.

Ogólnie dobre wyniki rynków giełdowych strefy euro w 2006 r. kryją przejściowy, lecz znaczny spadek cen akcji w drugim kwartale roku. Po osiągnięciu dwucyfrowego wzrostu w pierwszych czterech miesiącach 2006 r., na początku maja ceny akcji w strefie euro zaczęły spadać i w następstwie zawirowań na globalnych rynkach giełdowych spadły o około

13% w ciągu następnego miesiąca. Duże wahania na rynkach znalazły odzwierciedlenie w implikowanej zmienności rynku akcji w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, która znacznie wzrosła w maju i lipcu do poziomów nie notowanych odpowiednio od 2003 r. i 2004 r. (zob. wykres 15). Oprócz zwiększenia się postrzeganej niepewności rynku akcji, potwierdzonej przez implikowaną zmienność, wydaje się, że spadło zainteresowanie uczestników rynku ryzykiem. Wobec braku znacznego pogorszenia się podstawowych uwarunkowań, zmiany „popytu” inwestorów na ryzyko i percepcja ryzyka wydają się więc najbardziej prawdopodobnym wyjaśnieniem przejściowego spadku cen akcji w drugim kwartale 2006 r. Pogląd ten jest spójny z faktem, że gwałtowne korekty cen akcji pojawiły się w strefie euro, pomimo korekty w górę oczekiwań analityków w zakresie dochodów w drugim kwartale 2006 r. W drugim półroczu 2006 r. implikowana zmienność rynku akcji ponownie obniżyła się do przedsiębiorstw i powróciło – jak się wydaje – zainteresowanie ryzykiem wśród inwestorów. Wynikający z tego spadek premii za ryzyko wraz z utrzymującą się perspektywą znacznego wzrostu zysków w sektorze przedsiębiorstw – jak się wydaje – wspierało dynamiczne w drugim półroczu 2006 r. odbicie cen akcji w strefie euro.

W podziale sektorowym, z kolei, najlepsze wyniki osiągnął sektor przedsiębiorstw użyteczności publicznej, który wykazywał wzrost cen akcji o ponad 30%. Dobrze wyniki tego sektora wynikają prawdopodobnie z fali fuzji i przejęć z uwagi na konsolidację sektora przedsiębiorstw użyteczności publicznej w strefie euro. Korzystając z polepszenia nastrojów wśród przedsiębiorców w strefie euro, sektor przemysłowy wypadł znacznie powyżej ogólnego indeksu. W przeciwieństwie do sytuacji z 2005 r., w 2006 r. sektor naftowo-gazowy wypadł poniżej ogólnego indeksu. Na stosunkowo słabe wyniki tego sektora mogły wpłynąć tendencje, według jakich kształtowały się ceny ropy i gazu. Sektor opieki zdrowotnej, gdzie wyniki są w mniejszym stopniu

uwarunkowane fazą cyklu koniunkturalnego, w 2006 r. także nie spełnił oczekiwań.

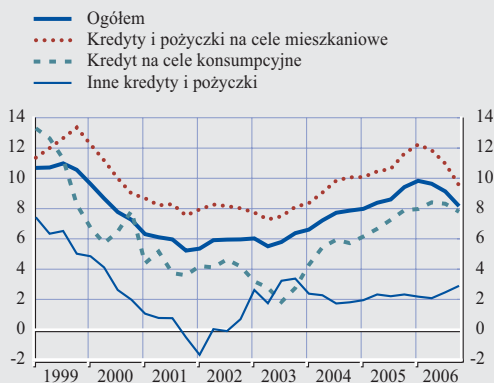
W początku 2007 r. światowe ceny akcji najpierw nadal rosły w tempie porównywalnym do dynamiki zanotowanej w drugim półroczu 2006 r. Zwykła tendencja cen akcji zatrzymała się w dniu 27 lutego 2007 r., kiedy to ceny akcji, wskutek bardzo dużego spadku cen chińskich udziałowych papierów wartościowych, znacznie zniżkowały na całym świecie. Wskaźniki Dow Jones EURO STOXX oraz Standard and Poor's 500 w ciągu kilku dni spadły o około 5%. Gwałtowne spadki cen akcji zniwelowały wcześniejsze wzrosty zanotowane w pierwszych ośmiu tygodniach 2007 r. i w dniu 2 marca 2007 r. oba indeksy cen akcji kształtowały się na nieco niższych poziomach niż miało to miejsce pod koniec 2006 r. Ponadto, na początku marca implikowana zmienność akcji zwiększyła się na wszystkich głównych rynkach akcji, co prawdopodobnie było sygnałem znacznego przeszacowania ryzyka na rynku akcji.

KONTYNUACJA WYSOKIEJ DYNAMIKI FINANSOWANIA GOSPODARSTW DOMOWYCH

W 2006 r. utrzymała się wysoka dynamika zaciągania kredytów przez sektor gospodarstw domowych, czemu sprzyjały korzystne warunki finansowania, ożywiony rozwój na rynku nieruchomości mieszkaniowych i zwiększone zaufanie konsumentów. Zapotrzebowanie ze strony gospodarstw domowych na kredyty udzielane przez sektor MIF wzrosło w pierwszych miesiącach 2006 r., osiągając wiosną maksymalną wartość 9,8%, a następnie stopniowo malało, by w grudniu 2006 r. osiągnąć roczną stopę 8,2%. Najbardziej aktualne dostępne dane z kwartalnych rachunków finansowych strefy euro, dostępne aż do trzeciego kwartału 2006 r., wskazują, że roczna stopa wzrostu zadłużenia sektora gospodarstw domowych wobec niemonetarnych instytucji finansowych, w tym innych pośredników finansowych (OFIs) oraz firm ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, zachowała w 2006 r. dość stabilne tempo, utrzymując się na poziomie około 8% w ciągu roku.

Wykres 16 Kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych

(zmiany roczne w procentach)

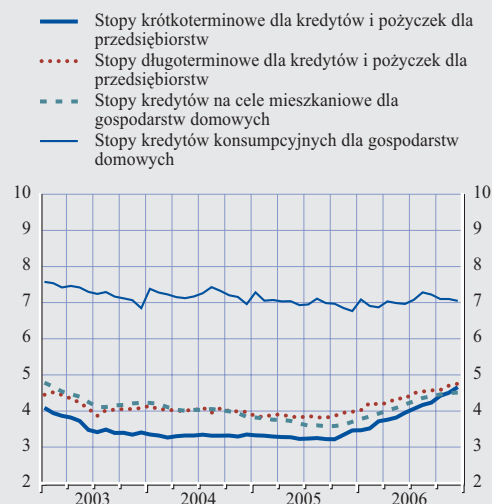


Źródło: EBC

Jeśli chodzi o podział kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych według ich przeznaczenia, dynamikę akcji kredytowej w dalszym ciągu wyjaśnia głównie ożywiony popyt na kredyty na cele mieszkaniowe (zob. wykres 16). Utrzymanie wysokiego poziomu zaciąganych kredytów hipotecznych było możliwe dzięki niskiemu poziomowi stóp procentowych w strefie euro i dynamicznemu rozwojowi rynku mieszkaniowego w wielu regionach tej strefy, które były przyczyną wysokich wymogów finansowania (zob. podrozdział 2.3 bieżącego rozdziału). Ponadto, z wyników badania ankietowego akcji kredytowej banków wynika, że utrzymanie się silnego wzrostu kredytów na cele mieszkaniowe wiązało się również ze złagodzeniem kryteriów udzielania kredytów, jakie banki zastosowały w procesie ich przyznawania. Jako główne czynniki odpowiedzialne za złagodzenie kryteriów przyznawania kredytów banki wymieniały konkurencję międzybankową oraz postrzegane zmniejszenie ryzyka w aspekcie oczekiwań związanych z ogólnym wzrostem gospodarczym. Zmiany warunków udzielania kredytów zostały wdrożone przede wszystkim poprzez redukcję marży przypadającej na statystyczny kredyt, a także przez wydłużenie terminów zapadalności.

Wykres 17 Oprocentowanie kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw

(oprocentowanie roczne; bez opłat; stopy dla nowych umów; dane ważone)



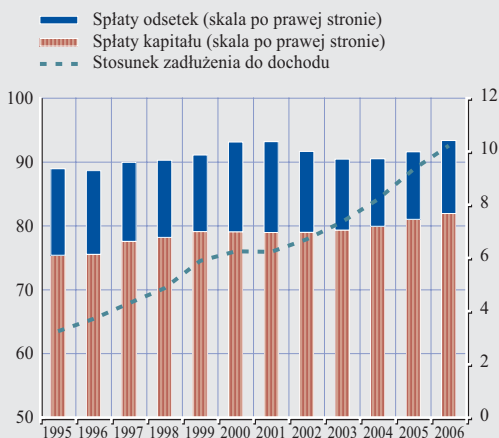
Źródło: EBC.

Uwagi: Dla okresu zaczynającego się w grudniu 2003 r. ważne stopy procentowe MIF są obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów, wyliczane na podstawie 12-miesięcznej średniej ruchomej wolumenu nowych umów. Dla okresu poprzedzającego, od stycznia do listopada 2003 r., ważne stopy procentowe MIF są obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów, wyliczane na podstawie średniego wolumenu nowych umów w 2003 r. Więcej informacji znajduje się w ramce 3 w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2004 r.

Na wiosnę 2006 r. roczna stopa wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla sektora gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe zaczęła ulegać pewnemu ograniczeniu z ponad 12% do 9,5% w grudniu 2006 r. Tendencja ta kształtowała się odpowiednio do wzrostu stóp procentowych od kredytów hipotecznych na przestrzeni roku z bardzo niskich poziomów obserwowanych w latach ubiegłych (zob. wykres 17) w kontekście podwyżek podstawowych stóp procentowych EBC i stóp rynkowych. W grudniu 2006 r. stopy nowo zaciągniętych kredytów na cele mieszkaniowe znajdowały się od 50 do 120 punktów bazowych powyżej poziomu z końca listopada 2005 r., zanim EBC rozpoczął podwyższanie podstawowych stóp procentowych w grudniu 2005 r. Wzrost oprocentowania kredytów był wyższy dla krótszych terminów obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania niż dla dłuższych.

Wykres 18 Zadłużenie gospodarstw domowych i ciężar obsługi zadłużenia

(jako procent dochodu do dyspozycji)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane dla 2006 r. są danymi szacunkowymi.

Z wyników ankietowego sondażowego akcji kredytowej banków w Eurosystemie wynika także, że popyt na kredyty na cele mieszkaniowe uległ spowolnieniu w wyniku mniej optymistycznych perspektyw rozwoju rynku nieruchomości mieszkaniowych w drugim półroczu 2006 r., co też znalazło odzwierciedlenie w pewnym osłabieniu tempa wzrostu cen mieszkań i aktywności na rynku mieszkaniowym w niektórych obszarach strefy euro, gdzie wcześniej notowano ożywienie.

W podobny sposób, co kredyty na cele mieszkaniowe, ale w nieco wolniejszym tempie, do około połowy roku nadal rosła roczna stopa wzrostu kredytów konsumpcyjnych, zanim uległa pewnemu spowolnieniu w drugim półroczu, kształtując się w grudniu 2006 r. na poziomie 7,8%. Jak wskazują wyniki badania ankietowego akcji kredytowej banków w Eurosystemie, głównym motorem rosnącego popytu na kredyty konsumpcyjne było zwiększające się zaufanie konsumentów i wzrost wydatków na dobra konsumpcyjne trwałego użytku, chociaż znaczenie tego drugiego czynnika nieco zmalało pod koniec roku. Oprócz tego, kryteria udzielania kredytów, jakie banki stosowały w procesie

przyznawania kredytów konsumpcyjnych, uległy znacznemu złagodzeniu w 2006 r., co wskazywało na zwiększenie podaży kredytów w ciągu roku.

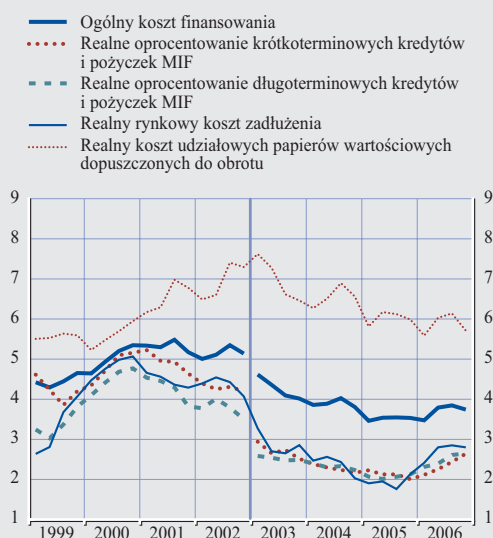
DALSZY WZROST ZADŁUŻENIA GOSPODARSTW DOMOWYCH

W ślad za dalszą dynamiczną ekspansją kredytów, w 2006 r. wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do dochodu do dyspozycji dalej wzrastał (zob. wykres 18). Z drugiej strony, zadłużenie gospodarstw domowych w strefie euro wciąż utrzymywało się poniżej poziomu notowanego w innych najważniejszych gospodarkach uprzemysłowionych, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Japonii. Ciężar obsługi zadłużenia sektora gospodarstw domowych (tzn. płatności odsetkowe i spłaty kapitałowe jako procent dochodu do dyspozycji) wzrósł nieco w 2006 r. dzięki wciąż dynamicznemu wzrostowi akcji kredytowej oraz umiarkowanemu podwyższeniu stóp procentowych kredytów bankowych.

Stały wzrost zadłużenia sektora gospodarstw domowych zwiększył ich wrażliwość na zmiany stóp procentowych, dochodu i cen aktywów. Przy ocenie zagregowanych wskaźników należy pamiętać, że stanowią one tylko uśrednione wartości dla sektora gospodarstw domowych i podlegają znacznemu zróżnicowaniu pomiędzy krajami strefy euro i pomiędzy poszczególnymi gospodarstwami domowymi. Pod tym względem poziom zadłużenia i ciężar jego obsługi są, na przykład, wyższe, jeśli analiza jest ograniczona do tych gospodarstw domowych, które rzeczywiście mają otwarty kredyt hipoteczny. Dodatkowo, poziom zadłużenia i ciężar jego obsługi podlegają zróżnicowaniu w zależności od poziomu dochodu, o ile w ujęciu bezwzględny główna część zadłużenia przypada na bogatsze gospodarstwa domowe, które mogą być bardziej odporne na pogorszenie się warunków makroekonomicznych i/lub wyższe stopy procentowe, o tyle ciężar obsługi zadłużenia sektora jest oczywiście większy dla uboższych gospodarstw domowych. Reasumując,

Wykres 19 Realny koszt zadłużenia zewnętrznego przedsiębiorstw strefy euro

(oprocenowanie roczne)



Źródła: EBC, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch oraz prognozy Consensus Economics.

Uwagi: Realny koszt zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw jest obliczany jako średnia ważona kosztów kredytu bankowego, dłużnych papierów wartościowych oraz udziałowych papierów wartościowych z uwzględnieniem ich odpowiednich niespłaconych kwot pomniejszonych o wartość oczekiwań inflacyjnych (zob. ramka 4 w Biuletynie Miesięcznym EBC z marca 2005 r.). Wprowadzenie zharmonizowanych stóp procentowych kredytów i pożyczek MIF na początku 2003 r. spowodowało przerwę w szeregu danych statystycznych.

niepewność wiąże się z faktem, że udział istniejącego zadłużenia hipotecznego podlegającego ryzyku zmian głównych stóp procentowych zależy od szczegółowych warunków umów zawartych na kredyty hipoteczne, znacznie różniących się w całej strefie euro.

UTRZYMUJĄCY SIĘ NISKI REALNY KOSZT FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO PRZEDSIĘBIORSTW

W 2006 r. w strefie euro utrzymały się korzystne warunki finansowania dla sektora przedsiębiorstw, przyczyniając się w ten sposób do wzrostu gospodarczego. Znalazło to odzwierciedlenie zarówno w niskich kosztach finansowania, jak i w łatwym dostępie do jego źródeł. Sektor przedsiębiorstw zwiększył w szczególności zadłużenie w bankach, natomiast emisja rynkowych instrumentów

finansowania wierzycielskiego była mniejsza. Ogólnie biorąc pomimo wzrostu wskaźników zadłużenia i płatności odsetkowych netto w ostatnim okresie, w 2006 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw nadal była korzystna, głównie za sprawą wysokiej rentowności w połączeniu z wciąż niskim kosztem finansowania.

Po podwyżce podstawowych stóp procentowych EBC, ogólne rzeczywiste koszty finansowania zewnętrznego sektora przedsiębiorstw wzrosły, lecz w 2006 r. w ujęciu historycznym pozostały niskie (zob. wykres 19)⁶.

W przypadku składników kosztów finansowania, stopy procentowe kredytów i pożyczek MIF dla przedsiębiorstw w ciągu 2006 r. wzrosły zarówno w ujęciu realnym, jak i nominalnym (zob. wykres 17). Wzrost stóp procentowych rynku pieniężnego – o 155 punktów bazowych w okresie pomiędzy wrześniem 2005 r. a grudniem 2006 r., w przypadku 3-miesięcznej stopy EURIBOR – został właściwie przeniesiony na kredyty sektora MIF. Stopy procentowe kredytów sektora MIF o zmiennej stopie procentowej i okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku zwiększyły się o około 125 do 155 punktów bazowych w tym samym okresie, chociaż należy pamiętać o utrzymującym się zróżnicowaniu pomiędzy krajami (zob. ramka 2). Większość stóp procentowych MIF zmieniała się zgodnie ze wzrostem rynkowych stóp procentowych o porównywalnych terminach zapadalności. Wzrosty te – wahające się od około 60 do 135 punktów bazowych – kształtowały się w tym samym kierunku, co zmiany długoterminowych rynkowych stóp procentowych, utrzymując w ten sposób marże bankowe na niskich poziomach.

6 Realny koszt finansowania zewnętrznego sektora przedsiębiorstw oblicza się przez nadanie względnych wag kosztom poszczególnych źródeł finansowania, z uwzględnieniem aktualnego stanu zadłużenia w każdym ze źródeł (po korekcie uwzględniającej efekty wyceny). Szczegółowy opis tej metody pomiaru zob. ramka zatytułowana „Pomiary realnych kosztów zagranicznego finansowania przedsiębiorstw w strefie euro” w Biuletynie Miesięcznym EBC z marca 2005 r.

Chociaż w 2006 r. rzeczywiste koszty rynkowego finansowania wierzycielskiego przedsiębiorstw wzrosły bardziej niż koszty finansowania międzybankowego, pozostały one jednak na stosunkowo niskim poziomie. W 2006 r. rozpiętość obligacji korporacyjnych o ratingu BBB oscylowała wokół 75 punktów bazowych. Niski poziom rozpiętości prawdopodobnie odzwierciedla niski poziom ryzyka kredytowego, czemu sprzyja niewielka zmienność cen aktywów i dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw⁷. Pomimo stosunkowo dobrej sytuacji w 2006 r., w dalszej perspektywie należy zachować ostrożność z uwagi na pewne sygnały świadczące o pogarszaniu się ogólnego otoczenia korporacyjnego i rynku kredytowego.

W istocie istnieją oznaki, że wzrastająca liczba fuzji i przejęć finansowanych kapitałem wierzycielskim oraz wykupów lewarowanych, wykupów własnych akcji (ang. *share buybacks*)

i specjalnych wypłat dywidendy może mieć negatywny wpływ na trwałość poziomu zadłużenia w sektorze przedsiębiorstw⁸.

Realny koszt akcji przedsiębiorstw notowanych na giełdzie podlegał pewnym zmianom w ciągu 2006 r., lecz zasadniczo utrzymał się na poziomach porównywalnych do 2005 r., pomimo ponownej podwyżki cen akcji. Koszt finansowania za pomocą udziałowych papierów wartościowych (ang. *equity financing*) jest wciąż znacznie wyższy niż inne formy finansowania, chociaż – także wskutek wzrostu kosztów finansowania wierzycielskiego w 2006 r. – rozpiętość kosztów nieco się zmniejszyła.

7 Zob. Ramka zatytułowana *The outlook for corporate credit spreads in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2006 r.

8 Zob. ramkę zatytułowaną „Ostatnio obserwowane tendencje w transakcjach wykupów lewarowanych w strefie euro” w Biuletynie Miesięcznym EBC z grudnia 2006 r.

Ramka 2

ZRÓŻNICOWANIE STÓP PROCENTOWYCH NA RYNKACH DETALICZNYCH USŁUG BANKOWYCH W KRAJACH STREFY EURO

Pomimo znacznej konwergencji stóp procentowych w okresie poprzedzającym pełne zrealizowanie UGW, nadal obecne są różnice w oprocentowaniu oferowanym przez MIF na depozyty oraz pobieranym od kredytów dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw w poszczególnych krajach strefy euro. Rynki detalicznych usług bankowych należą do najbardziej rozdrobnionych działających w ramach systemu finansowego strefy euro¹. Celem niniejszej ramki jest zilustrowanie różnic pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro oraz przedstawienie kilku przyczyn ich występowania. Zrozumienie tych różnic może stanowić dodatkową pomoc dla interpretacji zmian zachodzących w strefie euro oraz oceny potencjalnego wpływu decyzji w zakresie polityki pieniężnej na poszczególne gospodarki strefy euro. Wynika to z faktu, że banki odgrywają kluczową rolę w systemie finansowym, wpływając tym samym na decyzje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw dotyczące oszczędności, finansowania i wydatków.

Znaczna część analizy opiera się na raporcie, który został opracowany przez Komitet Polityki Pieniężnej i Komitet ds. Statystyki Eurosystemu (*Statistics Committee of the Eurosystem*) i opublikowany we wrześniu 2006 r.². Od czasu tej publikacji stopy procentowe dla grupy

1 Zob. na przykład *Indicators of financial integration in the euro area (Wskaźniki integracji finansowej w strefie euro)*, EBC, 29 września 2006 r.

2 *Differences in MFI interest rates across euro area countries (Różnice w oprocentowaniu stosowanym przez monetarne instytucje finansowe w krajach strefy euro)*, EBC, 20 września 2006 r.

Zróżnicowanie oprocentowania MIF dla nowych umów w różnych krajach^{1), 2)}

(współczynnik zmienności (ang. *coefficient of cross-country variation*), średnia dla okresu od stycznia 2003 r. do grudnia 2006 r.)

Depozyty gospodarstw domowych		
Depozyty bieżące		0,51
Depozyty z uzgodnionym terminem zapadalności do 1 roku		0,08
Depozyty przedsiębiorstw		
Depozyty bieżące		0,43
Depozyty z uzgodnionym terminem zapadalności do 1 roku		0,03
Kredyty dla gospodarstw domowych		
Kredyty w rachunku bieżącym		0,17
Kredyty na cele konsumpcyjne	o zmiennej stopie procentowej i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku	0,26
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania od 1 do 5 lat	0,15
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania powyżej 5 lat	0,12
Kredyty na cele mieszkaniowe	o zmiennej stopie procentowej i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku	0,10
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania od 1 do 5 lat	0,09
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania od 5 do 10 lat	0,07
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania powyżej 10 lat	0,07
Kredyty dla przedsiębiorstw		
Kredyty w rachunku bieżącym		0,20
Kredyty na kwotę do 1 mln euro	o zmiennej stopie procentowej i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku	0,11
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania od 1 do 5 lat	0,07
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania powyżej 5 lat	0,07
Kredyty na kwotę powyżej 1 mln euro	o zmiennym oprocentowaniu/zmiennej stopie procentowej i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku	0,08
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania od 1 do 5 lat	0,11
	z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania powyżej 5 lat	0,09

Źródło: EBC.

1) Współczynnik zmienności jest obliczany jako standardowe odchylenie dzielone przez oprocentowanie/stopę procentową strefy euro. Odchylenie standardowe jest obliczane jako kwadrat podstawy ważonej zmienności/wariancji krajowych stóp procentowych MIF z uwzględnieniem oprocentowania strefy euro. Ważona zmienność/wariancja stanowi SQUARED odchylenia pomiędzy krajowym oprocentowaniem MIF a oprocentowaniem MIF strefy euro, obliczone z uwzględnieniem udziału danego kraju w ogólnym wolumenie umów strefy euro dla instrumentów danej kategorii.

2) Tabela ta pokazuje zestaw współczynników zmienności dla stóp procentowych nowych umów MIF strefy euro dostępnych na stronie internetowej EBC.

wybranych stóp procentowych MIF, z rozbiciem na poszczególne kraje, publikowane są również w serwisach internetowych EBC i krajowych banków centralnych strefy euro. Na podstawie tego wyboru, w niniejszej ramce przedstawione zostało porównanie przeprowadzone przede wszystkim w odniesieniu do dziesięciu stóp procentowych MIF, które dotyczą nowo zakładanej działalności gospodarczej, ponieważ odnoszą się one do tego samego okresu referencyjnego we wszystkich państwach.

Poniższa tabela przedstawia przegląd względnego zróżnicowania poziomu stóp procentowych MIF w poszczególnych państwach, mierzonego współczynnikiem zmienności. Poziom zróżnicowania jest najwyższy w przypadku oprocentowania depozytów bieżących typu overnight, a znacznie niższy w przypadku depozytów z uzgodnionym terminem zapadalności do jednego roku. Jeżeli chodzi o kredyty i pożyczki, największe różnice pomiędzy państwami występują w odniesieniu do kredytów w rachunku bieżącym i kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, niewielkie jest natomiast zróżnicowanie stóp oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz kredytów mieszkaniowych. Ponadto, w większości kategorii zróżnicowanie dotyczące nowo zaciąganych kredytów o zmiennym oprocentowaniu oraz kredytów z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku jest zwykle nieco wyższe niż w przypadku nowo zaciąganych kredytów z dłuższym okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania.

Istnieje wiele możliwych przyczyn występowania różnic stóp procentowych MIF pomiędzy państwami, wśród których wymienić można konkurencję rynkową, różne premie za ryzyko (np. ryzyko kredytowe lub ryzyko wcześniejszej spłaty), charakterystyki banków oraz czynniki cykliczne, takie jak cykl gospodarczy, rozwój podaży depozytów i popytu na kredyty, czy też zmiany cen nieruchomości. Przeprowadzona w ostatnim okresie analiza wykazała, że różnice stóp procentowych pojawiają się dlatego, że krajowe produkty bankowe różnią się między sobą lub różnicują je czynniki charakterystyczne dla poszczególnych państw³. Różnice dotyczące średniej długości okresu obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania są jednym z możliwych sposobów wytłumaczenia zróżnicowania stóp procentowych MIF w wielu kategoriach kredytów. Poza tym, porównując poszczególne krajowe stopy procentowe MIF należy pamiętać, że pomiędzy państwami występują znaczne różnice dotyczące wielkości działalności gospodarczej oraz że w niektórych państwach pewne rynki są bardzo małe lub w zasadzie nie istnieją⁴. W takich przypadkach podstawowa wielkość nowo zakładanej działalności gospodarczej może być bardzo zmienna, a stopy procentowe mogą być odzwierciedleniem sporadycznych transakcji realizowanych w nietypowych okolicznościach.

W pozostałej części niniejszej ramki bardziej szczegółowo omówione zostaną różne segmenty rynku, ze zwróceniem szczególnej uwagi na wpływ niejednorodnego charakteru produktów, różnice instytucjonalne wynikające z ram regulacyjnych i fiskalnych oraz kwestie dotyczące obliczeń.

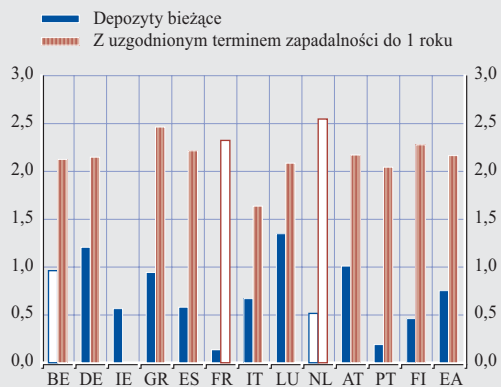
Stopy procentowe MIF dla depozytów gospodarstw domowych

Występujące pomiędzy państwami różnice stóp procentowych MIF dla depozytów gospodarstw domowych często mogą wynikać z różnic odnoszących się do cech produktów, takich jak poziom płynności oraz struktura zwrotu depozytów, regulacje rynkowe i praktyki biznesowe. Inne istotne czynniki wynikają z różnic dotyczących ram fiskalno-skarbowych (jak na przykład preferencyjne opodatkowanie rachunków w niektórych państwach), chociaż trudno jest wskazać bezpośredni związek przyczynowy.

Szczególnie wyraźnie zaznaczają się różnice w oprocentowaniu depozytów bieżących. W niektórych państwach MIF zasadniczo nie

Wykres A Stopy procentowe MIF dla depozytów gospodarstw domowych^{1), 2)}

(oprocenowanie roczne; średnia dla okresu od stycznia 2003 r. do grudnia 2006 r.)



Źródło: EBC.

1) Skrót „EA” oznacza średnią ważoną stopę procentową dla strefy euro.

2) Niewypelnione bloki schematu wskazują te kraje, w których kategoria stóp procentowych jest nieistotna w kontekście sytuacji w strefie euro. Jeśli chodzi o kryteria określające znaczenie strefy euro, zob. publikację EBC powoływaną w przypisie 2 do niniejszej ramki.

3 Różnice krajowe można po części wytłumaczyć za pomocą zmiennych odzwierciedlających cechy krajowych deponentów i kredytobiorców oraz za pomocą właściwości systemów bankowych (zob. M. Affinito i F. Farabullini, „An empirical analysis of national differences in the retail bank interest rates of the euro area”, Temi di Discussione No. 589, Banca d’Italia, maj 2006 r.). Szczegółowe porównanie stóp procentowych MIF w poszczególnych krajach zostało przedstawione również w dodatku II do drugiego raportu tymczasowego, *Current accounts and related services* (Rachunki bieżące i związane z nimi usługi), Komisja Europejska, 17 lipca 2006 r.

4 Na przykład, wymieniony w przypisie 2 powyżej raport EBC dokumentuje występujące między państwami różnice w rozpowszechnieniu kredytów ze zmiennym oprocentowaniem lub kredytów z różnymi okresami obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania.

stosują oprocentowania tych depozytów, natomiast w innych państwach deponenci mogą otrzymać średnio ponad 1,3% salda swoich rachunków bieżących (zob. wykres A). Tak duża rozbieżność może być spowodowana stosowaniem przez banki różnych strategii określania wartości rachunków bieżących i powiązanych z nimi usług. Na przykład, niektóre banki mogą wypłacać wyższe odsetki od depozytów bieżących, lecz jednocześnie pobierać wyższe opłaty za usługi związane z obsługą rachunku bieżącego, lub odwrotnie, niektóre banki mogą wypłacać niższe odsetki i pobierać niższe opłaty. Dane, które zostały zgromadzone przez Komisję Europejską podczas sektorowego badania na temat bankowości detalicznej wskazują, że taka sytuacja mogłaby mieć miejsce w niektórych krajach strefy euro, chociaż zdarzają się również państwa, w których niskie oprocentowanie depozytów wiąże się z wysokimi opłatami⁵.

Ponadto, efektem obserwowanej w niektórych krajach rosnącej popularności zarówno kont internetowych, jak i wysokodochodowych lokat – umożliwiających wycofanie funduszy w ciągu jednego dnia, przy czym fundusze te nie mogą być wykorzystywane do realizacji płatności – może być tendencja podwyższania oprocentowania depozytów bieżących⁶.

Godnym uwagi wyjątkiem od wyraźnych różnic w oprocentowaniu depozytów przyjmowanych od gospodarstw domowych w poszczególnych państwach są depozyty z uzgodnionym terminem zapadalności do jednego roku, które mają bardziej jednolity charakter.

Stopy procentowe MIF dla kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych

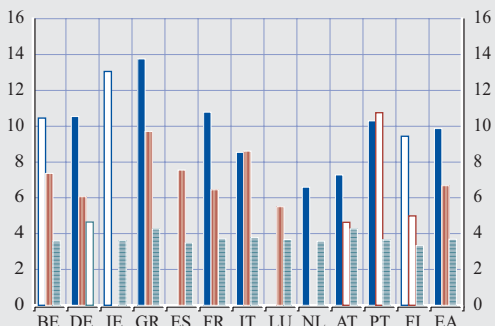
Jeżeli chodzi o oprocentowanie pożyczek i kredytów, najwyższe zróżnicowanie wykazują kredyty konsumpcyjne dla gospodarstw domowych. Znaczne różnice dotyczą w szczególności oprocentowania kredytów w rachunku bieżącym, które waha się od wartości poniżej 7% do 13,5% lub więcej (zob. wykres B). Różnice pomiędzy państwami w zakresie innych rodzajów kredytów konsumpcyjnych są mniej wyraźne, nadal jednak znaczne.

Duże różnice dotyczą nie tylko wielkości rynku kredytów konsumpcyjnych, ale również liczby oferowanych produktów (w tym praktyk ustanawiania zabezpieczeń), korzystania z kredytów zaciąganych za pośrednictwem kart kredytowych, otoczenia rynkowego, w szczególności w odniesieniu do wpływu wyspecjalizowanych kredytodawców, oraz długości okresów obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania⁷. Ogólnie rzecz biorąc, wymienione czynniki mogą mieć swoje odzwierciedlenie, przynajmniej częściowe, w różnicach w stopach procentowych MIF

Wykres B Stopy procentowe kredytów MIF dla gospodarstw domowych¹⁾

(oprocentowanie roczne; średnia dla okresu od stycznia 2003 r. do grudnia 2006 r.)

- Kredyty w rachunku bieżącym
- Kredyty na cele konsumpcyjne z początkowym okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku
- Kredyty na cele mieszkaniowe o zmiennym oprocentowaniu i początkowym okresie trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku



Źródło: EBC.
1) Zob. uwagi do wykresu A.

⁵ Zob. *Report on the retail banking sector inquiry*, Dokument Roboczy Komisji Europejskiej, SEC(2007) 106, 31 stycznia 2007 r.
⁶ Zob. na przykład ramka zatytułowana *Factors explaining the robust growth of MI* w Biuletynie Miesięcznym EBC z kwietnia 2006 r.
⁷ Zob. na przykład K. Lannoo, R. Ayadi i C. Sellose, *Consumer credit in Europe: riding the wave*, Mercer Olivier Wyman and the European Credit Research Institute (ECRI), listopad 2005 r.

w poszczególnych państwach. Na przykład, pewien wpływ mogą mieć pojawiające się w aktualnych danych różnice w statystkach kredytów zaciąganych za pośrednictwem kart kredytowych, ponieważ oprocentowanie tego rodzaju kredytów jest zazwyczaj istotnie wyższe niż oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych. Pomędzy państwami występują również różnice dotyczące właściwości kredytów w rachunku bieżącym oraz pożyczek udzielanych w ramach linii kredytowych.

Stopy procentowe MIF dla kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych

Chociaż najniższy poziom rozbieżności pomiędzy poszczególnymi krajami można zaobserwować w odniesieniu do stóp procentowych MIF dla kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych (zob. wykres B), porównanie ze Stanami Zjednoczonymi wskazuje, że różnice oprocentowania kredytów hipotecznych pomiędzy poszczególnymi stanami USA jest mniejsze niż pomiędzy krajami strefy euro⁸. Najnowszy przegląd europejskich rynków kredytów hipotecznych uwydatnia duże różnice dotyczące oferty produktów oraz ram fiskalnych i regulacyjnych, czyli czynników, które mogą stanowić wytłumaczenie dla większości obserwowanych różnic w stopach procentowych MIF dla kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych⁹.

Jeden z istotnych czynników wiąże się z różnicami dotyczącymi okresu obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania, które sprawiają, że stopy procentowe są wrażliwe na stopień nachylenia krzywej dochodowości. Pewne znaczenie może mieć również powszechna obecność specjalnych programów finansowania budownictwa mieszkaniowego w niektórych krajach. Prawdopodobnie obowiązujące w państwach członkowskich ramy fiskalne i regulacyjne w większym stopniu wpływają na kredyty hipoteczne (niż na inne rodzaje kredytów) z uwagi na to, że własności nieruchomości przypisuje się zwykle większe znaczenia¹⁰.

Ponadto, w związku z tym, że większość kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych jest zabezpieczona wartością nieruchomości, różnice w oprocentowaniu mogą mieć związek z różnicami dotyczącymi prognoz rozwoju rynku nieruchomości, Różnice dotyczące zmian cen nieruchomości mieszkaniowych mogły mieć wpływ na wartość zabezpieczeń kredytów.

Wreszcie, rynek hipoteczny strefy euro jest niejednorodny z punktu widzenia finansowania, począwszy od finansowania depozytami, zabezpieczonymi obligacjami lub papierami wartościowymi zabezpieczonymi hipoteką (ang. *mortgage-backed securities*), w porównaniu z amerykańskim rynkiem hipotecznym skupionym wokół agencji hipotecznych

Stopy procentowe MIF dla kredytów dla przedsiębiorstw

Poziom zróżnicowania oprocentowania kredytów w rachunku bieżącym dla przedsiębiorstw należy do najwyższych (i jest on wyższy niż w przypadku kredytów w rachunku bieżącym dla gospodarstw domowych), co zostało przedstawione na wykresie C. Zróżnicowanie oprocentowania innych kredytów korporacyjnych jest dużo mniejsze i w rzeczywistości jest ono najniższe

8 Zob. ramka zatytułowana: „Porównanie oprocentowania kredytów hipotecznych w poszczególnych regionach strefy euro i Stanów Zjednoczonych” w Raporcie Rocznym EBC za rok 2005.

9 Na przykład, raport London Economics dla Komisji Europejskiej, *The costs and benefits of integration of EU mortgage markets*, sierpień 2005.

10 Rynki detalicznych usług bankowych należą do priorytetów polityki Komisji Europejskiej w zakresie usług finansowych do 2010 r., zgodnie z Białą Księgą w sprawie polityki usług finansowych 2005-2010.

spośród wszystkich rodzajów kredytów, chociaż w niektórych przypadkach ma nieco wyższy poziom niż w przypadku kredytów mieszkaniowych. Do głównych przyczyn występowania różnic pomiędzy poszczególnymi krajami zaliczyć można różne aspekty związane z różnorodnością produktów i specyficznym otoczeniem gospodarczym, w którym działają przedsiębiorstwa (np. w zależności od wielkości firmy).

Nadal utrzymują się różnice dotyczące ustanawiania zabezpieczeń, nie tylko w odniesieniu do kredytów i pożyczek, ale również w odniesieniu do kredytów w rachunku bieżącym. W niektórych krajach kredyty w rachunku bieżącym są zwykle niezabezpieczone, natomiast w innych są często zabezpieczone (np. fakturami lub częścią portfela firmy). Ponadto, wysokie oprocentowanie kredytów w rachunku bieżącym może oznaczać, że kredyty te nie są autoryzowane, a oprocentowanie uwzględnia odsetki za zwłokę. Banki mogą również postrzegać ubieganie się o tego rodzaju kredyt jako oznakę słabego zarządzania gotówką przez przedsiębiorstwo i dlatego za wyższy poziom postrzeganego ryzyka pobierają wyższe oprocentowanie.

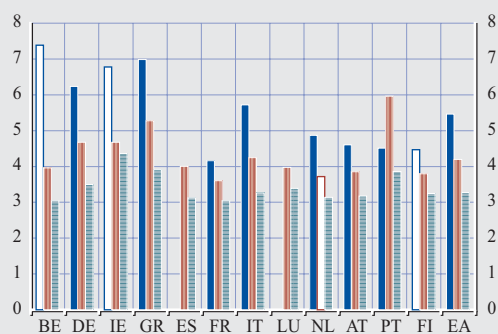
Ponadto, w przypadku kredytów (z wyłączeniem kredytów w rachunku bieżącym) dostrzec można różnice dotyczące średniej długości okresu obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania w ramach danej kategorii instrumentów finansowych. Biorąc pod uwagę fakt, że krzywa dochodowości jest zwykle nachylona w górę, stopy procentowe będą prawdopodobnie wyższe w tych krajach, w których średnia długość okresu obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania jest bliższa górnej granicy danej kategorii instrumentów finansowych. Wiąże się z tym również kwestia potencjalnego wpływu metody agregacji oprocentowania w przypadku nowo zakładanej działalności gospodarczej, ponieważ częściej udzielane są kredyty o krótszych terminach zapadalności niż te o dłuższych terminach.

Do innych istotnych czynników zaliczyć można wreszcie niektóre specyficzne cechy otoczenia rynkowego kredytów dla przedsiębiorstw, w szczególności wielkość firmy, dostęp do finansowania pozabankowego, kategorie kredytodawców oraz bankowość partnerską (ang. *relationship banking*).

Wykres C Stopy procentowe kredytów MIF dla przedsiębiorstw¹⁾

(oprocentowanie roczne; średnia dla okresu od stycznia 2003 r. do grudnia 2006 r.)

- Kredyty w rachunku bieżącym
- Kredyty na kwotę do 1 mln euro o zmiennej stopie procentowej i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku
- Kredyty na kwotę powyżej 1 mln euro o zmiennym oprocentowaniu/zmiennej stopie procentowej i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku



Źródło: EBC.
1) Zob. uwagi do wykresu A.

DALSZY WZROST POPYTU NA FINANSOWANIE ZEWNĘTRZNE PRZEDSIĘBIORSTW

W ciągu 2006 r. sektor przedsiębiorstw jeszcze bardziej zwiększył swój popyt na finansowanie zewnętrzne.

Popyt na finansowanie zewnętrzne wzrósł pomimo wysokiego poziomu środków wewnętrznych. Rentowność sektora przedsiębiorstw notowanych na giełdzie w strefie euro utrzymała się na wysokim poziomie w 2006 r., jak wskazuje, na przykład, wskaźnik dochodu netto do wartości sprzedaży (zob. wykres 20)⁹. Wskaźniki rentowności wzrosły szczególnie zauważalnie w sektorach transportowym i komunikacyjnym, podczas gdy zyski w sektorach handlu hurtowego i detalicznego znalazły się poniżej średniej dla wszystkich przedsiębiorstw będących spółkami giełdowymi. Ta druga z wymienionych prawidłowości może stanowić odzwierciedlenie umiarkowanego wzrostu spożycia prywatnego w strefie euro.

Realna roczna stopa wzrostu finansowania przedsiębiorstw wzrosła z 1,2% pod koniec 2004 r. do 4,5% na zakończenie 2006 r. Tendencja ta wynikała głównie z dużego zwiększenia się udziału kredytów przyznanych przez sektor MIF, podczas kiedy wzrost udziału dłużnych papierów wartościowych i akcji notowanych na giełdzie był skromniejszy (zob. wykres 21).

W 2006 r. utrzymał się szybki wzrost kredytów sektora MIF – dla całego spektrum terminów zapadalności – a w grudniu 2006 r. kredyty MIF dla przedsiębiorstw wzrastały przy rocznej stopie 13% w ujęciu nominalnym. O ile takich wartości rocznego wzrostu nie notowano od wprowadzenia euro w 1999 r., należy pamiętać, że dynamika akcji kredytowej banków dla sektora przedsiębiorstw w pozostałych głównych gospodarkach także była duża, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, które notowały coraz silniejszy wzrost akcji kredytowej na przestrzeni ostatnich kilku lat. Według szacunków banków, jak wyjaśniają to badania ankietowe Eurosystemu

Wykres 20 Wskaźniki zyskowności przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie

(w procentach)



Źródła: Thomson Financial Datastream oraz obliczenia EBC.

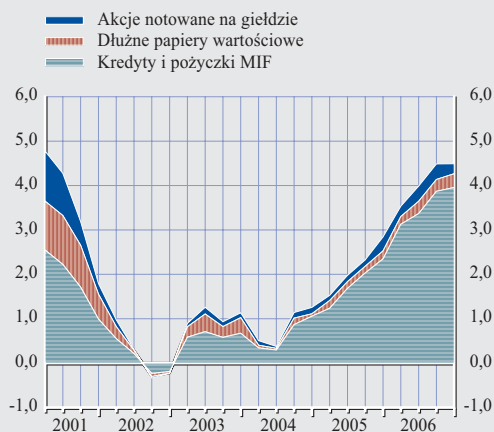
Uwaga: Obliczenia oparto na zagregowanych kwartalnych zestawieniach finansowych przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie. Wartości przypadkowe (znacznie różniące się) (ang. *outliers*) usunięto z próby. W porównaniu z wynikiem operacyjnym, który jest zdefiniowany jako sprzedaż pomniejszona o koszty operacyjne, dochód netto odnosi się do wyniku operacyjnego i dochodu nie pochodzącego z działalności po opodatkowaniu i uwzględnieniu pozycji nadzwyczajnych.

dotyczące akcji kredytowej, potrzeby finansowe wiążące się z prawdziwą działalnością gospodarczą – a mianowicie zapasami, kapitałem obrotowym oraz inwestycjami w środki trwałe – stopniowo stawały się coraz istotniejsze dla wyjaśnienia utrzymującego się wzmocnienia popytu na kredyty w strefie euro w 2006 r. Z drugiej jednak strony, inne czynniki o bardziej finansowym charakterze, takie jak zapotrzebowanie na finansowanie fuzji i przejęć, także miały swój udział w popycie na kredyty netto. Złagodzenie warunków udzielania kredytów przez banki w ciągu ostatnich kilku lat mogło także dodatkowo przyczynić się do zaistnienia obecnej sytuacji w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw.

⁹ Zob. też ramkę zatytułowaną „Zmiany w rentowności przedsiębiorstw i w pozyskiwaniu finansowania przez giełdowe spółki strefy euro” w Biuletynie Miesięcznym EBC z czerwca 2006 r.

Wykres 21 Rozkład realnej rocznej stopy wzrostu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw¹⁾

(roczne zmiany w procentach)

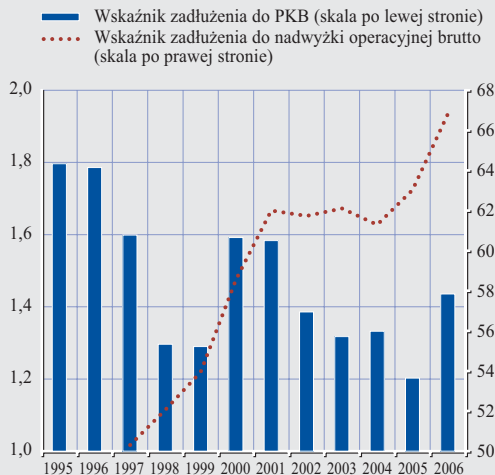


Źródło: EBC.

1) Realna roczna stopa wzrostu jest definiowana jako różnica pomiędzy rzeczywistą, roczną stopą wzrostu a stopą wzrostu deflatora PKB.

Wykres 22 Wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw

(w procentach)



Źródło: EBC i Eurostat.

Uwaga: Dane dla 2006 r. są danymi szacunkowymi.

W przeciwieństwie do ekspansji finansowania przedsiębiorstw przez banki, finansowanie przez rynek – zarówno wierzycielskie, jak i udziałowe – utrzymało się na stosunkowo niskim poziomie. Roczna stopa wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa, kształtując się na średnim w 2006 r. poziomie około 4,0%, była stosunkowo ograniczona, podobnie jak w latach ubiegłych. Prawdopodobnym wytłumaczeniem umiarkowanego wzrostu w tej kategorii jest większa skala podwyżek kosztów finansowania rynkowego w stosunku do finansowania bankowego w 2006 r. i zastąpienie dłużnych papierów wartościowych kredytami celem sfinansowania fuzji i przejęć. Istnieją oczywiście pewne dowody świadczące o tym, że ekspansja fuzji i przejęć jest przede wszystkim finansowana bankowymi kredytami konsorcjalnymi, a nie dłużnymi papierami wartościowymi, które były szerzej wykorzystywane dla takich transakcji przy wcześniejszych okazjach.

Roczna dynamika emisji akcji dopuszczonych do obrotu przez przedsiębiorstwa w strefie euro wykazała pewną tendencję zwyżkową, ale

zasadniczo była nadal ograniczona. Ogólny umiarkowany udział emisji netto akcji dopuszczonych do obrotu w finansowaniu netto sektora przedsiębiorstw w strefie euro prawdopodobnie wiąże się ze znacznie wyższymi realnymi kosztami finansowania udziałowego niż finansowania wierzycielskiego. Niski wzrost można również wytłumaczyć utrzymującą się popularnością programów wykupu udziałów własnych (ang. *share buyback*). Jednocześnie wzrastają nieco w ostatnim czasie emisje brutto, czemu sprzyja rozwój publicznej oferty sprzedaży akcji na rynku pierwotnym i wtórnym. Zasadniczo, wzrost emisji brutto udziałowych papierów wartościowych przez sektor przedsiębiorstw jest prawdopodobnie związany z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w strefie euro¹⁰.

WZROST ZADŁUŻENIA PRZEDSIĘBIORSTW

Jeśli chodzi o kształtowanie się poszczególnych pozycji w bilansie sektora przedsiębiorstw w strefie euro, znaczny wzrost finansowania

¹⁰ Zob. rozdział zatytułowany *Equity issuance in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym EBC z maja 2006 r.

wierzycielskiego w sektorze przyczynił się do utrzymania się wzrostu wskaźnika zadłużenia do PKB w 2006 r. Po okresie konsolidacji, wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw jest obecnie wyższy niż analogiczne wartości zanotowane w czasie poprzednich maksimów w 2003 r., które nastąpiły po gwałtownym wzroście zadłużenia w drugiej połowie lat 90.

Płatności odsetkowe netto sektora przedsiębiorstw od kredytów i depozytów MIF jako procent PKB znacznie spadły w pierwszej połowie dekady 90. i doszły do względnie niskich poziomów w 2005 r. Ostatnio obserwowane zmiany zadłużenia, w powiązaniu z kształtowaniem się stóp procentowych przyczyniły się do znacznego wzrostu obciążenia odsetkowego przedsiębiorstw ciągu 2006 r.

2.3 ZMIANY CEN I KOSZTÓW

Roczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych (HICP) wynosiła w 2006 r. średnio 2.2% i nie uległa zmianie od 2005 r. Pomimo ogólnej stabilizacji, roczne stopy inflacji podlegały w ciągu roku znacznym wahaniom, w dużym stopniu w związku ze zmianami cen nośników energii. Utrzymały się pewne dodatkowe możliwości wystąpienia presji, zwłaszcza w związku z obserwowanym gwałtownym wzrostem globalnych cen surowców z wyłączeniem nośników energii. Dlatego też, w 2006 r. inflacja mierzona cenami dóbr zaopatrzeniowych znacznie wzrosła. Na dalszym etapie cyklu produkcyjnego pewne tendencje zwykłe dotyczące cen producentów dóbr konsumpcyjnych mogą sygnalizować pojawienie się potencjalnych efektów pośrednich wynikających z podwyżek cen surowców w przeszłości. Do tej pory efekty te są nadal umiarkowane. Wreszcie, nieznaczne zmiany kosztów pracy w dalszym ciągu przyczyniały się do ogólnie niskiego poziomu presji inflacyjnych, taki sam efekt miała aprecjacja euro.

ZMIANY CEN NOŚNIKÓW ENERGII ZNACZĄCYM CZYNNIKIEM KSZTAŁTUJĄCYM INFLACJĘ ZASADNICZĄ

Krótkoterminowe wahania cen ropy oraz efekty bazy powstałe w wyniku zmian cen nośników energii w istotny sposób wpłynęły na ogólny kształt inflacji zasadniczej HICP w 2006 r. (zob. wykres 23)

Średnia cena (wyrażona w euro) baryłki ropy naftowej Brent wzrosła o 20% w 2006 r., w porównaniu ze wzrostem w 2005 r., który wyniósł 45% (zob. tabela 1). Cen ropy naftowej również podlegały znacznej zmienności w 2006 r., rosnąc w pierwszym osiągniętych półroczu do rekordowo wysokich poziomów w sierpniu, by następnie ostro niżkować. Spadkowi cen ropy towarzyszyła – na poziomie konsumenta – gwałtowna obniżka cen nośników energii związanych z ropą naftową. Ponadto wydaje się, że wpływ na ceny uległ wzmocnieniu w wyniku znacznej obniżki marży rafineryjnej na benzynie¹¹. Udział podwyżek cen nośników energii w ogólnej stopie inflacji zasadniczej HICP, który był szczególnie wysoki w pierwszym półroczu 2006 r., znacznie się zmniejszył w drugim półroczu (zob. wykres 24). Duże podwyżki cen nośników energii, jakie miały miejsce w 2005 r., wywołały korzystne efekty bazy utrzymujące się przez większość 2006 r.¹².

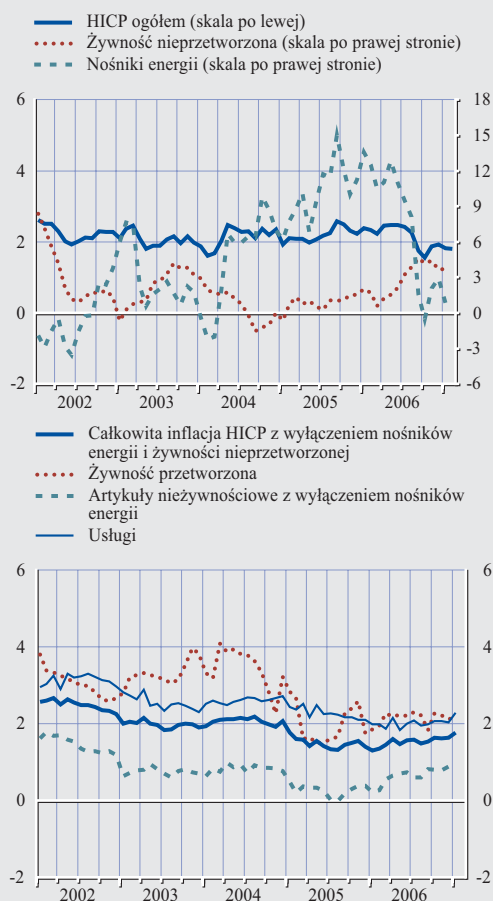
Rola cen żywności nieprzetworzonej, jako czynnika kształtującego ogólną stopę inflacji zasadniczej HICP, była znacznie wyższa w 2006 r. niż w latach minionych z uwagi na szczególne nasilenie zmian cen w trzecim i czwartym kwartale. Wynikało to głównie z utrzymujących się w większej części Europy warunków pogodowych latem, które wpłynęły na podaż warzyw i owoców. Ponadto, na przestrzeni roku zwiększył się wpływ cen mięsa jako czynnika zmian.

11 Zob. ramkę zatytułowaną *Recent developments in oil and petrol prices* w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2006 r.

12 Zob. ramkę zatytułowaną *The role of base effects in driving recent and prospective developments in HICP inflation* w Biuletynie Miesięcznym EBC ze stycznia 2007 r.

Wykres 23 Rozkład wskaźnika inflacji HICP: główne składniki

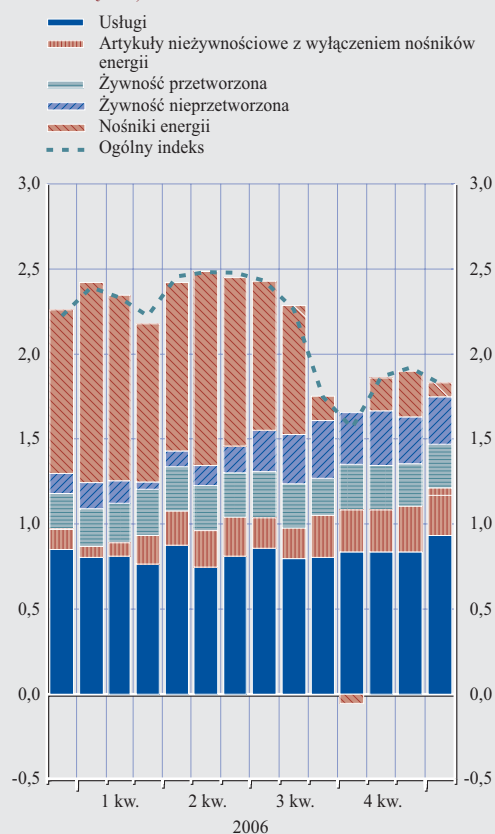
(zmiany roczne w procentach; dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

Wskaźnik 24 Udział głównych składników inflacji HICP

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



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Uwaga: Z uwagi na zaokrąglenia udziały nie sumują się dokładnie do wartości ogólnej indeksu.

Średnia roczna stopa wzrostu inflacji HICP, z wyłączeniem nośników energii i żywności nieprzetworzonej, w 2006 r. kształtowała się na poziomie 1,5%, w zasadzie bez zmian od 2005 r. W ciągu roku zaobserwowano jednakże nieznaczny przyrost inflacji HICP z wyłączeniem nośników energii i żywności nieprzetworzonej, która wzrosła z 1,4% w pierwszym kwartale do 1,6% w czwartym kwartale. Głównym czynnikiem zwyżkowej tendencji było obserwowane podwyższenie rocznej stopy wzrostu cen towarów przemysłowych z wyłączeniem nośników energii, która wzrosła z 0,3% w pierwszym kwartale do 0,8% w czwartym kwartale.

Tendencja ta najprawdopodobniej stanowiła odzwierciedlenie stopniowej transmisji wcześniejszych wzrostów cen nośników energii i surowców z wyłączeniem nośników energii. Wzrost cen usług utrzymywał się w zasadzie na stałym poziomie 2% w 2006 r., pomimo pewnej zmienności krótkoterminowej wywołanej przez niektóre składniki ujęte w tej kategorii, takie jak np. ceny usług turystyki zorganizowanej, na które wpłynęło przesunięcie terminu wypoczynku wiosennego w 2006 r. Ogólnie biorąc, w 2006 r. wewnętrzna presja inflacyjna – jak się wydaje – była nadal umiarkowana, a jednocześnie na poziomie cen konsumenta była nadal ograniczona transmisja

Tabela 1 Zmiany cen

(zmiany roczne w procentach, chyba że zaznaczono inaczej)

	2004	2005	2006	2005 IV kw.	2006 I kw.	2006 II kw.	2006 III kw.	2006 IV kw.	2007 sty.	2007 luty
Wskaźnik inflacji HICP i jej komponenty										
Indeks ogólny ¹⁾	4,5	10,1	7,7	11,1	12,2	11,6	6,3	1,5	0,9	.
Nośniki energii	3,4	2,0	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	.
Żywność przetworzona	0,6	0,8	2,8	1,4	1,4	1,6	3,9	4,1	3,7	.
Żywność nieprzetworzona										
Artykuły nieżywnościowe z wyłączeniem nośników energii	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,7	0,7	0,8	0,9	.
Usługi	2,6	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,3	.
Pozostałe wskaźniki cenowe										
Ceny producentów ²⁾	2,3	4,1	5,1	4,4	5,2	5,8	5,4	4,1	2,9	.
Ceny ropy naftowej (w euro za baryłkę) ³⁾	30,5	44,6	52,9	48,6	52,3	56,2	55,7	47,3	42,2	44,9
Ceny surowców ⁴⁾	10,8	9,4	24,8	23,2	23,6	26,2	26,6	23,0	15,6	.

Źródło: Eurostat, Thomson Financial Datastream, Hamburg Institute of International Economics oraz obliczenia EBC.

1) Wskaźnik inflacji HICP w lutym 2007 r. odnosi się do wstępnych szacunków Eurostatu.

2) Z wyłączeniem budownictwa.

3) Mieszanka Brent (dostawa z terminem miesięcznym).

4) Z wyłączeniem nośników energii, w euro.

wcześniejszych wzrostów cen ropy naftowej i innych surowców.

Pomimo znacznych wstrząsów inflacyjnych w 2006 r., zwłaszcza w postaci zmian cen nośników energii i inflacji zasadniczej

utrzymującej się na poziomie powyżej 2% w ciągu całego okresu pierwszych trzech kwartałów, długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostały zakotwiczone na poziomach zgodnych z utrzymaniem stabilności cen (zob. ramka 3).

Ramka 3

DŁUGOTERMINOWE OCZEKIWANIA INFLACYJNE W STREFIE EURO

Podstawowym celem polityki monetarnej EBC jest utrzymanie stabilności cen. By go osiągnąć, Rada Prezesów EBC dąży do utrzymania rocznego tempa wzrostu HICP w strefie euro na poziomie niższym niż, ale bliskim, 2% w średnim okresie. Stabilizacja długoterminowych oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych w strefie euro na poziomie zbieżnym ze stabilnością cen, to zasadniczy wymóg skutecznej polityki monetarnej. Podczas gdy wstrząsy będące poza kontrolą polityki monetarnej, takie jak np. podwyżki cen ropy, mogą mieć wpływ na inflację zasadniczą w krótkim okresie i przez to wpływają na krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne, długoterminowe oczekiwania inflacyjne powinny odzwierciedlać poziom zaufania podmiotów gospodarczych do możliwości osiągnięcia przez EBC przyjętego celu stabilności cen. Wiarygodna polityka monetarna pomaga trwale powiązać długoterminowe oczekiwania inflacyjne z tym właśnie celem. W niniejszej ramce dokonano przeglądu różnego rodzaju wskaźników długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, które mogą być zastosowane do oceny wiarygodności polityki monetarnej w strefie euro, oraz przeanalizowano ich zmiany od roku 2001.

Różne sposoby pomiaru długoterminowych oczekiwań inflacyjnych

Informacje na temat długoterminowych oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych w strefie euro można uzyskać dzięki dwóm rodzajom pomiaru: badaniom ankietowym lub badaniom rynku finansowego. Różnią się nie tylko rodzajem prowadzonych pomiarów (bezpośrednie vs pośrednie), ale też kategorią podmiotów uwzględnionych w badaniu oraz ich horyzontem czasowym¹. Informacje sondażowe na temat długoterminowych nastrojów inflacyjnych na poziomie strefy euro można uzyskać z trzech źródeł. Pierwszym z nich są kwartalne raporty ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) (badania ankietowe prognoz makroekonomicznych prowadzone przez ekspertów EBC) sporządzane od 2001 r., które są prognozami o horyzoncie pięcioletnim, przygotowanymi przez zespół ekspertów zarówno z instytucji finansowych, jak i niefinansowych zlokalizowanych w UE². Po drugie, Consensus Economics publikuje dwa razy do roku prognozy długoterminowe (o perspektywie 6-10 lat), sporządzone przez ekspertów bankowych oraz finansowych, dotyczące cen konsumpcyjnych w strefie euro. Wreszcie, raport Euro Zone Barometer (tzw. barometr strefy euro) zawiera kwartalne prognozy dotyczące inflacji w perspektywie do czterech lat.

Długoterminowe oczekiwania inflacyjne można także obliczyć za pomocą instrumentów rynku finansowego. Dane uzyskane od uczestników tego rynku na temat średnich oczekiwań inflacyjnych w okresie pozostającym do wykupu obligacji można oszacować jako rozpiętość pomiędzy rentownością obligacji nominalnych a rentownością obligacji indeksowanych o tym samym terminie do wykupu. Ten wskaźnik jest powszechnie określany jako progowa stopa inflacji. Innym miernikiem długoterminowych oczekiwań inflacyjnych opartym na rynkach finansowych może być wskaźnik określany na podstawie swapów inflacyjnych o analogicznym okresie zapadalności. Wszelkie dane pochodzące z rynku finansowego mają tę przewagę, że są dostępne w czasie rzeczywistym dla szerokiego spektrum horyzontów oczekiwań. Niemniej jednak należą one do pośrednich sposobów pomiaru oczekiwań inflacyjnych, ponieważ zawierają zazwyczaj ukrytą premię za ryzyko (w szczególności premię za ryzyko inflacyjne oraz ryzyko płynności) i mogą ulegać zniekształceniom na skutek wpływu technicznych czynników rynku. Niezależnie od powyższego, w porównaniu do sondaży, wskaźniki oparte na informacjach rynkowych są dużo bliższe faktycznym reakcjom podmiotów gospodarczych. Podsumowując, obie te miary są jedynie niedoskonałym przybliżeniem długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, toteż zaleca się stosowanie analizy łącznej i porównywanie wyników uzyskanych z różnych źródeł.

Zmiany długoterminowych oczekiwań inflacyjnych od 2001 r.

Wykres A przedstawia wyżej wymienione wskaźniki dotyczące długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Pomimo iż różnią się one horyzontami czasowymi, wnioski, jakie można z nich wyciągnąć, są raczej podobne. W szczególności – jak wskazują pomiary sondażowe dotyczące długoterminowych oczekiwań inflacyjnych – utrzymują się one na zadziwiająco stabilnym poziomie i wynoszą nieco poniżej 2%. Progowe stopy inflacji wykazywały większą zmienność – powyżej 2%, co może być związane z faktem, że odzwierciedlają one nie tylko poziom oczekiwań inflacyjnych, ale obejmują też dodatnią, zmienną w czasie, premię za ryzyko inflacyjne.

1 Więcej informacji na ten temat można znaleźć w artykule *Measures of inflation expectations in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym EBC z lipca 2006 r.

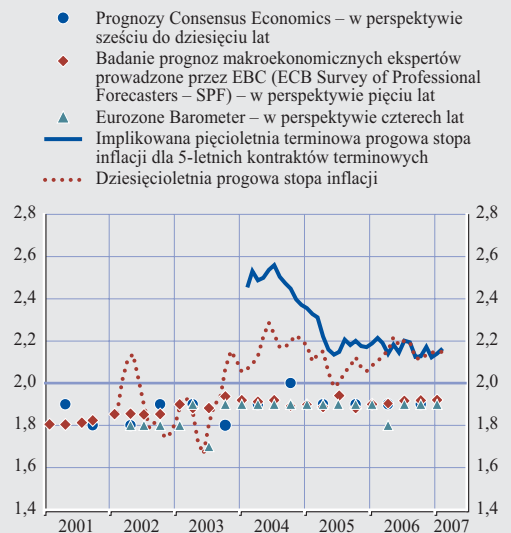
2 Długoterminowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro w latach 1999 i 2000 są dostępne jedynie w ujęciu jednorocznym.

Uderzająca jest stabilność średnich sondażowych pomiarów oczekiwań inflacyjnych. Jednakże za wynikiem stoją regularne korekty poszczególnych prognoz, które wzajemnie się równoważą. Na przykład, jak widać to na wykresie B, wyniki SPF wykazują od roku 2001 stopniowe przesunięcie rozkładu oczekiwań, prowadzące do zmniejszenia odchylenia standardowego w odpowiedziach indywidualnych oraz większego udziału respondentów podających poziom 1,9% oraz 2,0% jako wartość swoich długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie zaś od 2001 r. zmniejszył się odsetek respondentów, którzy wskazywali wartości 1,6% lub poniżej jako oczekiwane wartości inflacji.

Zdolność banku centralnego do zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych może być oceniana na podstawie tego, w jakim stopniu długoterminowe oczekiwania inflacyjne stanowią odpowiedź na zmiany oczekiwań inflacyjnych w najkrótszym okresie. Wykres C przedstawia krzywą indywidualnych korekt oczekiwań inflacyjnych w krótkim okresie (tzn. jeden rok naprzód) oraz w dłuższym okresie (tzn. pięć lat naprzód) pomiędzy dwoma turami sondażowymi wg odpowiedzi uczestników ankiety przeprowadzonej przez SPF. Wyniki wskazują na słabą w istocie współzależność pomiędzy zmianami w prognozach krótkoterminowych oraz oczekiwaniach długoterminowych. Pomimo kilku krótkotrwałych szoków cenowych oddziałujących w kierunku wzrostu inflacji (np. skoków cen ropy, szoków związanych z czynnikami pogodowymi i rynkiem towarów spożywczych, nieprzewidzianych wzrostów cen kontrolowanych i podatków pośrednich) w połączeniu ze stałą tendencją do zaniżania krótkoterminowych oczekiwań inflacyjnych przez zawodowych analityków, nie odnotowuje się wpływu tychże czynników na długoterminowe oczekiwania inflacyjne. Stabilność długoterminowych oczekiwań inflacyjnych wskazuje, że podmioty gospodarcze są przekonane, iż EBC zagwarantuje odporność średnio- i długoterminowych zmian cen na tego typu szoki krótkoterminowe.

Wykres A Wskaźniki dotyczące oczekiwań długoterminowej inflacji dla strefy euro

(średnie zmiany roczne w procentach)

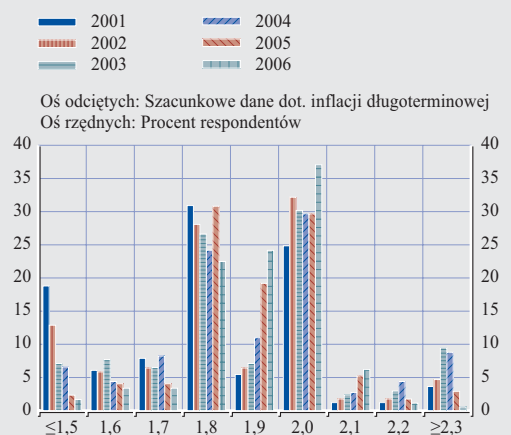


Źródła: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, EBC, Reuters oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dziesięcioletnia progowa stopa inflacji wyliczona przed marcem 2005 r. na podstawie obligacji z terminem wykupu do 2012 r., później – na podstawie obligacji z terminem wykupu w 2015 r. Ostatnie badania sondażowe Consensus Economics odnoszą się do lat 2012 – 2016, ostatnie badania prowadzone przez EBC oraz Eurozone Barometer odnoszą się do 2011 r.

Wykres B Rozkład częstotliwości pięcioletnich oczekiwań inflacyjnych wśród respondentów SPF (2001 – 2006)

(procent respondentów, stopa długoterminowej inflacji)



Źródło: EBC.

Zmiany rozkładu prawdopodobieństwa jako wskaźnik postrzeganego zagrożenia dla stabilności cen

Uczestnicy sondaży SPF są też proszeni o podanie prawdopodobieństwa trafności ich prognoz. Rozkład taki, stanowiący wskaźnik procentowy, pomaga uzyskać informacje na temat prawdopodobieństwa przyszłego wyniku w określonym horyzoncie czasowym. Na poziomie zagregowanym ten rodzaj informacji jest szczególnie przydatny przy ocenie tego, jaki w opinii respondentów jest przeciętny poziom ryzyka, że faktyczny wskaźnik inflacji znajdzie się powyżej lub poniżej konkretnego zakresu. Mając na uwadze liczbową definicję celu stabilności cen postawionego przez EBC, prawdopodobieństwo faktycznej inflacji na poziomie 2% lub powyżej tej wartości wynikające z danych SPF może być użyte jako wskaźnik umożliwiający ocenę zagrożenia dla stabilności cen w opinii respondentów. W ocenie uczestników sondaży SPF prawdopodobieństwo faktu, iż w długim okresie inflacja może wynieść 2% lub ponad 2% stopniowo wzrastało od ok. 35% w 2001 r. do ok. 40% w 2003 r. W ostatnich latach wskaźnik ten pozostawał w miarę stabilny i wahał się pomiędzy 40% a 45%. Jako że średnie długoterminowe oczekiwania inflacyjne respondentów SPF pozostawały na niezmiennym poziomie od początku 2002 r. – 1,9%, zmiany w ocenie prawdopodobieństwa zdają się odzwierciedlać zmiany zachodzące w ocenie ryzyka przez respondentów. Potwierdza to częściowo także wykres D, który wskazuje na pewną zależność pomiędzy prawdopodobieństwem, że wskaźnik inflacji w horyzoncie pięcioletnim wyniesie 2% lub ponad 2%, a wskaźnikiem 10-letniej progowej stopy inflacji zawierającej premię za ryzyko inflacyjne.

Wnioski

Podsumowując, na podstawie analizy opartej na porównaniu różnych rodzajów pomiarów długoterminowych oczekiwań inflacyjnych można stwierdzić, że pomimo faktycznego wzrostu inflacji oraz wzrostu wskaźników związanych z krótkoterminowymi oczekiwaniami inflacyjnymi ze względu na wstrząsy, które ostatnio miały miejsce, długoterminowe oczekiwania inflacyjne wykazują dużą stabilność i są na ogół mocno zakotwiczone na poziomie zgodnym z celami EBC, który zakłada utrzymanie wskaźnika inflacji nieco poniżej, ale blisko, poziomu 2%.

Wykres C Zależność pomiędzy zmianami krótkoterminowych i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych w SPF (2001-2006)

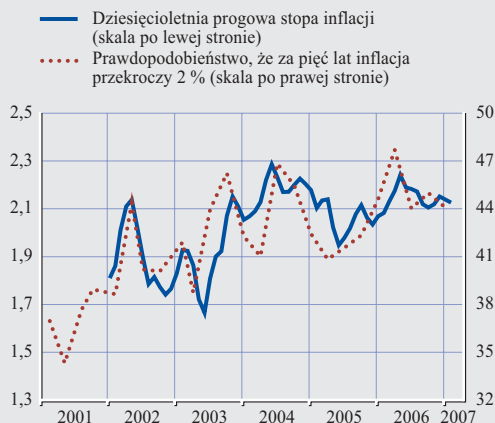
(punkty procentowe)



Źródło: EBC.

Wykres D Prawdopodobieństwo, że za pięć lat wskaźnik inflacji HICP oraz progowa stopa inflacji wyniosą lub przekroczą 2%

(w procentach)



Źródła: EBC, Reuters oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dziesięcioletnia terminowa progowa stopa inflacji obliczona na podstawie obligacji z terminem wykupu przed marcem 2015 r. oraz obligacji z terminem wykupu po 2015 r.

Jednocześnie zaś nie ma powodu do popadania w samozadowolenie, ponieważ liczba opinii stwierdzających ryzyko ukształtowania się wskaźnika inflacji na poziomie 2% lub nieco powyżej rośnie z upływem czasu. Sytuacja ta wymaga ciągłej czujności w prowadzeniu polityki monetarnej, niemniej jednak świadczy jednocześnie o tym, że długoterminowe oczekiwania inflacyjne potwierdzają wiarygodność polityki monetarnej EBC w opinii podmiotów gospodarczych w strefie euro.

OGRANICZONE SKUTKI POŚREDNIE NA DALSZYCH ETAPACH CYKLU PRODUKCYJNEGO

Ogólny roczny wskaźnik wzrostu cen producentów w przemyśle w strefie euro (z wyłączeniem budownictwa) wzrósł średnio z 4,1% w 2005 r. do 5,1% w 2006 r. (zob. wykres 25). Choć największy udział we wzroście miały ceny nośników energii, to roczny wskaźnik wzrostu cen producentów w przemyśle w strefie euro z wyłączeniem nośników energii także podlegał tendencji wzrostowej w 2006 r., co stanowiło odzwierciedlenie silnych presji ze strony cen surowców z wyłączeniem nośników energii oraz pośredniego wpływu wyższych cen ropy.

Roczna stopa wzrostu cen dóbr zaopatrzeniowych znacznie wzrósł w pierwszym półroczu 2006 r., z 1,9% w grudniu 2005 r. do 6,4% w sierpniu 2006 r. W ten sposób wskaźnik osiągnął swoją najwyższą wartość od ponad dziesięciu lat, głównie w wyniku wzrostu cen surowców przemysłowych a zwłaszcza metali. Ponadto do presji inflacyjnej w obszarze cen dóbr zaopatrzeniowych przyczynił się – chociaż w mniejszym stopniu – także efekt pośredni wzrostu cen ropy naftowej. W drugim półroczu 2006 r. wzrost cen dóbr zaopatrzeniowych był wysoki. Jednakże dynamika krótkoterminowa spadła pod koniec roku, prawdopodobnie w następstwie pewnego wyhamowania wzrostu cen surowców z wyłączeniem nośników energii, jak też wskutek stosunkowo dużego spadku cen ropy naftowej i wzmocnienia się wartości euro wobec dolara USA.

Na dalszych etapach cyklu produkcyjnego, inflacja mierzona wzrostem cen producentów była niższa, chociaż roczny wskaźnik wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych utrzymał tendencję wzrostową obserwowaną od połowy 2005 r. Zmiany te przede wszystkim potwierdzały, że do wzrostu przyczyniały się pośrednie efekty wcześniejszych podwyżek cen surowców. W przypadku dóbr konsumpcyjnych, od sierpnia wystąpiło pewne spowolnienie wzrostu, w wyniku połączenia wpływu wywieranego przez dwa szczególne czynniki (w postaci cen wyrobów tytoniowych i artykułów związanych ze zdrowiem). Przy pominięciu efektów wywieranych przez te czynniki, z ogólnych prawidłowości wynikało, że firmy były częściowo w stanie dokonać transmisji wyższych kosztów produkcji na konsumentów.

Wykres 25 Struktura cen producentów w przemyśle

(zmiany roczne w procentach; dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

Tabela 2 Wskaźniki kosztów pracy

(roczne zmiany w procentach, jeżeli nie zaznaczono inaczej)

	2004	2005	2006	2005 IV kw.	2006 I kw.	2006 II kw.	2006 III kw.	2006 IV kw.
Płace negocjowane	2,1	2,1	2,2	2,0	2,1	2,4	2,0	2,4
Całkowite koszty pracy na godzinę	2,4	2,4	.	2,4	2,3	2,4	2,0	.
Wynagrodzenie na pracownika	2,1	1,6	.	1,9	2,1	2,3	2,0	.
<i>Memo:</i>								
Wydajność pracy	1,0	0,7	.	1,0	1,2	1,5	1,2	.
Jednostkowe koszty pracy	1,1	0,9	.	0,9	0,8	0,8	0,8	.

Źródła: Eurostat, dane krajowe oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane dotyczące wynagrodzenia wynegocjowanego nie obejmują Słowenii.

Ogólnie biorąc, do końca 2006 r. transmisja wcześniejszych podwyżek cen surowców na poziomie cen producentów wydawała się ograniczona, być może została złagodzona przez spadki cen ropy w okresie od sierpnia tego roku i aprecjację euro w czwartym kwartale. Niski poziom presji kosztów pracy również mógł odgrywać rolę przy zmniejszeniu efektu zewnętrznych presji na ceny. Jednakże utrzymuje się zagrożenie wzrostem inflacji, polegające na tym, że wyższe pozapłacowe koszty produkcji w niektórych sektorach mogłyby zostać przeniesione na konsumentów, gdyby zdolność producentów do kształtowania cen (ang. *pricing power*) wzmocniła się wraz z polepszeniem perspektyw gospodarczych.

KOSZTY PRACY POZOSTAJĄ UMIARKOWANE

Roczny wskaźnik wzrostu wynagrodzenia na pracownika podlegał umiarkowanemu wzrostowi w 2006 r. Wzrósł on średnio do 2,1% na przestrzeni pierwszych trzech kwartałów 2006 r. i odzyskał swój normalny poziom startując ze znacznie niższego średniego pułapu (1,6%) w 2006 r. (zob. tabela 2).

Ponieważ roczna stopa wzrostu kosztów pracy na godzinę pozostawała dość stabilna w tym okresie, mogło to świadczyć o korekcie w górę liczby godzin przepracowanych przez pracownika, wraz ze stopniowym ożywieniem działalności gospodarczej¹³. Takie same zmiany uwidoczniły się na poziomie sektorowym w 2006 r., przy nieco bardziej dynamicznym i zmiennym wzroście wynagrodzenia na pracownika w sektorach przemysłowych niż

Wykres 26 Wynagrodzenie na pracownika w poszczególnych sektorach

(zmiany roczne w procentach; dane kwartalne)



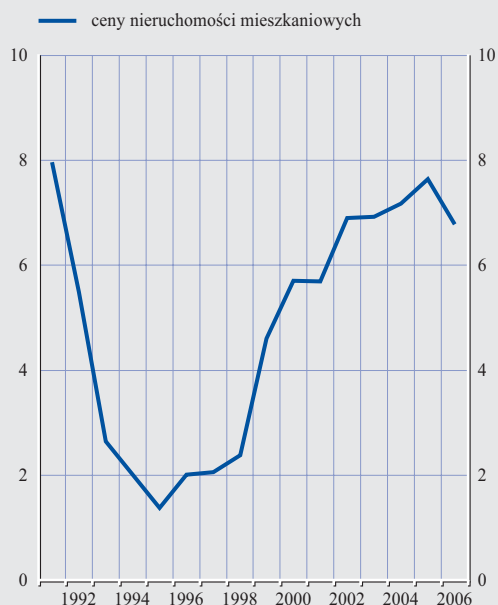
Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

w sektorze usług (zob. wykres 26). Takie wahania liczby godzin przepracowanych na pracownika mają również wpływ na podwyższenie jednostkowej wydajności pracy na pracownika, co sugeruje, że są obojętne dla kształtowania się jednostkowych kosztów pracy.

¹³ Zob. ramkę zatytułowaną „Zmiany w liczbie godzin przepracowanych ogółem w strefie euro” w Biuletynie Miesięcznym EBC z września 2006 r.

Wykres 27 Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

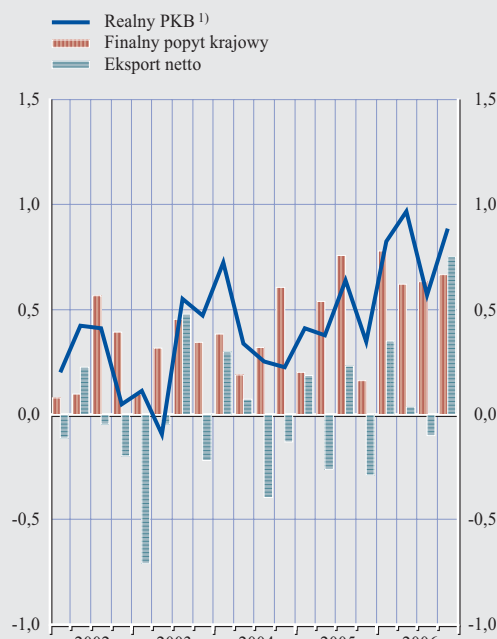
(zmiany roczne w procentach; dane roczne)



Źródło: Obliczenia EBC oparte na nieujednoczonych danych krajowych.
Uwaga: Dane za 2006 r. odnoszą się do pierwszej połowy roku.

Wykres 28 Udział we wzroście kwartalnym realnego PKB

(udziały kwartalne w punktach procentowych; skorygowane sezonowo)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC
1) Zmiana procentowa w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Ogólnie biorąc, dostępne wskaźniki kosztów pracy potwierdziły obraz utrzymujących się umiarkowanych zmian wynagrodzeń w 2006 r., chociaż pomiędzy krajami występowało w tym zakresie znaczne zróżnicowanie. Wzrost dynamiki tych wskaźników odnotowany w drugim kwartale miał charakter przejściowy i był powodowany jednorazowymi wypłatami w poszczególnych krajach. Wynegocjowane podwyżki płac w dalszym ciągu uległy zmniejszeniu w 2006 r. (średnia wysokość wynosiła 2,2%, w porównaniu do 2,1% w 2005 r.), pomimo pewnej zmienności na przestrzeni roku.

W pierwszych trzech kwartałach 2006 r., roczny wskaźnik wzrostu jednostkowych kosztów pracy utrzymał się na stabilnym poziomie 0,8%, czyli poniżej wartości obserwowanych w 2005 r. i w latach poprzednich. Zasadniczo koszty pracy pozostały czynnikiem tłumiącym

krajowe presje inflacyjne w strefie euro. Tak więc ożywienie działalności gospodarczej i poprawa sytuacji na rynku pracy w 2006 r., nie przyniosły – w widoczny sposób – znaczącej akumulacji presji płacowych na przestrzeni tego roku. Świadczy to prawdopodobnie o wpływie na negocjacje płacowe, jaki wywarły takie czynniki jak ryzyko relokacji przy silnej globalnej presji konkurencyjnej, zwłaszcza w sektorze przetwórstwa przemysłowego i pogłębienie świadomości o konieczności zachowania konkurencyjności cen. Inne elementy też mogły odgrywać pewną rolę, np. pozytywny wpływ wiarygodnej polityki pieniężnej na oczekiwania inflacyjne, spadek uzwiązkowienia załóg pracowniczych i odsetek zatrudnionych w niepełnym wymiarze czasu pracy lub na umowy krótkoterminowe. W związku z tym reformy rynku pracy mogły mieć znaczenie dla postępującego ograniczenia kosztów pracy.

Tabela 3 Składniki wzrostu realnego PKB

(zmiany w procentach, chyba że zaznaczono inaczej; skorygowane sezonowo)

	Roczna stopa wzrostu ¹⁾					Kwartalna stopa wzrostu ²⁾							
	2004	2005	2006	2005 IV kw.	2006 I kw.	2006 II kw.	2006 III kw.	2006 IV kw.	2005 IV kw.	2006 I kw.	2006 II kw.	2006 III kw.	2006 IV kw.
Realny PKB	1,8	1,5	2,8	1,8	2,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,8	1,0	0,6	0,9
<i>w tym:</i>													
Popyt krajowy ³⁾	1,6	1,8	2,5	2,0	2,2	2,5	2,8	2,3	0,6	0,5	0,9	0,7	0,1
Spożycie prywatne	1,4	1,5	1,8	1,2	1,8	1,7	1,7	2,1	0,1	0,6	0,3	0,7	0,5
Spożycie indywidualne	1,4	1,4	2,3	1,6	2,5	2,0	2,1	2,5	0,1	1,4	0,0	0,6	0,5
Nakłady brutto na środki trwałe	1,7	2,7	4,3	3,2	3,6	4,7	4,0	4,8	0,4	0,8	2,1	0,6	1,2
Zmiany stanu zapasów ⁴⁾	0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,5	-0,5	0,5	-0,3	0,3	0,0	-0,5
Eksport netto ³⁾	0,2	-0,2	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,0	1,1	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,8
Eksport ⁵⁾	6,4	4,5	8,1	4,8	8,4	7,5	6,7	9,8	0,7	3,1	0,9	1,8	3,7
Import ⁵⁾	6,3	5,4	7,5	5,4	8,8	6,9	7,0	7,3	1,5	2,3	0,8	2,2	1,9
Realna wartość dodana brutto													
<i>w tym:</i>													
Przemysł z wyłączeniem													
budownictwa	1,5	1,7	4,0	2,9	3,5	4,1	4,3	4,2	0,5	1,3	1,4	1,0	0,4
Budownictwo	1,5	1,1	3,7	2,1	2,4	3,5	4,1	4,8	0,9	-0,3	2,4	1,1	1,5
Usługi rynkowe ⁶⁾	1,9	2,0	2,9	2,0	2,2	3,0	2,9	3,4	0,3	1,0	1,2	0,5	0,8

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC

Uwaga: Dane zostały skorygowane sezonowo oraz częściowo pod względem dni roboczych, ponieważ nie wszystkie kraje obszaru euro przedstawiają kwartalne raporty skorygowane pod względem dni roboczych.

1) Zmiana procentowa w porównaniu z analogicznym okresem sprzed roku.

2) Zmiana procentowa w porównaniu z poprzednim kwartałem.

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

4) W tym nabycie składników majątku pomniejszone o ich zbycie.

5) Eksport i import obejmują towary oraz usługi, z uwzględnieniem handlu transgranicznego w obrębie strefy euro. Ponieważ handel wewnątrz strefy euro nie został wyłączony z danych o imporcie i eksporcie 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, łączności, finansów, usług dla firm oraz usług dotyczących nieruchomości i ich wynajmu.

Umiarkowany wzrost płac i większa dynamika gospodarcza przyczyniały się do rozwoju rentowności w strefie euro w 2006 r. Wskaźnik ogólnej marży zysku mierzonej za pomocą różnicy pomiędzy deflatorem PKB a jednostkowymi kosztami pracy wskazywał na utrzymywanie się dynamicznego wzrostu rentowości w trzecim kwartale 2006 r.

OZNAKI WYHAMOWANIA WZROSTU CEN NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

Ceny nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro, pominięte przy pomiarze inflacji HICP, wykazywały dalsze oznaki stopniowego wyhamowania wzrostu w 2006 r. (zob. wykres 27). Na podstawie dostępnych informacji szacuje się, że ich wzrost w ujęciu rocznym zmalał z 8% w pierwszym półroczu 2005 r. i 7,3% w drugim półroczu 2005 r., do 6,8% w pierwszym półroczu 2006 r. Na poziomie krajowym, pewne złagodzenie

wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych w porównaniu do drugiego półrocza 2005 r. dało się zauważyć w Belgii, Hiszpanii, Francji i we Włoszech. W innych krajach strefy euro wskaźniki wzrostu pozostały w zasadzie stabilne, oprócz Irlandii, gdzie znacznie wzrosły. Z dostępnych informacji można wywnioskować, że tendencje, według których kształtują się ceny nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro, wciąż wykazują istotne rozbieżności w przekroju strefy euro w 2006 r. Zwłaszcza utrzymująca się słabość rynku mieszkaniowego w Niemczech stoi w sprzeczności z rozwojem sytuacji w większości gospodarek strefy euro.

2.4 PRODUKCJA, POPYT I SYTUACJA NA RYNKU PRACY

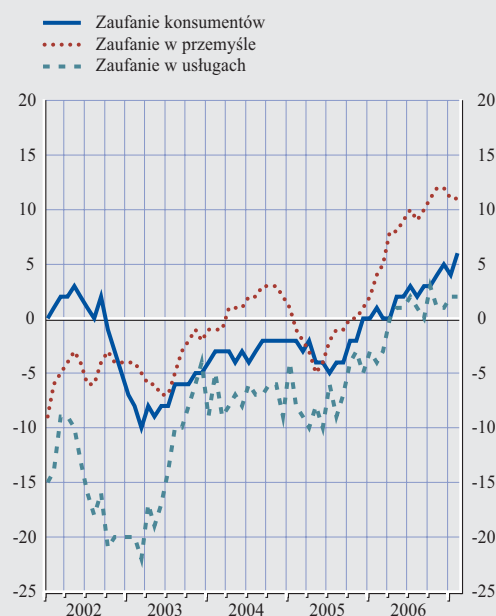
WZROST GOSPODARCZY W 2006 R.

W porównaniu z 1,5% w 2005 r. realny wzrost PKB w strefie euro znacznie się zwiększył w 2006 r. do 2,8%, (po uwzględnieniu korekty wynikającej z liczby dni roboczych) przekraczając poziom dostępnych danych szacunkowych dotyczących potencjału wzrostu i osiągnął najwyższe wartości od 2000 r. Ożywienie gospodarcze zapoczątkowane w drugim półroczu 2005, nabrało tempa w pierwszym półroczu 2006 r., po czym tylko nieznacznie się zmniejszyło. Dobre wyniki – częściowo nieoczekiwane – znalazły swoje odzwierciedlenie zwłaszcza w znacznym zwiększeniu zaufania przedsiębiorców i konsumentów oraz w istotnej poprawie sytuacji na rynku pracy; natomiast w drugim półroczu dało się zauważyć znaczne ograniczanie efektów wcześniejszych negatywnych wstrząsów (w szczególności podwyżek cen ropy).

Gospodarka strefy euro rzeczywiście ożywiła się w 2006 r., po przedłużającym się okresie stłumienia wzrostu, który rozpoczął się w 2001 r. Pomimo silnej ekspansji światowej gospodarki, niezadowalające tempo rozwoju przed 2006 r. wynikało z wielu czynników, w szczególności z braku odporności na różnorodne wstrząsy, takie jak znaczne podwyżki cen ropy. Słaby popyt krajowy w tym okresie – być może – odzwierciedlała też niepewność podmiotów gospodarczych – osób fizycznych co do ich przyszłych dochodów. Cykliczny spadek, który rozpoczął się w 2001 r., również wiązał się z mocną korektą w dół cen aktywów finansowych i naciskiem przedsiębiorstw na restrukturyzację ich bilansów, co ograniczyło inwestycje i liczbę nowych miejsc pracy. W miarę jak następował znaczny postęp procesu restrukturyzacji bilansów na poziomie firm i poprawiał się klimat gospodarczy, przy wciąż korzystnych warunkach finansowania, ożywiła się działalność inwestycyjna i w mniejszym stopniu także popyt na pracę, który – z kolei – wzmocnił popyt krajowy w 2006 r. Jednocześnie stabilny

Wykres 29 Wskaźniki zaufania

(saldo procentowe; skorygowane sezonowo)



Źródło: Badania ankietowe firm i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.
Uwaga: Powyższe dane zostały skorygowane o średnią.

wzrost globalny stymulował dynamikę eksportu. Z drugiej jednak strony sektor zewnętrzny wywierał w zasadzie obojętny wpływ na wzrost gospodarczy (zob. wykres 28), co zostało spowodowane w szczególności silniejszą ekspansją gospodarczą napędzającą import z innych regionów świata,

W obszarze krajowych składników wzrostu, w 2006 r., wzrost inwestycji ogółem z impetem powrócił w fazę ekspansji, dochodząc do najwyższego poziomu od 2000 r., tj. 4,3%, w porównaniu z 2,7% w 2005 r. (zob. tabela 3). Przyspieszenie uwidoczniło się szczególnie wyraźnie w budownictwie, ale można je było dostrzec także poza tym sektorem. Dzięki dogodnym warunkom zewnętrznym, wzrost inwestycji był wspierany przez wysokie i wciąż rosące stopy zysku, korzystne perspektywy dotyczące popytu oraz niskie koszty finansowania zewnętrznego. Ponadto, inwestycje budowlane umacniały się, zarówno w branży nieruchomości

mieszkaniowych, jak też szczególnie w sektorze: pozostałe budownictwo.

Wzrosła konsumpcja prywatna z 1,5% w 2005 r. do 1,8% w 2006 r. W kontekście gwałtownego wzmocnienia się zaufania konsumentów, na nieznaczne zwiększenie wydatków gospodarstw domowych prawdopodobnie pozytywnie wpłynęło w 2006 r. zwiększenie realnych dochodów do dyspozycji. Zwiększenie realnych dochodów w 2006 r. zostało osiągnięte przede wszystkim przez znaczny wzrost zatrudnienia oraz wzrost dochodów z kapitału (ang. *non-labour income growth*) i pojawiło się, pomimo ujemnego wpływu, jaki miały podwyższone koszty nośników energii na zdolność nabywczą gospodarstw domowych, natomiast realne wynagrodzenie na pracownika zwiększyło się tylko nieznacznie. Efektów jego nie zrównoważył wyższy poziom oszczędności gospodarstw domowych. Pozytywny wpływ tendencji do wygładzenia wzorców zachowań konsumpcyjnych na wzrost wskaźnika oszczędności – w kontekście podwyżek wynagrodzeń, jak również wyższych stóp procentowych dla całego przekroju terminów zapadalności – został z nawiązką zrównoważony

przez redukcję oszczędności ostrożnościowych w wyniku kształtowania się sytuacji na rynku pracy i być może też w wyniku wzrostu zamożności netto gospodarstw domowych.

W przypadku sektorów przyspieszenie działalności w 2006 r. było najwyraźniej widoczne w sektorze przemysłu (z wyłączeniem budownictwa), podczas gdy wzrost wartości dodanej w sektorze usług rynkowych przebiegał w sposób bardziej umiarkowany. Powyższe zmiany zbiegają się ze znacznym wzrostem zaufania w sektorze przemysłowym od drugiego półrocza 2005 r., natomiast wzrost zaufania w sektorze usług był bardziej umiarkowany (zob. wykres 29).

W 2006 r. stopień zróżnicowania wskaźników wzrostu realnego PKB w krajach strefy euro, mierzony za pomocą różnych wskaźników rozproszenia, zmniejszył się nieznacznie (zob. ramka 4). W porównaniu z sytuacją sprzed roku, średni roczny realny wzrost PKB zwiększył się w większości krajów strefy euro w 2006 r., a w pozostałych utrzymał się na stabilnym poziomie.

Ramka 4

RÓŻNICE WE WZROŚCIE PRODUKCJI POMIĘDZY KRAJAMI STREFY EURO

W każdej unii walutowej istnieją różnice rozwoju gospodarczego pomiędzy poszczególnymi jej członkami. Niniejsza ramka zawiera krótki przegląd różnic we wzroście produkcji pomiędzy krajami strefy euro i ich ewolucji w czasie. Ponadto wspomniane są niektóre czynniki stojące za tymi różnicami oraz następstwa dla prowadzonej polityki.

Różnice stopy wzrostu realnego PKB między krajami euro, mierzone przez nieważone odchylenie standardowe, wahało się w okolicach 2 punktów procentowych i, ogólnie biorąc, wykazywało brak wyraźnego trendu rosnącego bądź malejącego w ciągu ostatnich 35 lat (zob. wykres). Ta sama uwaga odnosi się do ważonego zróżnicowania wzrostu produkcji, choć w tym przypadku odchylenie standardowe wahało się wokół poziomu 1 punktu procentowego. Jednakże od rozpoczęcia trzeciego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej w 1999 r. nieważone rozproszenie spadło wśród krajów strefy euro, podczas gdy rozproszenie ważne pozostało na ogólnie niezmiennym poziomie. Różnica pomiędzy tymi dwoma miarami odzwierciedla fakt,

że w niektórych mniejszych gospodarkach strefy euro realny wzrost PKB zbliżył się do średniej w strefie euro od 1999 r.

W niektórych krajach strefy euro, w ostatnich latach realny PKB systematycznie rósł i mieścił się poniżej lub powyżej średniego poziomu dla strefy euro. W szczególności w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Luksemburgu i Finlandii wzrost produkcji przewyższał średnią dla strefy euro każdego roku począwszy od połowy lat 90. Z kolei w Niemczech i we Włoszech realny PKB rósł wolniej niż przeciętnie w strefie euro w każdym roku od połowy lat 90. do roku 2005. Utrzymywanie się tych różnic wydaje się wskazywać, że rozproszenie realnych stóp wzrostu PKB wśród krajów strefy euro w znacznej mierze odzwierciedla różnice w rozwoju strukturalnym oraz, w mniejszym stopniu, różnice koniunkturalne¹.

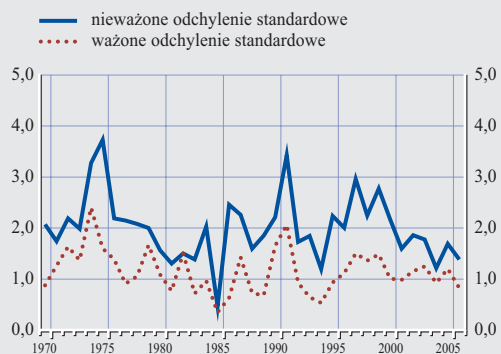
Niekiedy różnice we wzroście produkcji pomiędzy krajami strefy euro są naturalne i pożądane. Tak jest, na przykład, gdy różnice te odzwierciedlają efekty nadganiania dystansu przez kraje o niższych dochodach lub odmienne trendy demograficzne. Ponadto mogą wystąpić przejściowe różnice pomiędzy stopami wzrostu produkcji między poszczególnymi krajami z powodu wyrównawczego procesu dostosowania wewnątrz unii walutowej po wystąpieniu szoku. Utrzymywanie się jednak wspomnianych różnic może także odzwierciedlać niewłaściwą politykę gospodarczą na poziomie krajowym, nieefektywność strukturalną, a także brak elastyczności lub złe funkcjonowanie mechanizmów dostosowawczych wewnątrz poszczególnych państw albo między nimi, znajdujące wyraz w postaci rosnącej nierównowagi wewnętrznej i rozbieżnych tendencji w zakresie konkurencyjności.

Wspólna polityka monetarna nie jest w stanie wpływać na różnice wzrostu produkcji między krajami strefy euro. Trendy charakteryzujące się słabym wzrostem produkcji powinny być korygowane przez odpowiednio zaplanowaną politykę na szczeblu krajowym, obejmującą kwestie fiskalne i strukturalne. Prowadzona na tym szczeblu polityka w poszczególnych krajach musi zwłaszcza koncentrować się na rozwijaniu zdolności gospodarki krajowej do dostosowywania się do szoków, a w krajach o wolniejszym wzroście gospodarczym – na osiągnięciu wysokiego poziomu wydajności pracy i wykorzystaniu siły roboczej oraz dalszym wzmacnianiu wspólnego rynku przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnych warunków makroekonomicznych.

¹ Szczegółowe informacje zawiera ramka zatytułowana *Output growth differentials within the euro area: are they cyclical or trend-driven?* w Biuletynie Miesięcznym z października 2005 r.

Rozproszenie wzrostu realnego PKB w krajach strefy euro

(punkty procentowe)



Źródło: Komisja Europejska.

Uwagi: Dane sprzed 1991 r. odnoszą się do Niemiec Zachodnich. Dane za rok 2006 są szacunkami Komisji Europejskiej. Strefa euro bez Słowenii.

Tabela 4 Sytuacja na rynku pracy

(zmiany w procentach w stosunku do poprzedniego okresu; w procentach)

	2004	2005	2006	2004	2004	2005	2005	2005	2005	2006	2006	2006	2006
				III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Siła robocza	1,0	0,5	.	0,3	0,2	0,1	-0,0	-0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	.
Zatrudnienie	0,8	0,8	.	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	.
Rolnictwo ¹⁾	-1,2	-1,4	.	1,5	-1,1	-1,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	-1,8	.
Przemysł ²⁾	-0,5	-0,1	.	-0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	.
– z wyłączeniem budownictwa	-1,3	-1,3	.	-0,4	0,1	-0,7	-0,4	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	-0,0	.
– budownictwo	1,5	2,7	.	1,1	0,2	1,0	0,9	-0,3	0,9	0,6	0,7	0,9	.
Usługi ³⁾	1,4	1,2	.	0,4	0,5	0,3	0,1	0,3	0,3	0,7	0,5	0,4	.
Wskaźniki bezrobocia⁴⁾													
Ogółem	8,8	8,6	7,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,4	8,4	8,2	7,8	7,7	7,5
Poniżej 25 lat	18,2	17,7	16,5	18,2	18,1	18,2	17,7	17,3	17,4	17,2	16,4	16,5	16,1
25 i więcej lat	7,5	7,4	6,7	7,5	7,5	7,5	7,4	7,2	7,2	7,0	6,7	6,6	6,4

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

1) Z uwzględnieniem rybołówstwa, myślistwa i leśnictwa.

2) Z uwzględnieniem przetwórstwa przemysłowego, budownictwa, górnictwa i kopalnictwa, wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę.

3) Z wyłączeniem organizacji i zespołów eksterytorialnych.

4) Odsetek siły roboczej zgodnie z zaleceniami MOP.

STAŁA POPRAWA NA RYNKU PRACY

Warunki na rynku pracy w strefie euro ulegały znacznej poprawie w 2006 r. przy zatrudnieniu rosnącym w tempie 0,3% do 0,5% w ujęciu kwartalnym (zob. tabela 4) oraz poziomie zatrudnienia zwiększającym się o ponad dwa miliony. Wyniki – jak się wydaje – wpisują się w ogólną tendencję wzrostu gospodarczego, ograniczonych realnych kosztów pracy i prawdopodobnego wpływu ostatnio prowadzonej polityki na rynku pracy, która ułatwiała rozwój zatrudnienia w niepełnym wymiarze czasu pracy oraz samozatrudnienia. Oprócz tego, ponieważ część dostosowań na rynku pracy podczas ostatniego okresu dekonunktury polegała na zmniejszeniu liczby godzin przepracowanych na pracownika (zarówno pracowników zatrudnionych w niepełnym wymiarze, jak i w pełnym wymiarze czasu pracy), rynkowi pracy towarzyszyło ostatnio także zwiększenie się liczby godzin przepracowanych. W odniesieniu do sektorów zatrudnienie mocno wzrosło w usługach i budownictwie, a jednocześnie zakończył się trwający od dłuższego czasu trend spadkowy w przemyśle (z wyłączeniem budownictwa).

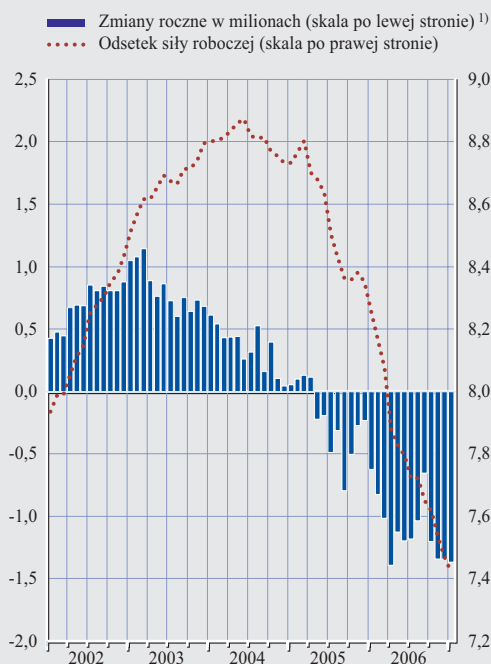
Spadek stopy bezrobocia, który rozpoczął się w połowie 2004 r., utrzymał się w 2006 r., dochodząc do 7,5% w czwartym kwartale roku (zob. wykres 30). Należy podkreślić, że takie wartości pojawiają się po raz pierwszy od początku szeregu czasowego w 1993 r. Chociaż wyraźnie wskazuje to na ponowny wzrost na rynku pracy w 2006 r., można ocenić, że spadek stopy bezrobocia ma częściowo charakter strukturalny, odzwierciedlający reformy na rynku pracy w niektórych krajach strefy euro. Jakkolwiek część krajów poczyniła znaczne postępy w uelastycznianiu swoich rynków pracy, o tyle w wielu krajach wciąż istnieje potrzeba podjęcia bardziej ambitnych reform.

Wzrost wydajności pracy dla całej gospodarki, uległ dalszemu zwiększeniu na przestrzeni 2006 r., a największy udział w przyspieszeniu wzrostu wydajności pracy miał sektor przemysłowy (z wyłączeniem budownictwa), natomiast wzrost produktywności w sektorze usług pozostał stabilny, na poziomie znacznie poniżej analogicznych wartości sektora przemysłowego (zob. wykres 31).

Wzrost wydajności pracy wynikał z koniunkturalnej hossy gospodarki w strefie euro, odnotowanej w 2006 r. Z drugiej strony

Wykres 30 Bezrobocie

(dane miesięczne; skorygowane sezonowo)

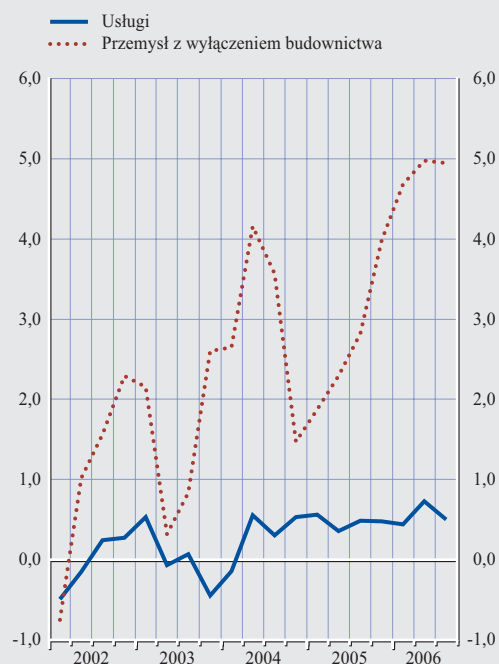


Źródło: Eurostat.

1) Zmiany roczne nie zostały skorygowane sezonowo.

Wykres 31 Wydajność pracy

(zmiany roczne w procentach)



Źródło: Eurostat.

wydajność strefy euro wciąż kształtuje się poniżej oczekiwań, a słabe wyniki są tłumaczone również czynnikami strukturalnymi. Wolniejszy wzrost wydajności, datowany od połowy lat 90., może częściowo wynikać z przejściowych efektów wywołanych przez strukturalny wzrost poziomu wykorzystania dość słabo wykształconej siły roboczej, w kontekście wdrożenia reform na

rynku pracy. Nie należy jednak zapominać, że niższy wzrost wydajności pracy w strefie euro świadczy także o niedostatecznym wykorzystaniu nowych technologii podnoszących wydajność oraz braku konkurencyjności i rygorystycznych przepisach na rynkach produktów (zob. ramka 5).

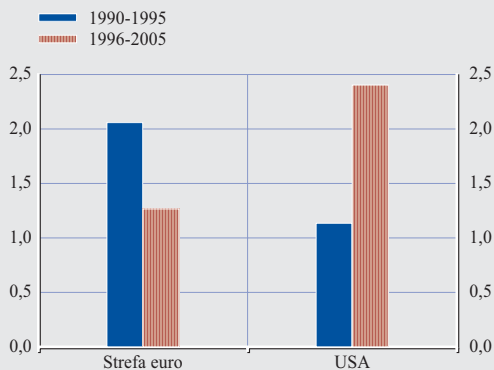
Ramka 5

WZROST WYDAJNOŚCI W STREFIE EURO A POTRZEBA REFORM STRUKTURALNYCH

Poprawa wydajności jest podstawowym warunkiem wzrostu gospodarczego i wzrostu realnego dochodu *per capita* w średnim i długim okresie. Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, w niniejszej ramce przedstawiono główne zmiany w wydajności pracy w strefie euro w ciągu ostatnich piętnastu lat i omówiono zapotrzebowanie na działania, które przyczynią się do zwiększenia wzrostu wydajności pracy w przyszłości. Wydajność jest mierzona wydajnością pracy, która jest definiowana jako rzeczywista produkcja na jednostkę pracy. Wkład pracy

Wykres A Wzrost wydajności pracy na jedną przepracowaną godzinę

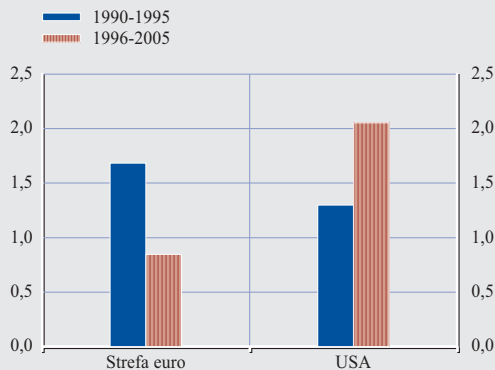
(średnia roczna wartość procentowa)



Źródła: Obliczenia Groningen Growth and Development Centre oraz EBC.

Wykres B Wzrost wydajności pracy na jednego zatrudnionego

(średnia roczna wartość procentowa)



Źródła: Obliczenia Groningen Growth and Development Centre oraz EBC.

natomiast jest mierzony na dwa sposoby, albo jako łączna liczba przepracowanych godzin, albo jako liczba zatrudnionych osób¹.

W ciągu ostatnich dziesięciu lat zmiana wydajności w strefie euro nie była zadowalająca. Zmniejszenie się wzrostu wydajności pracy w strefie euro w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi odnotowuje się niezależnie od tego, czy praca jest mierzona przepracowanymi godzinami czy liczbą zatrudnionych osób². Średni roczny wzrost wydajności pracy na przepracowaną godzinę spadł z 2,1 % w okresie 1990-1995 do 1,3 % w latach 1996-2005³. Kontrastuje to ze zmianą wzrostu wydajności pracy z 1,1 % do 2,4 % w Stanach Zjednoczonych na przepracowaną godzinę w tym samym okresie (zob. wykres A). Wzrost wydajności pracy w strefie euro mierzony liczbą zatrudnionych osób spadł z 1,7 % w latach 1990-1995 do 0,8 % w okresie 1996-2005, natomiast w Stanach Zjednoczonych wskaźnik ten wzrósł z 1,3% do 2,1% (zob. wykres B)⁴. Nastąpił więc zwrot we wzroście wydajności pracy (mierzonym zarówno liczbą przepracowanych godzin, jak i liczbą zatrudnionych osób), przy czym w ciągu ostatnich dziesięciu lat Stany Zjednoczone wyprzedziły pod tym względem strefę euro. Zmiany te mogły częściowo zależeć od czynników koniunkturalnych, jednak nie można pominąć roli, jaką odegrały czynniki strukturalne.

Spowolnienie wzrostu wydajności pracy w strefie euro można po części wyjaśnić zwiększeniem liczby osób zatrudnionych. Jednym z czynników odpowiedzialnych za tę sytuację mogą być konkretne reformy rynku pracy wdrożone w niektórych krajach strefy euro, obejmujące redukcję

1 Warto dodać, że o ile z ekonomicznego punktu widzenia lepiej korzystać ze wskaźnika przepracowanych godzin, szacunki dotyczące przepracowanych godzin pociągają za sobą ryzyko błędnego pomiaru. Choć dane dostarczają istotnych informacji pozwalających porównywać zmiany trendów w czasie, nie pozwalają one na dokonywanie porównań między krajami w zakresie liczby godzin przepracowanych w poszczególnych latach.

2 Z uwagi na malejącą liczbę przepracowanych godzin wzrost wydajności pracy w strefie euro jest niższy, kiedy mierzy się go liczbą zatrudnionych osób.

3 Zob. także artykuł pod tytułem *Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns* w Biuletynie Miesięcznym EBC z lipca 2004 r. oraz ramkę zatytułowaną *Developments in euro area labour quality and their implications for labour productivity growth* w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2005 r.

4 W analizie wykorzystano dane z Total Economy Database Groningen Growth and Development Centre (GGDC), dostępne na stronie internetowej www.gdgc.net. Dane GGDC opierają się na źródłach OECD, ale obejmują także dodatkowe obliczenia (które, co istotne, uwzględniają różnice dostosowań jakościowych).

klina podatkowego i ukrytego podatku od wcześniejszej emerytury⁵, a także rozluźnienie prawnej ochrony zatrudnienia (szczególnie w latach 90.) i zachęty do rozwoju form pracy w niepełnym wymiarze. Powyższe działania mające na celu zwiększenie możliwości zatrudnienia, zwłaszcza dla osób o niskich kwalifikacjach – kobiet, młodych pracowników i osób starszych wiekiem, pozytywnie wpłynęły na stopę zatrudnienia (zob. tabela A).

Jednakże podatki i świadczenia, a także poziom prawnej ochrony zatrudnienia, pozostają znacznie niższe niż w Stanach Zjednoczonych. W związku z tym ogólna stopa zatrudnienia w strefie euro jest wyraźnie niższa niż ta odnotowana w Stanach Zjednoczonych (zob. tabela A). Potrzeba zwiększenia poziomu zatrudnienia w strefie euro będzie w pewnym stopniu nadal hamowała wzrost wydajności pracy. Jednakże ten konflikt między zatrudnieniem a wydajnością wydaje się być raczej tymczasowy. Niemniej jednak z pewnością podkreśla kluczowe znaczenie, jakie ma wdrożenie odpowiednich ram instytucjonalnych w strefie euro dla zwiększenia i rozpowszechnienia innowacyjności w celu przyspieszenia wzrostu wydajności pracy.

Innym istotnym czynnikiem stojącym za rozbieżnymi trendami w zakresie wzrostu wydajności pracy pomiędzy strefą euro a Stanami Zjednoczonymi jest większy wzrost kapitałochłonności (usługi kapitałowe na godzinę pracy) w tym kraju, odzwierciedlający większe inwestycje w sprzęt i technologie komunikacyjne i informatyczne (ICT), w szczególności w sektorze usług (zob. tabela A). Rozważając zmiany w sektorze, można zauważyć, że wydajność w strefie euro pozostaje w tyle za Stanami Zjednoczonymi, głównie w dziedzinie usług korzystających z technologii ICT, w tym w sektorach sprzedaży detalicznej i hurtowej, jak również w sektorze pośrednictwa finansowego (zob. tabela B). Ponadto rola sektora produkcji ICT w strefie euro ograniczona jest z powodu jego relatywnie niewielkiego udziału w realnym PKB. Jedynie w tradycyjnych sektorach nie opartych na technologii ICT wzrost wydajności był wyższy w strefie euro niż w Stanach Zjednoczonych, jednakże przewaga ta znacznie zmalała w ciągu ostatnich dziesięciu lat Cechy strukturalne gospodarki Stanów Zjednoczonych – bardziej elastyczny rynek pracy, większa konkurencja na rynkach towarowych oraz mniejsze bariery wejścia na rynek dla nowych przedsiębiorstw, jak również bardziej efektywny rynek kapitałowy – w większym stopniu skłaniały do wykorzystywania możliwości oferowanych przez nowe technologie⁶.

Tabela A Wybrane wskaźniki strukturalne

	Strefa euro ¹⁾		Stany Zjednoczone	
	1995	2005	1995	2005
Rynek pracy				
Poziom zatrudnienia ogółem	58	64	73	72
Poziom zatrudnienia kobiet	47	55	66	66
Poziom zatrudnienia osób starszych	33	40	55	61
Udział pracy w niepełnym wymiarze	12,7	17,0	14,2	12,8
Innowacyjność				
Inwestycje w technologie teleinformatyczne (udział w PKB) ²⁾	1,9	2,2	3,4	3,7
Inwestycje w badania i rozwój (udział w PKB) ³⁾	1,8	1,9	2,5	2,7

Źródło: Eurostat i OECD.

1) Wartości dla strefy euro są średnimi ważonymi.

2) Dane za 2003 r.

3) Dane za 2004 r.

5 Ukryta stopa podatku jest definiowana jako kwota świadczenia emerytalnego „utracona” z powodu późniejszego przejścia na emeryturę (pod względem wartości bieżącej) w stosunku do dochodu z pracy.

6 Zespół Komitetu ds. Polityki Monetarnej ESBC, *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, dokument okolicznościowy 44, EBC, kwiecień 2006 r.; oraz R. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker i J. Turunen, *Labour productivity developments in the euro area*, dokument okolicznościowy 53, EBC, październik 2006 r.

W ciągu ostatnich piętnastu lat w strefie euro dokonał się znaczący i ciągły postęp w zakresie złagodzenia regulacji rynku produktów i tworzenia otoczenia gospodarczego bardziej przyjaznego dla biznesu. Co więcej, przyjęcie Dyrektywy w sprawie usług przez Parlament Europejski w grudniu 2006 r. przyczyni się z pewnością do poprawy sytuacji w tej dziedzinie. Jednakże rozwój i dalsza integracja rynku wewnętrznego pozostają priorytetem, jako że obowiązujące w strefie euro przepisy prawne i rozporządzenia wciąż są nadmiernie skomplikowane, szczególnie w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi, a co za tym idzie, stanowią przeszkodę dla innowacji i wzrostu wydajności pracy. Może to częściowo tłumaczyć, dlaczego poziom badań i rozwoju oraz inwestycji kapitałowych podwyższonego ryzyka (ang. *venture capital*), dwóch ważnych sił napędowych innowacyjności, wciąż jest znacznie niższy od poziomu obserwowanego w Stanach Zjednoczonych.

Tabela B Wydajność pracy w poszczególnych sektorach na jedną przepracowaną godzinę¹⁾

(średni roczny wkład w punktach procentowych)

	Strefa euro ¹⁾		Stany Zjednoczone	
	1990-1995	1996-2003	1990-1995	1996-2003
Wszystkie gałęzie przemysłu	2,3	1,5	1,0	2,5
Przemysł teleinformatyczny	0,3	0,4	0,7	0,9
Przetwórstwo przemysłowe	0,2	0,2	0,5	0,6
Usługi	0,1	0,2	0,2	0,3
Przemysł wykorzystujący technologie teleinformatyczne	0,5	0,4	0,3	1,3
Przetwórstwo przemysłowe	0,2	0,1	0,0	0,1
Usługi	0,3	0,3	0,3	1,1
Przemysł inny niż teleinformatyczny	1,5	0,7	0,1	0,3
Przetwórstwo przemysłowe	0,5	0,3	0,2	0,2
Usługi	0,6	0,2	-0,2	0,1
Inne	0,5	0,3	0,0	0,0

Źródła: Groningen Growth and Development Centre i obliczenia EBC.

1) Wartości mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.

Aby jednak w pełni skorzystać z bardziej skutecznych przepisów prawnych, działaniom tym muszą towarzyszyć starania mające na celu poprawienie poziomu edukacji i kompetencji zasobów ludzkich. Postęp technologiczny pociąga za sobą przesunięcie miejsc pracy od nisko do wysoko wykwalifikowanych pracowników przez proces „twórczej destrukcji”. Dlatego też działania sprzyjające doskonaleniu umiejętności i kształceniu ustawicznemu zwiększają innowacyjność oraz ułatwiają wykorzystanie zaawansowanych technologii. Jak dotąd inwestycje w kapitał ludzki w Europie były niewystarczające dla gospodarki wymagającej dużych nakładów na wiedzę (ang. *knowledge intensive*). Na przykład w 2004 r. jedynie 23% osób w wieku 25-64 lata spośród ogółu ludności w strefie euro miało wyższe wykształcenie w porównaniu z 39% w Stanach Zjednoczonych.

Reasumując, obowiązujące przepisy prawne i rozporządzenia odgrywają istotną rolę przy wyjaśnianiu zmian w zakresie wydajności pracy. Ogólnie rzecz biorąc, pomimo znaczącego postępu w niektórych obszarach, reformy strukturalne w strefie euro nie szły dostatecznie daleko, a ich realizacja była zbyt powolna, by sprzyjać utworzeniu „gospodarki opartej na wiedzy” w celu pobudzenia wydajności pracy i tworzenia nowych miejsc pracy. Zarówno wyzwania, jak i rozwiązania są obecnie jasno określone, szczególnie w kontekście znowelizowanej strategii lizbońskiej. Obecnie największym wyzwaniem jest przyspieszenie ogólnego tempa reform.

2.5 SYTUACJA FISKALNA

POPRAWA SYTUACJI FISKALNEJ W 2006 R.

Zmiany sytuacji fiskalnej w strefie euro w 2006 r. były względnie korzystne, w sytuacji dużego wzrostu produkcji i nieoczekiwanych dodatkowych dochodów. Według uaktualnionych programów stabilności dla krajów strefy euro, średni wskaźnik deficytu sektora finansów publicznych kształtował się na poziomie około 2% PKB, co stanowiło spadek z 2,4% w 2005 r. (zob. tabela 5) Wśród pięciu krajów objętych procedurą nadmiernego deficytu w 2006 r., ocenia się, że Niemcy, Grecja i Francja zmniejszyły swoje deficyty fiskalne lub utrzymały poziom poniżej wartości referencyjnej 3% PKB, chociaż w dwóch ostatnich krajach znaczny udział miały

działania, które ograniczają deficyt w sposób doraźny. Dwa kraje, Włochy i Portugalia, w dalszym ciągu wykazywały deficyty znacznie przekraczające 3% PKB. We Włoszech, według nowszych oszacowań deficyt osiągnął 4,4% PKB (znacznie poniżej poziomu podawanego w ostatnim zaktualizowanym programie stabilności); jeśli pominąć efekty jego przejściowego zwiększenia, wyniósłby on 2,4% PKB. Znaczne stany nierównowagi budżetowej, choć poniżej pułapu 3% PKB, utrzymywały się także w Luksemburgu i Austrii, natomiast ocenia się, że budżety bliskie równowagi lub nie wykazujące nadwyżki mają Belgia Hiszpania, Holandia i Finlandia.

Porównując cele budżetowe na 2006 r. w ostatnich aktualizacjach programów stabilności

Tabela 5 Pozycja fiskalna krajów strefy euro

(jako procent PKB)

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

	2004	2005	2006
Strefa euro	-2,8	-2,4	-2,1
Belgia	0,0	-2,3	0,0
Niemcy	-3,7	-3,2	-2,1
Irlandia	1,5	1,1	2,3
Grecja	-7,8	-5,2	-2,6
Hiszpania	-0,2	1,1	1,4
Francja	-3,7	-2,9	-2,7
Włochy	-3,4	-4,1	-5,7
Luksemburg	-1,1	-1,0	-1,5
Holandia	-1,8	-0,3	0,1
Austria	-1,2	-1,5	.
Portugalia	-3,2	-6,0	-4,6
Finlandia	2,3	2,7	2,9

Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych

	2004	2005	2006
Strefa euro	69,8	70,8	69,6
Belgia	94,3	93,2	87,7
Niemcy	65,7	67,9	68,0
Irlandia	29,7	27,4	25,1
Grecja	108,5	107,5	104,1
Hiszpania	46,2	43,1	39,7
Francja	64,4	66,6	64,6
Włochy	103,9	106,6	107,6
Luksemburg	6,6	6,0	7,5
Holandia	52,6	52,7	50,2
Austria	63,8	63,4	.
Portugalia	58,6	64,0	67,4
Finlandia	44,3	41,3	39,1

Źródła: Komisja Europejska (za lata 2004-2005), zaktualizowane programy stabilizacyjne z lat 2006-2007 (za 2006 r.) i obliczenia EBC. Uwaga: Dane są oparte na definicji procedury nadmiernego deficytu. Salda budżetu nie uwzględniają przychodów ze sprzedaży licencji UMTS.

z tymi, które zostały opublikowane od koniec 2005 r. i w pierwszej połowie 2006 r., deficyt strefy euro był niższy średnio o ok. 0,2 punkty procentowe PKB. Odzwierciedla to znacząco lepsze od oczekiwanych wyniki dla Niemiec (gdzie szacuje się, że deficyt spadł poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB o rok wcześniej niż planowano) oraz dla wielu krajów ze strefy euro, które miały dobrą sytuację budżetową.

W obliczu takiego rozwoju sytuacji, wskaźniki zadłużenia publicznego w strefie euro spadły w 2006 r. po raz pierwszy od 2002 r. nieco poniżej 70% PKB. To z kolei stanowi odzwierciedlenie spadków wskaźników zadłużenia w większości krajów, z istotnym wyjątkiem w postaci Włoch, które stały się krajem o najwyższym wskaźniku zadłużenia, oraz Portugalii.

Taki rozwój sytuacji był w znacznej mierze wynikiem dużego wzrostu produkcji i dochodów pozaplanowych, a tylko w małym stopniu skutecznej konsolidacji fiskalnej. Poprawa strukturalnej równowagi budżetowej (wyniku budżetowego skorygowanego o czynniki koniunkturalne z wyłączeniem rozwiązań jednorazowych i tymczasowych), szacowana na

około 0,4% w 2006 r., mogła częściowo odzwierciedlać wyżej wspomniane dochody ponadplanowe i w związku z tym dawać zbyt optymistyczny obraz rzeczywistego tempa konsolidacji. Wysokie dochody publiczne mogą wynikać z różnych czynników, w tym większych zysków przedsiębiorstw, dobrych wyników rynków akcji, a w niektórych krajach – rosnących cen mieszkań i większej efektywności administracji podatkowej. Czynniki te zwiększyły dochody z podatków od dochodu i kapitału, lecz dokładny udział każdego z nich jest trudny do ustalenia. Rozwój sytuacji dla całej strefy euro w ujęciu zagregowanym kryje znaczące różnice między krajami tej strefy, szczególnie wśród krajów o nadmiernym deficycie lub ze znaczącą nierównowagą budżetową. Wyniki Grecji i Portugalii wskazują na znaczącą poprawę równowagi strukturalnej, poprawa jest też spodziewana w Niemczech i, w mniejszym stopniu, we Francji. Z drugiej strony, równowaga strukturalna uległa znacznemu pogorszeniu w Luksemburgu. Zmiana sytuacji budżetowej znalazła też odzwierciedlenie w wolumenie emisji papierów dłużnych sektora instytucji rządowych i samorządowych (zob. ramka 6).

Ramka 6

EMISJA RZĄDOWYCH DŁUŻNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I ROZPIĘTOŚĆ RENTOWNOŚCI OBLIGACJI W STREFIE EURO

Zmniejszyła się emisja dłużnych papierów wartościowych instytucji rządowych i samorządowych, a w większości krajów strefy euro w 2006 r. zmniejszyły się także wskaźniki deficytu i zadłużenia w stosunku do PKB w związku z ożywieniem aktywności gospodarczej. Zaktualizowane programy stabilności z 2006 r. wskazywały, że wskaźnik zadłużenia publicznego w strefie euro w tym roku spadnie po raz pierwszy od 2002 r. nieco poniżej 70% PKB. Wartość kredytowania netto w strefie euro wzrosła o 2,1% w 2006 r., w porównaniu z 4,1% w 2005 r. (zob. tabela A)¹.

Analiza struktury zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych wskazuje, że największy udział w tym zakresie mają instytucje

¹ Tempo wzrostu obliczane jest na podstawie transakcji finansowych i w związku z tym nie uwzględnia przeklasyfikowania, ponownych wycen, zmian kursów walutowych i innych zmian, które nie wynikają bezpośrednio z transakcji. Więcej na ten temat w objaśnieniach technicznych do tabel 4.3 i 4.4. w dziale „Statystyki strefy euro” Biuletynu Miesięcznego EBC.

Tabela A Roczne stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro

(na koniec okresu)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Institucje rządowe i samorządowe ogółem	3,5	2,6	2,6	4,1	4,7	5,3	4,1	2,1
<i>Długoterminowe</i>	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,9	3,1
o oprocentowaniu stałym		5,1	5,2	3,9	5,1	6,0	4,6	3,1
o oprocentowaniu zmiennym		-4,0	-16,1	-9,4	-6,2	5,0	9,6	2,8
<i>Krótkoterminowe</i>	-17,2	-6,5	8,1	19,3	13,8	2,1	4,9	-8,3

Źródło: EBC.

rządowe szczebla centralnego – 93,5% w 2006 r. Udział pozostałych instytucji rządowych i samorządowych wynosi 6,5%. Tym niemniej, pozostałe instytucje rządowe i samorządowe stały się bardziej aktywne. Pomiędzy 1999 r. a 2006 r. udział dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe szczebla centralnego stopniowo się zmniejszał, podczas gdy udział dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez pozostałe instytucje rządowe i samorządowe zwiększył się prawie dwukrotnie.

Ważnym czynnikiem, który sprawił, że emisja długoterminowych dłużnych papierów wartościowych przez instytucje rządowe była w 2006 r. bardziej atrakcyjna niż papierów krótkoterminowych, było zmniejszenie się rozpiętości pomiędzy oprocentowaniem papierów długo- i krótkoterminowych. Mimo że roczne tempo wzrostu długoterminowych papierów wartościowych spadło z 4,9% w 2005 r. do 3,1% w 2006 r., roczne tempo wzrostu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych zmniejszyło się jeszcze bardziej i w 2006 r. miało ujemną wartość, co odzwierciedlało wykup netto krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych.

Dlatego, jeżeli chodzi o zarządzanie długiem, kraje strefy euro utrzymywały podejście długoterminowe. Długoterminowe dłużne papiery wartościowe stanowiły około 92,9% dłużnych papierów wartościowych w obiegu we wrześniu 2006 r., tj. nieco więcej niż w 2005 r., podczas gdy udział krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wynosił tylko 7,1% (zob. tabela B). Tabela B pokazuje, że wśród długoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe przeważającą większość stanowiły papiery o stałym oprocentowaniu. Pomimo niewielkiego wzrostu w 2006 r., udział emisji

Tabela B Struktura dłużnych papierów wartościowych w obiegu wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Institucje rządowe szczebla centralnego	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,9	93,5
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	85,7	86,0	86,5
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,6	7,9	7,0
Inne instytucje rządowe i samorządowe	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,1	6,5
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,0	6,4
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Institucje rządowe i samorządowe ogółem								
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,3	92,0	92,9
o oprocentowaniu stałym	79,2	81,1	82,4	82,0	82,1	82,6	83,1	84,9
o oprocentowaniu zmiennym	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,6	7,9	8,0
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,7	8,0	7,1
Institucje rządowe i samorządowe ogółem w mld euro	3 451,5	3 549,4	3 771,3	3 946,2	4 149,0	4 388,0	4 602,0	4 705,3

Źródło: EBC.

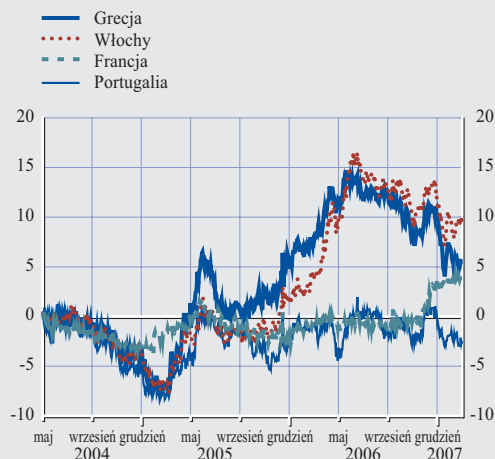
o zmiennym oprocentowaniu zmniejszał się z 10,6% w 1999 r. do 8,0% w 2006 r. Ogólnie rzecz biorąc, ostatnie trendy dotyczące struktury finansowania instytucji rządowych odzwierciedlają znaczne korzyści wynikające ze zwrotu w stronę polityki bardziej ukierunkowanej na stabilność w ostatniej dekadzie, co z kolei przyczyniło się do osiągnięcia w ostatnich latach niskiego poziomu długoterminowych stóp procentowych. Najbardziej odczuwalną korzyścią jest wyraźne zmniejszenie wydatków budżetowych na spłatę odsetek.

Jeżeli chodzi o różnice pomiędzy poszczególnymi krajami, rentowność niemieckich 10-letnich obligacji rządowych była dotychczas przeciętnie najniższa spośród wszystkich krajów strefy euro, głównie ze względu na ich wyższą płynność i związany z tym status referencyjny dla innych obligacji. Wykres pokazuje skumulowane zmiany rozpiętości rentowności obligacji w odniesieniu do obligacji niemieckich, dla krajów, które były objęte procedurą nadmiernego deficytu pod koniec 2006 r.

Różnice pomiędzy rentownością obligacji rządowych w krajach strefy euro odzwierciedlają różnice w płynności i ryzyku kredytowym. W krajach nie objętych procedurą nadmiernego deficytu rozpiętość obligacji rządowych była nadal mała i nie zanotowano żadnych znaczących zmian w tym zakresie w ciągu 2006 r. Natomiast w pierwszej połowie 2006 r. rozpiętość obligacji we Włoszech i w Grecji znacznie się zwiększyła. Ponadto rozpiętość we Włoszech zwiększyła się zauważalnie w następstwie wyborów na wiosnę ze względu na niepewność związaną z ich wynikiem. W drugiej połowie 2006 r. rozpiętości we Włoszech i Grecji zmniejszyły się, jednak nie powróciły do poziomów obserwowanych na początku roku.

Łączne zmiany w różnicach rentowności wybranych obligacji rządowych w stosunku do obligacji niemieckich

(w punktach bazowych; dane dzienne)



Źródła: Reuters i obliczenia EBC.

Uwaga: Uwidocznione zostały skumulowane zmiany rentowności z wyłączeniem dni, w których odnotowano zmiany notowań obligacji referencyjnych (ang. *benchmark bonds*). Zmiany wartości referencyjnych prowadzą zwykle do skoków w poziomie mierzonych różnic.

Tabela C Ratingi kredytowe krajów strefy euro emitujących obligacje

(2006 r.)

Specyfikacja długu i emitenta	S&P	Rating				Fitch	Kraje
		Kraje	Moody's	Kraje	Kraje		
Najwyższa jakość	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	Aaa	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	AAA	DE, FR, IE, ES, LU, NL, AT, FI	
Wysoka jakość	AA+	BE	Aa1	BE	AA+	BE	
	AA		Aa2	IT, PT	AA	PT	
Dobra zdolność płatnicza	AA-	PT	Aa3		AA-	IT	
	A+	IT	A1	GR	A+		
	A	GR	A2		A	GR	
	A-		A3		A-		

Źródła: Agencje Standard and Poor (S&P), Moody's i Fitch.

W 2006 r. oceny ratingowe długów państwowych nie uległy zmianom, za wyjątkiem oceny ratingowej długu włoskiego. W październiku 2006 r. Standard & Poor's obniżył swoją ocenę ratingową włoskiego długu państwowego z AA- do A+, podczas gdy Fitch zmniejszył swoją ocenę ratingową z AA do AA- (zob. tabela C)². Ogłoszenie obniżenia oceny ratingowej włoskiego długu miało mały wpływ na różnicę rentowności w porównaniu z Niemcami. Wartość rozpiętości dla Portugalii i Francji w porównaniu z Niemcami pozostała mniej więcej stabilna w całym omawianym okresie.

² Dostępne dane wskazują na to, że zmienne fiskalne mają wpływ na oceny ratingowe długów państwowych. Zob. *What hides behind sovereign debt ratings?*, A. Afonso, P. Gomes i P. Rother, 2007, dokument roboczy EBC Nr 71, styczeń 2007 r.

PERSPEKTYWY FINANSÓW PUBLICZNYCH W 2007 R.

Uaktualnione programy stabilizacyjne z końca 2006 r. wskazują na dalszy spadek średniego deficytu strefy euro na 2007 r. do 1,4% PKB, co stanowi odzwierciedlenie strukturalnej poprawy w wysokości ok. 0,4 punktu procentowego. W strefie euro jako całości planowana konsolidacja budżetowa opiera się zarówno na działaniach dotyczących sfery dochodów wydatków, jak i na ograniczeniach wydatków. Jednakże zarówno projekcje dochodów, jak i wydatków są wyższe niż w poprzedniej rundzie programów stabilizacyjnych, co może wskazywać na praktykę przynajmniej częściowego traktowania pozaplanowych dochodów jako elementów stałych i planowanie finansowania wydatków za ich pomocą. Oczekuje się, że średni wskaźnik zadłużenia w strefie euro jeszcze spadnie i osiągnie poziom 68% PKB, głównie z powodu nadwyżki pierwotnej.

Według przewidywań, konsolidacja budżetowa w strefie euro w 2007 r. w znacznej mierze będzie wynikiem wysiłków dostosowawczych Niemiec i Włoch. W Niemczech kontynuowane ograniczenia wydatków i wzrost podatków pośrednich przyczyniają się do wdrożenia dostosowań fiskalnych. Deficyt Włoch ma według przewidywań spaść nieco poniżej 3% PKB, co będzie zgodne z ostatecznym terminem ustalonym w odpowiedniej rekomendacji Rady, co można w znacznej mierze wytłumaczyć pakietem konsolidacyjnym opartym na poprawie ściągальności podatków w budżecie 2007 r. oraz zanikiem czynników tymczasowych przyczyniających się do zwiększonego deficytu. Portugalia, będąca kolejnym krajem o deficycie budżetowym

powyżej 3% w 2006 r., dla której jednak ostateczny termin korekty nadmiernego deficytu przypada na 2008 r., planuje kontynuację wysiłków dostosowawczych, niemniej zakłada deficyt znacząco powyżej wartości referencyjnej 3% PKB w 2007 r. W większości krajów z nierównowagą budżetową konsolidacja planowana pod kątem średnioterminowych celów budżetowych jest skromna.

STRATEGIE FISKALNE KONIECZNE DO WZMOCNIENIA WYSIŁKÓW KONSOLIDACYJNYCH

Podczas gdy aktualizacje programów stabilizacyjnych z 2006 r. z reguły wskazują, że rządy stawiają na osiągnięcie dobrej sytuacji budżetowej, istnieją także przesłanki, by twierdzić, że cele budżetowe nie zawsze zakładają wystarczającą konsolidację i że konkretne i wiarygodne działania nie zostały dotąd szczegółowo określone. Pociąga to ryzyko na przyszłość. W razie korzystnych bodźców wzrostu gospodarczego i perspektyw znacznych dochodów w większości krajów, strategie fiskalne powinny chronić przed zaniechaniem działania i koncentrować wysiłki na konsolidacji budżetu. Perspektywa trwającej „dobrej koniunktury” w najbliższej przyszłości powinna zostać w pełni wykorzystana do osiągnięcia dobrej kondycji finansów publicznych i szybkiego obniżenia wskaźnika zadłużenia, także z powodu demograficznych zagrożeń dla stabilności budżetowej. Ważne jest, by zobowiązania znowelizowanego Paktu Stabilności i Wzrostu zostały w pełni wypełnione we wszystkich krajach, tak by zwiększyć wiarygodność podstawowych zasad fiskalnych UE.

Doświadczenia z przeszłości potwierdzają, że zaniechanie pracy nad dalszym rozwojem to główne zagrożenia dla polityki fiskalnej w okresie ożywienia. Jak pokazują początkowe lata funkcjonowania UGiW, pozaplanowe dochody w czasach ożywienia gospodarczego mogą skusić rządy do wprowadzenia nie mających finansowego uzasadnienia obniżek podatków i/lub rozluźnienia ograniczeń wydatkowych. W celu uniknięcia błędów z przeszłości oraz w imię zapobieżenia nierównowadze makroekonomicznej istotne jest, by wszystkie państwa członkowskie odstąpiły od procyklicznego rozluźniania polityki fiskalnej i dążyły do osiągnięcia ustabilizowanej sytuacji budżetowej przy obecnym wzroście. W przeciwnym wypadku zakres działania automatycznych stabilizatorów w czasie następnego spadku koniunktury będzie ograniczony, czego efektem będzie ponowna konieczność zaostrzenia polityki fiskalnej w sposób procykliczny. Niewystarczający postęp w konsolidacji może również zakwestionować wykonanie Paktu Stabilności i Wzrostu w czasie następnego spadku koniunktury.

Kraje członkowskie w nierównowadze budżetowej, które nie znajdują się w stanie nadmiernego deficytu powinny wzmocnić wysiłki na rzecz konsolidacji fiskalnej podejmując wiarygodne działania oraz osiągnąć średnioterminowe cele budżetowe szybciej niż przewidziano to w aktualizacjach programów stabilizacyjnych. W istocie, jak postulowano w znowelizowanym Pakcie Stabilizacji i Wzrostu, obecna sytuacja gospodarcza zachęca do przekroczenia wskaźnika dostawczego w wysokości 0,5%.

Kraje z deficytem przekraczającym wartość referencyjną 3% PKB muszą podjąć wszelkie konieczne działania, by naprawić sytuację tak szybko, jak to możliwe, ściśle wdrażając zalecenia Rady. Poprawa perspektyw fiskalnych stwarza możliwość unieważnienia decyzji w kwestii nadmiernego deficytu w kilku krajach w najbliższej przyszłości. W tym względzie bardzo istotne jest, by nadmierne deficyty były

korygowane w sposób trwały poprzez stałe i wiarygodne działania konsolidujące. Dlatego też konieczny jest dalszy szybki postęp w kierunku realizacji średnioterminowych celów budżetowych przez poszczególne kraje, tak by stworzyć możliwość manewru i uniknąć kolejnych naruszeń pułapu deficytu. W krajach, gdzie prognozy wskazują na ryzyko naruszeń zobowiązań budżetowych, większe wysiłki powinny zostać poczynione na rzecz osiągnięcia celów i uniknięcia kolejnych kroków przewidzianych w procedurach nadmiernego deficytu.

Kraje członkowskie, które już osiągnęły zrównoważoną sytuację fiskalną, powinny ją utrzymać bądź starać się o dalszą konsolidację. W kilku przypadkach, gdy budżet wykazuje nadwyżkę, a popyt jest wysoki, sztywniejsza polityka fiskalna mogłaby zredukować ryzyko przegrzania gospodarki.

Wysokiej jakości dane statystyczne i sprawny system sprawozdawczości statystycznej pozostają kluczowe dla poprawnej oceny sytuacji budżetowej i potrzeby podjęcia działań dostosowawczych.

Wreszcie, warto przypomnieć, że konsolidacja budżetowa powinna być podejmowana jako część kompleksowych programów reform strukturalnych opartych na redukcji wydatków zgodnie ze strategią lizbońską. Nie tylko pomoże to złagodzić niekorzystne efekty konsolidacji w wyniku wzrostu zaufania, lecz także przyczyni się do uzyskania trwałej równowagi fiskalnej, wzrostu produkcji i zatrudnienia w strefie euro.

2.6 KURSY WALUTOWE I BILANS PŁATNICZY

APRECIACJA EFEKTYWNEGO KURSU EURO W 2006 R.

Trend wznoszący nominalnego efektywnego kursu euro rozpoczął się w czwartym kwartale 2005 r. i wzmocnił w 2006 r. Euro w pierwszej połowie 2006 r. zwiększało wartość w stosunku do wielu walut, odzwierciedlając przede wszystkim swoją aprecjację względem dolara

amerykańskiego, japońskiego jena, chińskiego renminbi i kilku walut azjatyckich formalnie bądź *de facto* powiązanych z walutą amerykańską. W drugiej połowie tego roku euro początkowo weszło w okres stabilizacji, by następnie pod koniec października kontynuować swój wzrost. Przed końcem roku nominalny efektywny euro był niemal o 5% wyższy niż na początku stycznia i osiągnął poziom o 2,5% wyższy niż średni poziom z 2005 r.

Siła euro przez większą część 2006 r. prawdopodobnie wynikała m.in. z oczekiwań rynkowych co do pozytywnego kierunku zmian ogólnej sytuacji gospodarczej w strefie euro. Podczas gdy kolejne dane świadczące o rosnącym deficycie obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych przypuszczalnie wzmacniały pozycję euro w stosunku do dolara na początku roku, uwaga rynków stopniowo kierowała się w stronę różnic w cyklach koniunkturalnych i przyszłej ewolucji polityki pieniężnej w obu obszarach gospodarczych. Zmiana ta wynikała przede wszystkim z poprawiających się perspektyw gospodarczych w strefie euro, co przeczyło obawom rynku dotyczącym istotnego osłabienia działalności gospodarczej w USA. Pod koniec roku nowe oznaki spowolnienia tempa cyklu koniunkturalnego w Stanach Zjednoczonych, przy jednoczesnym niewielkim wzroście cen konsumpcyjnych w USA i słabszym rynku mieszkaniowym, doprowadziły do dalszego zmniejszenia różnic stóp procentowych w stosunku do aktywów denominowanych w euro i dalszej aprecjacji euro w stosunku do dolara.

Jen japoński podlegał postępującej deprecjacji w stosunku do euro przez cały rok 2006, pomimo kontynuacji wzrostu gospodarczego w Japonii w tym samym okresie. Jednym z czynników przyczyniających się do słabości japońskiej waluty była zapewne znaczna różnica w stopach procentowych walorów japońskich w porównaniu z aktywami innych głównych gospodarek, co mogło skutkować notowanym znacznym zwiększeniem liczby transakcji typu *carry trade*

w sytuacji niskiej implikowanej zmienności kursu walutowego¹⁴.

W dniu 29 grudnia 2006 r. kurs euro wynosił 1,32 USD i 156,93 JPY, odpowiednio 11,4% i 12,4% więcej niż na początku roku. Euro umocniło się też znacząco w stosunku do dolara kanadyjskiego (11,2%), dolara hongkońskiego (11,7%) i chińskiego renminbi (około 8%), a w nieco mniejszym stopniu, średnio około 3%, w stosunku do dolara australijskiego, franka szwajcarskiego, norweskiej korony i większości innych walut azjatyckich. Wzrosty te zostały częściowo zrównoważone przez deprecjację euro w stosunku do funta szterlinga (2,2%) i wielu walut państw członkowskich UE, zwłaszcza korony słowackiej (niemal 9%) i czeskiej korony (5,3%).

W pierwszych dwóch miesiącach 2007 r. nominalny efektywny kurs euro pozostawał w zasadzie na niezmiennym poziomie.

Realny efektywny kurs euro – oparty na różnicowanych miarach kosztów i cen – również ulegał aprecjacji w 2006 r. w mniej więcej tym samym stopniu co nominalny kurs efektywny (zob. wykres 32). W ostatnim kwartale 2006 r. realny efektywny kurs euro oparty na indeksie cen konsumpcyjnych wynosił około 3% i był wyższy od poziomu obserwowanego rok wcześniej.

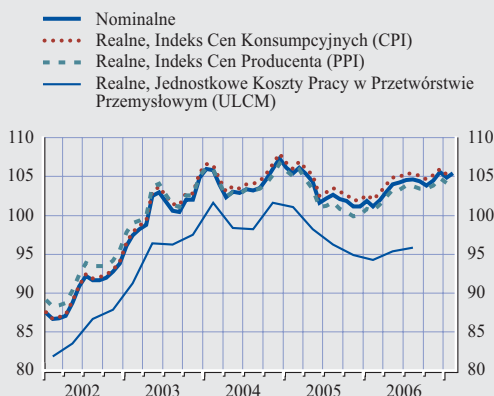
NIECO WYŻSZY DEFICYT OBROTÓW BIEŻĄCYCH W 2006 R.

W 2006 r. na rachunku obrotów bieżących w strefie euro odnotowano deficyt w wysokości 16,2 mld euro (tzn. 0,2% PKB) w porównaniu z deficytem w wysokości 6,8 mld euro w 2005 r. (tzn. 0,1% PKB). Nieco wyższy deficyt wynikał przede wszystkim z mniejszej

¹⁴ Termin „*carry trade*” odnosi się do strategii handlowej, której celem jest wykorzystanie różnic w stopach procentowych dwóch obszarów walutowych przez zaciągnięcie pożyczki w walucie o niższej stopie procentowej i zainwestowaniu w walutę o wyższej stopie, stąd przymiotnik „*carry*” [ang. przenosić]. Strategie takie są opłacalne do momentu, gdy waluta w obszarze o wyższej stopie zaczyna się deprecjonować względem waluty w obszarze o niższej stopie do takiego stopnia, że deprecjacja przyniesie korzyść wynikającą z różnic stóp.

Wykres 32 Nominalne i realne efektywne kursy euro¹⁾

(dane miesięczne/kwartalne; indeks: 1 kw. 1999 = 100)



Źródło: EBC.

1) Wzrost indeksów EER-24 oznacza wzrost kursu euro. Najnowsze dane miesięczne pochodzą z grudnia 2006 r. W przypadku opartych na ULCM realnych kursów EER-24 najnowsze dane dotyczą trzeciego kwartału 2006 r. i są częściowo danymi szacunkowymi.

nadwyżki w obrotach towarowych (o 20,3 mld euro), jako że wartość importowanych towarów rosła szybciej niż wartość towarów eksportowanych (odpowiednio 16,1% oraz 13,8% w 2006 r.). Zmniejszenie się nadwyżki obrotów towarowych oraz nieco wyższy deficyt

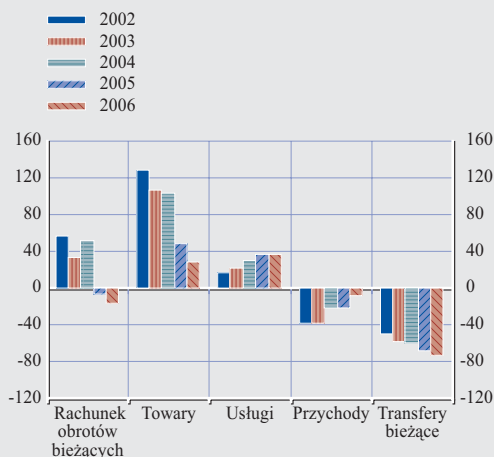
salda transferów bieżących zostały jedynie częściowo zrównoważone mniejszym deficytem dochodów, natomiast nadwyżka na rachunku usług pozostała w zasadzie na niezmiennym poziomie (zob. wykres 33).

Obroty towarowe z krajami spoza strefy euro zwiększyły się znacznie w 2006 r. W przypadku importu zanotowano wzrost wolumenu w 2006 r., co odzwierciedlało wzrost gospodarczy w strefie euro i aprecjację waluty. Jednakże wyższe ceny importowanej ropy naftowej i surowców nieropopochodnych stanowiły znaczące czynniki wzrostu wartości importu i, w związku z tym, zmniejszenia się nadwyżki obrotów towarowych (zob. wykres 34).

Chociaż wpływ rosnących cen ropy na bilans handlowy strefy euro był łagodzony przez aprecjację euro w stosunku do dolara amerykańskiego, deficyt w handlu ropą nadal rósł i wynosił 181 mld euro (ponad 2% PKB) w 12-miesięcznym ujęciu skumulowanym do października 2006 r., co stanowiło wartość o 39 mld euro większą niż rok wcześniej. Tendencją pozytywną jest to, że strefa euro najwyraźniej skorzystała na reinwestowaniu

Wykres 33 Saldo rachunku obrotów bieżących i jego składniki cząstkowe

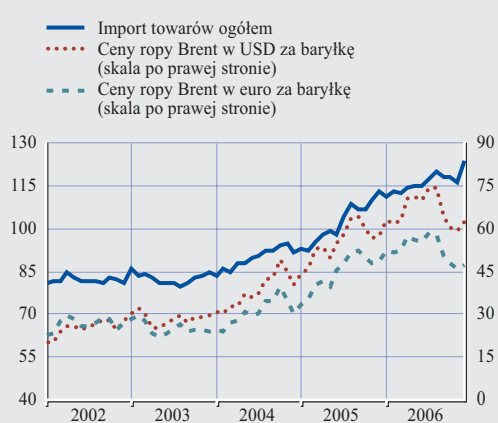
(dane roczne skorygowane sezonowo; w mld euro)



Źródło: EBC.

Wykres 34 Import towarów do strefy euro a ceny ropy Brent

(dane miesięczne)



Źródło: Eurostat i Bloomberg.

dochodów z zysków na handlu ropą – przez zwiększony popyt ze strony krajów-eksporterów ropy – co zrekompensowało część transferu zysków wynikającego z wyższych cen towarów importowanych.

W odniesieniu do eksportu wzrost zarówno cen, jak i wolumenu eksportu przyczynił się do wzrostu wartości eksportu w 2006 r. Wolumen eksportu w strefie euro wzrósł znacznie w tym roku, głównie za sprawą dużego popytu zewnętrznego. Eksport do Azji (w szczególności do Chin) oraz nowych krajów członkowskich UE charakteryzował się niezwykle silną dynamiką, w kontekście wzrostu gospodarczego w tych regionach. Wzrost ceny eksportu był mniejszy niż w roku poprzednim, głównie za

sprawą mniejszych wzrostów cen dóbr inwestycyjnych. Jednocześnie aprecjacja euro w 2006 r. oznaczała spadek konkurencyjności kosztowej oraz cenowej i przyczyniła się do dalszego spadku udziału w rynku eksportu ze strefy euro.

Zmniejszający się udział w rynku eksportu strefy euro jest również związany z czynnikami strukturalnymi gospodarki globalnej, takimi jak rosnące znaczenie nowych graczy globalnych na światowych rynkach eksportowych. W ramce 7 szerzej opisano, w jaki sposób strefa euro dostosowuje się do coraz bardziej globalnego i konkurencyjnego otoczenia gospodarczego.

Ramka 7

GLOBALIZACJA A KONKURENCYJNOŚĆ STREFY EURO¹

Chociaż globalizacja nie jest zjawiskiem nowym, panuje coraz powszechniejsze przekonanie, że za jej sprawą światowe modele produkcji i handlu ulegają zasadniczym zmianom.

Ramka ta zawiera ocenę zmian, jakie dokonały się ostatnio w strukturze eksportu strefy euro oraz innych głównych gospodarek światowych w wyniku globalizacji². Z wprowadzonego przez Balassa wskaźnika ujawnionych przewag komparatywnych (zob. tabela), którego wartość jest większa niż jeden w przypadku, gdy eksport kraju w danym sektorze jest wyższy niż średnia światowa, wynika, że w okresie 1993-2004 strefa euro charakteryzowała się stosunkowo zróżnicowaną strukturą eksportu i specjalizowała się głównie w eksporcie towarów wymagających dużych nakładów kapitału i badań, jak również towarów wymagających dużych nakładów pracy. Na pierwszy rzut oka częściowa specjalizacja strefy euro w produkcji wymagającej dużych nakładów pracy wydaje się zaskakująca, jako że strefa euro ma w porównaniu z wieloma rozwijającymi się gospodarkami wysoki współczynnik udziału kapitału do udziału pracy. W rezulatacie wyniki podane w poniższej tabeli mogą budzić pewne zastrzeżenia. Po pierwsze, wskaźnik Balassy, nieprzystosowany do wykorzystywania w odniesieniu do importowanych dóbr pośrednich, jest nieco mylący, ponieważ przewagi komparatywne powinny dotyczyć procesów i działań w granicach poszczególnych krajowych gałęzi przemysłu. Po drugie, podział towarów na cztery grupy w Tabeli 1 opiera się na dosyć szerokich kategoriach eksportu³.

Tymczasem trzy rozwinięte gospodarki stanowiące największą konkurencję dla strefy euro, czyli Japonia, Wielka Brytania oraz Stany Zjednoczone, nie wykazują ujawnionych przewag

1 Ramka została opracowana na podstawie dokumentu okolicznościowego EBC pod tytułem *Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*, autorstwa U. Baumanna i F. di Mauro.

2 Ogólna sytuacja strefy euro przesłania istotne różnice w strukturze handlu oraz wynikach poszczególnych krajów strefy euro.

3 Inne metody pomiaru specjalizacji eksportowej – zob. *Relative export structures and vertical specialisation: a simple cross-country index*, dokumenty robocze Banco de Portugal, styczeń 2007.

Ujawniona przewaga komparatywna (RCA) a wykorzystanie czynników produkcji ¹⁾

(Indeksy²⁾: średnia z lat 1993-2004)

Eksport wymaga przede wszystkim:							Wschodzące gospodarki azjatyckie	Kraje Europy Środkowo - Wschodniej
	Strefa euro ³⁾	Stany Zjednoczone	Wielka Brytania	Japonia	Chiny			
nakładów surowców	0,5	0,7	0,6	0,1	0,6	0,7	1,6	
nakładów pracy	1,1	0,7	0,9	0,5	2,2	1,2	1,2	
nakładów kapitału	1,2	0,9	1,0	1,5	0,4	0,5	1,2	
nakładów badawczych	1,1	1,4	1,2	1,4	0,9	1,3	0,5	

Źródło: Baza danych CHELEM – Centrum Studiów Perspektywicznych i Informacji (*Centre d'Etudes Prospectives et d'Information – CEPPI*) oraz obliczenia EBC

1) Lista dwucyfrowych kodów sektorów wchodzących w skład każdej z wymienionych kategorii czynników produkcji znajduje się w Załączniku A (tabela A3) dokumentu okolicznościowego EBC nr 55.

2) Wskaźnik Balassy ujawnionej przewagi komparatywnej, służący do obliczania względnej specjalizacji eksportowej poszczególnych krajów w zakresie czterech grup produktów (tzn. w sektorach wymagających wysokich nakładów surowcowych, nakładów pracy, nakładów kapitałowych oraz nakładów na badania) w stosunku do średnich światowych według równania: $RC_{Ak,j} = (X_{k,j} / \sum X_{k,j}) / (X_{w,j} / \sum X_{w,j})$. Licznik oznacza udział sektora *j* w całkowitym eksporcie kraju *k*, natomiast mianownik odpowiada procentowemu udziałowi sektora *j* w całkowitym eksporcie światowym.

3) Rozpatrywano jedynie eksport poza strefę euro.

komparatywnych w zakresie eksportu produktów wymagających wysokich nakładów pracy. Państwa te są za to w dużo większym stopniu wyspecjalizowane w produkcji wymagającej dużych nakładów na badania. Ponadto Japonia specjalizuje się również głównie w towarach wymagających wysokich nakładów kapitałowych, co stanowi odzwierciedlenie charakterystycznych dla tego kraju wysokich zasobów kapitału. Nie zaskakuje, że Chiny i inne gospodarki azjatyckie, określane w niniejszym dokumencie jako dynamiczne gospodarki azjatyckie (DAE)⁴ oraz kraje Europy Środkowej i Wschodniej (CEEC)⁵ specjalizują się w towarach wymagających wysokich nakładów pracy, co stanowi odzwierciedlenie zaangażowania względnych czynników produkcji. Mimo dysponowania przewagą komparatywną w zakresie działalności wymagającej wysokich nakładów pracy, kraje z grupy DAE specjalizują się również w produktach wymagających wysokich nakładów na badania w stopniu większym niż strefa euro. Kraje znajdujące się w grupie CEEC, w których przypadku brak ujawnionej przewagi komparatywnej w zakresie towarów wymagających dużych nakładów na badania stanowi wyraźne odzwierciedlenie niskiego poziomu nakładów na rozwój i badania⁶, charakteryzują się stosunkowo wysokim poziomem specjalizacji w produkcji towarów wymagających dużych nakładów surowcowych.

Specjalizacje eksportowe w sektorach wymagających dużych nakładów na badania w strefie euro oraz w innych krajach wysoko rozwiniętych nie wykazują istotnych zmian w czasie w porównaniu do niektórych krajów o gospodarkach wschodzących, które gwałtownie ewoluują w kierunku tych sektorów (zob. wykres A1)⁷. Nie zaszły również żadne znaczące zmiany, jeżeli chodzi o stopień specjalizacji krajów wysoko rozwiniętych w zakresie towarów wymagających wysokich nakładów pracy, który w przypadku strefy euro jest nadal stosunkowo wysoki (wykres A2).

4 Do DAE zaliczane są: Indie, Indonezja, Specjalny Region Administracyjny Hongkongu, Singapur, Korea Południowa, Tajwan, Malezja, Filipiny oraz Tajlandia.

5 CEEC obejmują: Wspólnotę Niepodległych Państw (Armenia, Azerbejdżan, Białoruś, Gruzja, Kazachstan, Kirgistan, Republika Mołdawii, Federacja Rosyjska, Tadżykistan, Turkmenistan, Ukraina, Uzbekistan), Estonię, Litwę, Łotwę, kraje byłej Jugosławii, (obecnie: Bośnia i Hercegowina, Chorwacja, Macedonia, Serbia i Czarnogóra oraz Słowenia), Albanie, Bułgarię, kraje byłej Czechosłowacji (obecnie: Republika Czeska i Słowacja), Węgry, Polskę, Rumunię, Turcję.

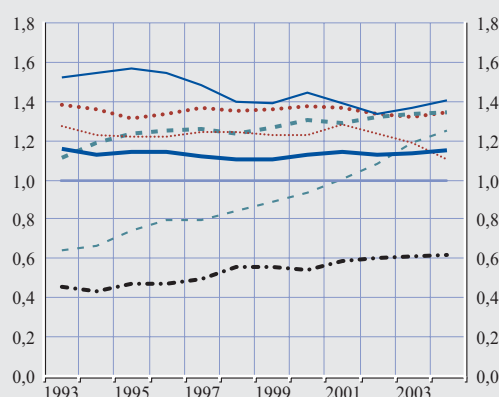
6 Średnie krajowe nakłady brutto na badania i rozwój w PEŚW wynoszą mniej niż 1% PKB. Dla porównania, nakłady te wynoszą średnio 1,9% w strefie euro, 2,6% w Stanach Zjednoczonych oraz 3,2% w Japonii (źródło: *OECD Science, Technology and Industry: Scoreboard 2005* oraz Eurostat, *Structural Indicators Database*).

Wykres A Zmiany ujawnionej przewagi komparatywnej

(wskaźnik¹⁾, dane roczne)

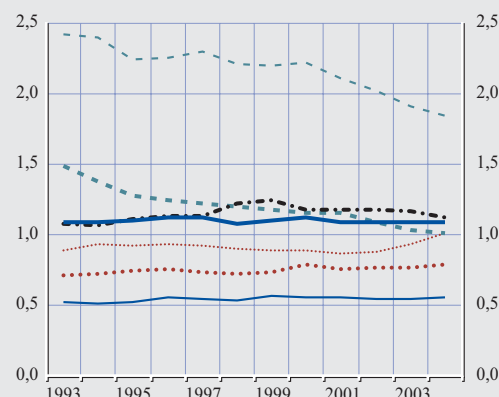
1) Głównie eksport produktów wymagających dużych nakładów na badania

— Strefa euro
 Wielka Brytania
 USA
 Chiny
 - - - - - Wschodzące gospodarki azjatyckie (DAE)
 - - - - - Stany Zjednoczone
 — Japonia



2) Głównie eksport produktów wymagających dużych nakładów pracy

— Strefa euro
 Wielka Brytania
 USA
 Chiny
 - - - - - Wschodzące gospodarki azjatyckie (DAE)
 - - - - - Stany Zjednoczone
 — Japonia



Źródła: CHELEM i obliczenia EBC.

1) Wskaźnik Balassy ujawnionych przewag komparatywnych (szczegóły struktury tego wskaźnika – zob. przypis 2 do poprzedniej tabeli).

Kładąc główny nacisk na produkty średnio zaawansowane technicznie, takie jak maszyny i urządzenia, pojazdy mechaniczne, produkty chemiczne i elektryczne, strefa euro wykazuje specjalizację w zakresie niektórych szybko rozwijających się sektorów produkcji towarów cieszących się popytem na świecie, takich jak: farmaceutyki, narzędzia medyczne, precyzyjne i optyczne oraz samoloty i pojazdy kosmiczne. Strefa euro charakteryzuje się jednak również wysoką specjalizacją w niektórych wolniej rozwijających się sektorach, takich jak sektor niemetalicznych produktów mineralnych. Ogólnie, strefa euro nie wykazuje specjalizacji w żadnym pojedynczym sektorze, lecz dysponuje stosunkowo zróżnicowaną strukturą eksportu w porównaniu do innych gospodarek uprzemysłowionych. Prawdopodobnie to właśnie chroni całkowitą produkcję strefy euro w okresach słabego popytu światowego w każdym z poszczególnych sektorów. Chociaż ogólnie specjalizacja eksportowa strefy euro w sektorach wymagających wysokich nakładów na badania nie podlega dużym zmianom w czasie, bardziej szczegółowe dane wskazują, że pomimo to eksporterzy strefy euro zwiększyli swoją specjalizację w niektórych zaawansowanych technicznie sektorach (takich jak: sektor farmaceutyczny, instrumentów medycznych, precyzyjnych i optycznych oraz informatyki i telekomunikacji (ICT)), które odnotowują coraz większy popyt na świecie. Tymczasem inne kraje wysoko rozwinięte, takie jak Japonia lub Stany Zjednoczone, dążą do zmniejszenia swojej specjalizacji w tej dziedzinie, prawdopodobnie w wyniku znacznej konkurencji ze strony wschodzących gospodarek azjatyckich oraz gwałtownego załamania koniunktury w sektorze ICT w roku 2000.

7 Podczas gdy na zmiany te mogło wpływać duże względne znaczenie gospodarek zaawansowanych względem gospodarek wschodzących pod względem całkowitej produkcji, mogą być one również odzwierciedleniem tempa, w jakim gospodarki wschodzące wyrównują zaległości w rozwoju technologicznym względem gospodarek wysoko rozwiniętych.

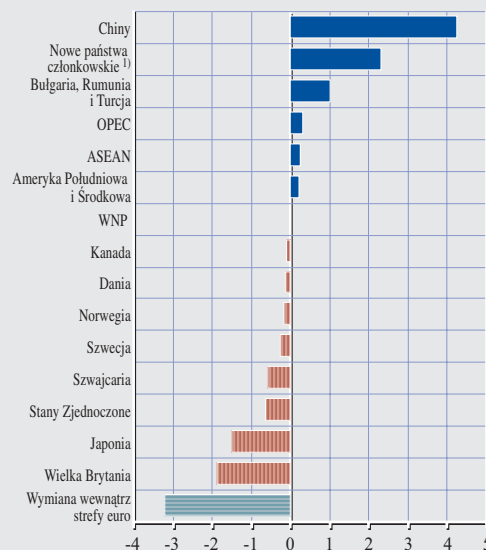
Pozytywny wpływ na zmiany w zakresie konkurencyjności eksportu strefy euro może być również wynikiem działania innych czynników. Wyniki ostatnich badań, prac doświadczalnych oraz modele teoretyczne wskazują, że przedsiębiorstwa odnoszą korzyści z bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Być może zatem duża aktywność firm strefy euro w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych podnosi ogólną wydajność strefy euro⁸.

Mimo iż gospodarki wschodzące jak dotąd specjalizowały się w sektorach nisko i średnio-nisko zaawansowanych technicznie oraz w wybranych sektorach wysoko zaawansowanych technicznie, wydaje się prawdopodobne, że w przyszłości zwiększą specjalizację w sektorach średnio-wysoko zaawansowanych technicznie, co wystawia kilka z tradycyjnie silnych sektorów euro, takich jak przemysł motoryzacyjny, maszynowy i produkujący różnego rodzaju urządzenia, na większą konkurencję i otwiera możliwość istotnych korekt. W istocie wyraźne są oznaki, że ma to już miejsce w przypadku specjalizacji eksportu z państw Europy Środkowo-Wschodniej, Chin i dynamicznych gospodarek azjatyckich, która zaczęła się rozwijać w ciągu ostatniej dekady w sektorach średnio-wysoko zaawansowanych technicznie, w tym w sektorze motoryzacyjnym i transportowym, jak również w zakresie innych maszyn i urządzeń.

Ta wstępna ocena wydajności eksportu strefy euro powinna zostać uzupełniona przez dokładną analizę importu, gdyż globalizacja wywiera również wielki wpływ na penetrację importu i jego strukturę w poszczególnych krajach. Liberalizacja handlu i rozwój międzynarodowych sieci produkcji wpłynęły na gwałtowny wzrost penetracji importu do głównych uprzemysłowionych gospodarek w ciągu ostatniej dekady. W latach 1991-2005 wskaźnik importu towarów i usług do PKB w ujęciu realnym wzrósł ponad trzykrotnie w Stanach Zjednoczonych, a prawie dwukrotnie w Japonii, podczas gdy zmiany w strefie euro i Wielkiej Brytanii plasowały się pośrodku. Co więcej, ogólnemu wzrostowi penetracji importu towarzyszył wysoki wzrost importu z krajów rozwijających się. Oznacza to przypadku strefy euro względnie odejście od partnerów handlowych wewnątrz strefy euro i gospodarek uprzemysłowionych w stronę wschodzących gospodarek o niższych kosztach jako dostawców i producentów dóbr (wykres B). Zmiana ta była szczególnie widoczna w przypadku dóbr zaopatrzeniowych i inwestycyjnych. Jest to wyraźny sygnał, że wschodzące gospodarki nabierają znaczenia jako dostawcy towarów i usług wykorzystywanych w procesach

Wykres B Zmiany w imporcie strefy euro według kraju pochodzenia

(zmiany w punktach procentowych, 1995-2005)



Source: Eurostat i obliczenia EBC.

Uwaga: Na podstawie wartości wymiany. Stosunek udziału importu strefy euro z danego kraju/regionu do importu (z zewnątrz i wewnątrz) strefy euro ogółem.

1) Kraje, które przystąpiły do UE w 2004 r.

⁸ Zob. np. artykuł *Germany in the Globalisation Process*, w wydaniu raportu miesięcznego Deutsche Bundesbanku z grudnia 2006 r.; A. Bernard, J. Jensen i P. Schott (2005), *Importers, exporters, and multinationals: a portrait of firms in the US that trade goods*, dokument roboczy NBER nr 11404; oraz E. Helpman, M. Melitz i S. Yeaple (2004), *Exports versus FDI*, *American Economic Review*, 94, s. 300-316.

produkcyjnych. Trend ten związany jest z bardziej powszechną tendencją zwiększania udziału importu w eksporcie strefy euro.

Ogólnie rzecz biorąc, mimo iż strefa euro napotyka obecnie na zwiększoną konkurencję ze strony gospodarek wschodzących, dalsze korekty mają dopiero nastąpić. W porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi, które zdają się bardziej zdecydowanie przesuwać w stronę produktów wymagających dużych nakładów na badania, strefa euro pozostaje częściowo wyspecjalizowana w produktach wymagających dużych nakładów pracy. Ponadto gospodarki wschodzące zyskują na znaczeniu jako konkurencja dla eksporterów nie tylko w zakresie gałęzi przemysłu nisko zaawansowanych technicznie i wymagających dużych nakładów pracy – jak sugerowałyby ich względny stan zasobów – lecz w coraz większym stopniu również w zakresie towarów zaawansowanych technologicznie i wymagających dużych nakładów kapitału. Jednocześnie strefa euro traci pozycję w niektórych tradycyjnie silnych sektorach, np. maszyn i narzędzi. Potwierdzają to dane wskazujące na silny wzrost importu towarów inwestycyjnych z nowych państw członkowskich UE, które zdają się częściowo wypierać import wewnętrzny strefy euro.

Dalsze skuteczne korekty zmian strukturalnych nie zostaną osiągnięte poprzez zwiększanie protekcjonizmu, jako że doprowadziłoby to jedynie do następnych długotrwałych okresów korekt. Prawdopodobieństwo właściwego przeprowadzenia działań dostosowawczych rośnie, gdy zmiana strukturalna zachodzi w środowisku, w którym przejściowe zmniejszenie dobrobytu (takie jak czasowy wzrost bezrobocia) jest jak najmniejsze i które sprzyja elastycznemu przekazywaniu zasobów do nowych i rozwijających się obszarów. To najlepszy sposób, w jaki gospodarka może odpowiedzieć na wyzwania globalizacji. Wymaga to z kolei reform strukturalnych w strefie euro, jak również zwiększonych nakładów na rozwój i badania, umożliwiających dokonanie niezbędnych innowacji w celu rozwinięcia nowych obiecujących obszarów specjalizacji.

NAPŁYW NETTO INWESTYCJI BEZPOŚREDNICH I PORTFELOWYCH ŁĄCZNIE W 2006 R.

Na rachunku finansowym strefy euro zanotowano napływ netto inwestycji bezpośrednich i portfelowych łącznie w wysokości 109,2 mld euro w 2006 r., w porównaniu z odpływem netto w wysokości 45,4 mld euro w 2005 r. Było to głównie wynikiem znacznie niższego odpływu netto inwestycji bezpośrednich i większego napływu netto inwestycji portfelowych zarówno w udziałowe papiery wartościowe, jak też w instrumenty dłużne (zob. wykres 35).

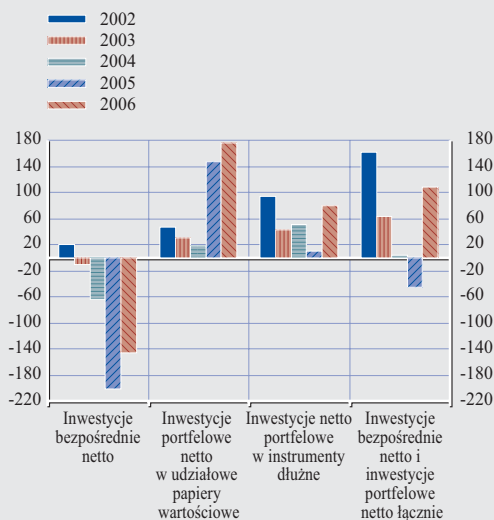
Pomijając skutki jednorazowej dużej transakcji związanej z restrukturyzacją dużego przedsiębiorstwa w strefie euro w 2005 r., rosnący deficyt w sferze inwestycji bezpośrednich w 2006 r. stanowił wynik wzrostu inwestycji bezpośrednich zagranicą przez rezydentów strefy euro, głównie w formie

inwestycji udziałowych w nowych krajach członkowskich UE, jak też w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych. W tym samym czasie napływ inwestycji bezpośrednich do strefy euro wzrósł ponad dwukrotnie w porównaniu z niskim poziomem takich inwestycji odnotowanym w latach 2004 i 2005, co być może stanowiło w pewnej mierze odzwierciedlenie oczekiwań rynku na poprawę perspektyw gospodarczych w strefie euro.

Ponownie pomijając skutki wyżej wspomnianej restrukturyzacji, wzrost napływu netto inwestycji portfelowych w 2006 r. wynikał ze zwiększenia zakupów netto papierów udziałowych strefy euro przez nierezydentów, spotęgowanego zwiększeniem dochodów przedsiębiorstw strefy euro i przez wyższą stopę zwrotu z kapitału w strefie euro niż w Stanach Zjednoczonych. Mnożące się w ciągu ostatniego roku oznaki

Wykres 35 Inwestycje bezpośrednie i portfelowe w strefie euro

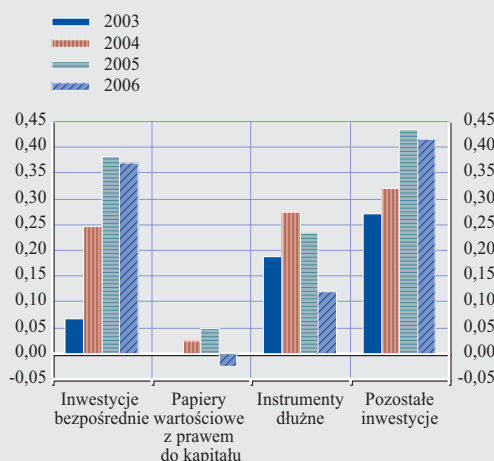
(dane roczne; w mld euro)



Źródło: EBC.

Wykres 36 Przepływy finansowe ze strefy euro do nowych państw członkowskich UE

(jako procent PKB nowych państw członkowskich UE)



Zdroj: ECB.

Uwaga: Dane za 2006 r. obejmują pierwsze trzy kwartały roku.

poprawy perspektyw gospodarczych w strefie euro mogły być głównym czynnikiem leżącym u podstaw takiego rozwoju wydarzeń.

Jeśli chodzi o aktywność na rynkach o stałej kwocie dochodu, napływ netto środków inwestowanych w instrumenty dłużne wyniósł 79,2 mld euro (w porównaniu z 8,7 mld w 2005 r.), co wynikało ze znacznego wzrostu zakupów długoterminowych papierów dłużnych strefy euro przez nierezydentów.

W odniesieniu do struktury geograficznej przepływów portfelowych, opartej na skumulowanych przepływach w pierwszych trzech kwartałach 2006 r., Stany Zjednoczone, centra finansowe poza granicami kraju (ang. *off-shore*) i kraje azjatyckie z wyłączeniem Japonii były głównymi odbiorcami zagranicznych inwestycji portfelowych strefy euro. Inwestorzy strefy euro nabyli także znaczną liczbę instrumentów dłużnych wyemitowanych przez kraje w wyżej wymienionych regionach, jak też przez Wielką Brytanię. Przedsiębiorstwa z sektora przetwórstwa przemysłowego prawdopodobnie kontynuowały przenoszenie części swojej produkcji, szczególnie do nowych

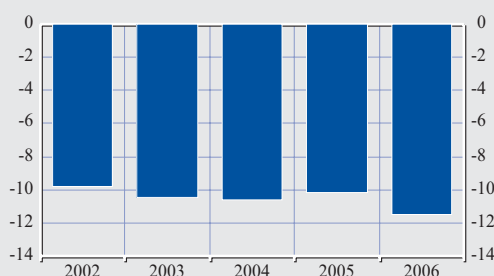
krajów członkowskich UE, gdyż liczba bezpośrednich inwestycji zagranicznych w tych krajach (mierzona udziałem w PKB tych krajów) rosła przez ostatnie cztery lata (zob. wykres 36).

DALSZE POGORSZENIE MIĘDZYNARODOWEJ POZYCJI INWESTYCYJNEJ W 2006 R.

Dane o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro wobec reszty świata dostępne do

Wykres 37 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

(jako procent PKB)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane odnoszą się do stanów na koniec okresu. Dane za 2006 r. oznaczają dane na koniec 3 kwartału.

trzeciego kwartału 2006 r. wskazują, że zobowiązania netto strefy euro wyniosły 965 mld euro (co stanowi 11,5% PKB strefy euro) w porównaniu ze zobowiązaniami netto w wysokości 811 mld euro (10,1%PKB) pod koniec 2005 r. (zob. wykres 37). Większe zobowiązania netto w 2005 r. w dużej mierze wynikały ze wzrostu zobowiązań netto w zakresie inwestycji portfelowych (o 145 mld euro) oraz pozostałych inwestycji (o 83 mld euro), które zostały jedynie po części skompensowane wzrostem aktywów netto w zakresie inwestycji bezpośrednich (o 70 mld euro) oraz aktywów rezerwowych (o 5 mld euro).

Zważywszy, że deficyt na rachunku obrotów bieżących strefy euro wynosił jedynie 20 mld euro w 2006 r., wzrost międzynarodowych zobowiązań netto strefy euro było w znacznej mierze spowodowany efektami aktualizacji wyceny wynikającej ze zmian cen aktywów i zmian kursów walutowych.

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

DZIAŁALNOŚĆ GOSPODARCZA

Tempo wzrostu realnego PKB w państwach członkowskich UE spoza strefy euro znacznie wzrosło w 2006 r. (zob. tabela 6)¹⁵. Pomimo że wzmożona aktywność gospodarcza stanowiła powszechnie obserwowaną tendencję, roczna stopa wzrostu różniła się istotnie w zależności od kraju. Wśród państw, które przystąpiły do Unii Europejskiej w maju 2004 r., tempo wzrostu produkcji było najwyższe w Estonii i na Łotwie, gdzie przekroczyło 11,4%. W Republice Czeskiej, na Litwie i Słowacji tempo wzrostu realnego PKB było również bardzo wysokie – mieściło się w przedziale od 6,1% do 8,3%. Tempo wzrostu realnego PKB było najniższe na Malcie. W innych państwach, tj. w Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii, tempo wzrostu przyspieszyło w porównaniu z 2005 r. i osiągnęło poziom zbliżony lub nieco wyższy od średniego poziomu strefy euro w 2006 r.

W większości państw członkowskich spoza strefy euro, działalność gospodarcza napędzana była przez popyt krajowy. Spożycie prywatne wzrosło wskutek wzrostu realnego dochodu do dyspozycji wynikającego z szybkiego tempa wzrostu wynagrodzeń oraz spadku bezrobocia,

jak również gwałtownie rosnących cen nieruchomości mieszkaniowych. Nastąpił wzrost dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, wynikający między innymi z utrzymujących się od pewnego czasu korzystnych warunków finansowania, poprawy warunków prowadzenia działalności gospodarczej, jak również – w niektórych krajach – znacznego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych (ang. *foreign direct investments* – *FDI*). W większości państw, gwałtowny wzrost dynamiki kredytów, częściowo wynikający z korzystnych warunków finansowych, również przyczynił się do znacznego wzrostu popytu krajowego.

Dynamika eksportu przyspieszyła w wielu krajach, czemu w ostatnich latach towarzyszył wysoki popyt wśród kluczowych partnerów handlowych oraz znaczny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Jednakże w większości państw dynamika importu pozostawała również na wysokim

15 Do państw członkowskich UE spoza strefy euro, o których mowa w niniejszym rozdziale, należy 13 państw członkowskich UE spoza strefy euro w okresie do końca grudnia 2006 r. (tj. Republika Czeska, Dania, Estonia, Cypr, Łotwa, Litwa, Węgry, Malta, Polska, Słowenia, Słowacja, Szwecja i Wielka Brytania).

Tabela 6 Wzrost realnego PKB

(zmiany roczne w procentach)

	2003	2004	2005	2006	2006 I kw.	2006 II kw.	2006 III kw.	2006 IV kw.
Czechy	3,6	4,2	6,1	6,1	6,4	6,2	5,9	5,8
Dania	0,4	2,1	3,1	3,2	3,5	3,0	3,0	3,1
Estonia	7,1	8,1	10,5	11,4	11,6	11,8	11,0	11,2
Cypr	1,8	4,2	3,9	3,8	3,5	4,2	3,8	3,6
Łotwa	7,2	8,7	10,6	11,9	13,1	11,1	11,9	11,7
Litwa	10,3	7,3	7,6	7,5	7,9	8,3	6,9	7,0
Węgry	4,1	4,9	4,2	3,9	4,4	4,0	3,9	3,4
Malta	-2,3	1,1	3,0	2,9	3,0	2,6	2,7	3,1
Polska	3,8	5,3	3,5	5,8	4,8	5,6	5,9	6,6
Słowenia	2,7	4,4	4,0	5,2	4,9	5,2	5,9	5,8
Słowacja	4,2	5,4	6,0	8,3	6,7	6,7	9,8	9,6
Szwecja	1,8	3,6	2,9	4,7	4,4	5,0	4,5	4,9
Wielka Brytania	2,7	3,3	1,9	2,7	2,4	2,7	2,9	3,0
UE-10 ¹⁾	4,1	5,2	4,8	5,9	5,5	5,8	6,1	6,2
UE-13 ²⁾	2,7	3,6	2,7	3,6	3,3	3,6	3,7	3,8
Strefa euro	0,8	1,8	1,5	2,8	2,2	2,8	2,7	3,3

Źródło: Eurostat.

1) Agregat UE-10 obejmuje dane z 10 krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 r.

2) Agregat UE-13 obejmuje dane z 13 państw członkowskich UE spoza strefy euro do w okresie do końca grudnia 2006 r.

Tabela 7 Inflacja HICP

(zmiany roczne w procentach)

	2003	2004	2005	2006	2006 I kw.	2006 II kw.	2006 III kw.	2006 IV kw.
Czechy	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	2,5	2,4	1,1
Dania	2,0	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6
Estonia	1,4	3,0	4,1	4,4	4,4	4,5	4,4	4,5
Cypr	4,0	1,9	2,0	2,2	2,3	2,6	2,6	1,5
Łotwa	2,9	6,2	6,9	6,6	7,0	6,5	6,6	6,2
Litwa	-1,1	1,2	2,7	3,8	3,3	3,6	4,0	4,2
Węgry	4,7	6,8	3,5	4,0	2,4	2,7	4,6	6,4
Malta	1,9	2,7	2,5	2,6	2,6	3,4	3,2	1,1
Polska	0,7	3,6	2,2	1,3	0,9	1,4	1,5	1,3
Słowenia	5,7	3,7	2,5	2,5	2,3	3,1	2,5	2,3
Słowacja	8,4	7,5	2,8	4,3	4,2	4,6	4,8	3,5
Szwecja	2,3	1,0	0,8	1,5	1,2	1,9	1,5	1,4
Wielka Brytania	1,4	1,3	2,0	2,3	2,0	2,2	2,4	2,7
UE-10 ¹⁾	1,9	4,1	2,5	2,4	2,0	2,4	2,7	2,5
UE-13 ²⁾	1,6	2,2	2,1	2,3	1,9	2,2	2,4	2,5
Strefa euro	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5	2,2	1,8

Źródło: Eurostat.

1) Agregat UE-10 obejmuje dane z 10 krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 r.

2) Agregat UE-13 obejmuje dane z 13 państw członkowskich UE spoza strefy euro w okresie do końca grudnia 2006 r.

poziomie w związku z intensywnym popytem krajowym oraz relatywnie wysokim udziałem importowanych produktów w eksporcie zanotowanym w wielu krajach. W związku z tym, udział eksportu netto we wzroście realnego PKB w 2006 r. pozostawał w znacznym stopniu neutralny w przypadku państw członkowskich UE spoza strefy euro jako całości, a znacząco dodatni tylko na Węgrzech, Malcie, Słowacji i w Szwecji. Wysokie tempo wzrostu importu i eksportu wskazuje, że pomimo znacznego stopnia zaawansowania, proces integracji wymiany handlowej w państwach, które przystąpiły do UE w maju 2004 r., nadal trwa.

Wraz ze wzrostem działalności gospodarczej, sytuacja na rynku pracy w dalszym ciągu ulegała poprawie w 2006 r. w wielu państwach członkowskich spoza strefy euro. Pomędzy poszczególnymi krajami istnieją jednak znaczne różnice. Podczas gdy stopa bezrobocia utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie w Polsce i na Słowacji, w innych krajach takich jak Dania, kraje bałtyckie oraz Wielka Brytania, sytuacja na rynku pracy pozostaje napięta. W większości krajów, które są państwami członkowskimi UE od maja 2004 r., wzrost zatrudnienia utrzymał się na niższym poziomie,

niż można by wnioskować z intensywnego tempa wzrostu produkcji. Było to spowodowane faktem, że tempo wzrostu realnego PKB wynikało przede wszystkim z zastosowania nowych technologii oraz dużego wzrostu dynamiki produkcji, wynikającego między innymi ze znacznego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w ostatnich latach. Wąskie gardła o charakterze strukturalnym, takie jak niedopasowanie podaży i popytu na rynku pracy w zakresie umiejętności i lokalizacji geograficznej, istnieją w dalszym ciągu w wielu państwach, które przystąpiły do Unii Europejskiej w maju 2004 r. Wraz z migracjami, które przyczyniły się napiętej sytuacji na rynkach pracy, czynniki te mogą stać się przyczyną ograniczeń dynamiki w państwach, gdzie pojawiły się trudności związane z niedoborem siły roboczej.

ZMIANY CEN

Inflacja HICP wzrosła znacznie w 2006 r. w niemal wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro (zob. tabela 7). Inflacja była najwyższa w szybko rozwijających się krajach bałtyckich, na Węgrzech i Słowacji, a w pozostałych państwach członkowskich spoza strefy euro pozostawała na poziomie zbliżonym lub nieco wyższym niż średnia dla państw ze

strefy euro. Średnia inflacja wynosiła mniej niż 2% w Danii, Polsce i Szwecji, podczas gdy w Czechach nie przekroczyła w 2006 r. 2,1%.

Wzrost inflacji w 2006 r. w państwach członkowskich spoza strefy euro związany był częściowo ze zmianami cen kontrolowanych i podatków pośrednich w wielu krajach, takich jak Czechy, Łotwa, Litwa, Węgry, Malta i Słowacja. Co więcej, ponowny istotny wzrost cen energii odpowiadał w znacznym stopniu za wzrost inflacji latem 2006 r. W wielu krajach na inflację wpływ miał wzrost cen żywności, którego dynamika wzrosła w 2006 r. po łagodnych wahaniach w 2005 r. Jednakże, w większości krajów, dynamiczny wzrost popytu krajowego przyczynił się do wystąpienia presji inflacyjnej.

W krajach dopuszczających znaczną elastyczność kursów walutowych, aprecjacja waluty pozwoliła na istotne ograniczenie wpływu na ceny importu oraz – zważywszy na względnie wysoki poziom otwartości tych krajów – na poziom inflacji zasadniczej. W świetle niezwykle ożywionej działalności gospodarczej w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro, średni poziom zmian płac w 2006 r. były wysokie. Nominalny wzrost płac był szczególnie duży w krajach o najwyższym tempie wzrostu produkcji (tj. w krajach bałtyckich), gdzie przekroczył zyski płynące z wydajności i przyczynił się do zwiększenia presji inflacyjnej.

POLITYKA FISKALNA

Polityka fiskalna w państwach członkowskich spoza strefy euro była w 2006 r. nadal zróżnicowana. Trzy kraje (Dania, Estonia i Szwecja) odnotowały nadwyżkę budżetową, podczas gdy pozostałe dziesięć – deficyt (zob. tabela 8). Za wyjątkiem Węgier, wyniki budżetowe za 2006 r. były zasadniczo zgodne z celami równowagi budżetowej zaktualizowanych programów konwergencji przedstawionych pod koniec 2005 r., lub nawet je przekraczały. Jednakże w wielu przypadkach wynikało to z lepszej pozycji wyjściowej na koniec 2005 r. oraz wysokich dochodów

z podatków, które można z kolei częściowo wyjaśnić wyższym niż początkowo oczekiwano tempem wzrostu PKB. Postęp w procesie strukturalnej konsolidacji fiskalnej został zatrzymany w większości krajów. Szacuje się, że jedynie Malta poprawiła saldo budżetowe o co najmniej 0,5% PKB w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne (po skorygowaniu o działania jednorazowe i przejściowe). Z drugiej strony, w wielu krajach polityka fiskalna została rozluźniona w sposób procykliczny, mimo wysokiego tempa wzrostu produkcji.

Pod koniec 2006 r. Czechy, Węgry, Malta, Polska, Słowacja i Wielka Brytania objęte zostały procedurą nadmiernego deficytu. Zgodnie z aktualizacjami programów konwergencji tych państw na lata 2006-2007, w roku 2006 r. deficyt zmalał we wszystkich tych krajach poza Węgrami i Słowacją, a na Malcie i w Wielkiej Brytanii spadł poniżej 3% PKB. W Polsce, podobnie jak miało to miejsce w 2005 roku, odnotowano deficyt poniżej wartości referencyjnej. Jednakże, wyłączając odchylenia statystyczne wynikające z uwzględnienia obowiązkowego finansowanego publicznego systemu emerytalnego w sektorze administracji publicznej (który zostanie zlikwidowany w 2007 r.), deficyt przekroczyłby limit 3%.

Jeżeli chodzi o główne decyzje Rady ECOFIN, procedura nadmiernego deficytu wszczęta wobec Cypru w 2006r. została uchylona w lipcu w związku ze spadkiem deficytu poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB w 2005 r. Z kolei Rada wszczęła procedurę nadmiernego deficytu wobec Wielkiej Brytanii w styczniu 2006 r. i wezwała ją do skorygowania nadmiernego deficytu najpóźniej przed rozpoczęciem roku budżetowego 2006/2007. We wrześniu 2006 r. Węgry przedstawiły skorygowany program konwergencji – zgodnie z żądaniem Rady wystosowanym w styczniu – w którym przewidziano deficyt na poziomie 10,1% PKB w 2006 r., znacznie wykraczający poza cel początkowy. W rekomendacji Rady

Tabela 8 Pozycja fiskalna

(jako procent PKB)

Nadwyżka (+) lub deficyt (-) sektora instytucji rządowych i samorządowych
**Dane programu
konwergencji za rok
2006**

	2003	2004	2005	2006
Czechy	-6,6	-2,9	-3,7	-3,5
Dania	1,1	2,7	4,9	4,1
Estonia	1,9	2,3	2,3	2,6
Cypr	-6,3	-4,4	-2,3	-1,9
Łotwa	-1,2	-1,0	0,0	-0,4
Litwa	-1,3	-1,5	-0,5	-1,2
Węgry	-7,2	-6,7	-7,8	-10,1
Malta	-10,0	-5,0	-3,4	-2,6
Polska	-4,7	-3,9	-2,5	-1,9
Słowenia	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Słowacja	-3,7	-3,0	-3,1	-3,7
Szwecja	0,1	1,8	3,0	3,0
Wielka Brytania	-3,3	-3,2	-3,3	-2,8
UE-10 ¹⁾	-5,1	-3,8	-3,4	-3,4
UE-13 ²⁾	-3,0	-2,3	-2,0	-1,9
Strefa euro	-3,1	-2,8	-2,4	-1,9

Zadłużenie brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych
**Dane programu
konwergencji za rok
2006**

	2003	2004	2005	2006
Czechy	30,1	30,7	30,4	30,6
Dania	44,4	42,6	35,9	28,6
Estonia	5,7	5,2	4,5	3,7
Cypr	69,1	70,3	69,2	64,7
Łotwa	14,4	14,5	12,1	10,7
Litwa	21,2	19,4	18,7	18,4
Węgry	58,0	59,4	61,7	67,5
Malta	70,2	74,9	74,2	68,3
Polska	43,9	41,8	42,0	42,0
Słowenia	28,5	28,7	28,0	28,5
Słowacja	42,7	41,6	34,5	33,1
Szwecja	51,8	50,5	50,4	46,5
Wielka Brytania	38,9	40,4	42,4	43,7
UE-10 ¹⁾	41,6	41,0	40,7	41,2
UE-13 ²⁾	41,1	41,8	42,4	42,7
Strefa euro	69,3	69,8	70,8	69,6

Źródła: Komisja Europejska (za lata 2004-2005), zaktualizowane programy konwergencji z lat 2006-2007 (za 2006) i obliczenia EBC. Uwagi: Dane wyliczono na podstawie definicji procedury nadmiernego deficytu. Salda budżetu (dane Komisji) nie uwzględniają przychodów ze sprzedaży licencji UMTS. W przypadku Danii, Polski i Szwecji dane uwzględniają fundusze emerytalne drugiego filaru. Ich szacunkowy wpływ na poprawę pozycji fiskalnej w 2006 przedstawia się następująco: Dania 1,0% PKB, Polska 2,0% PKB, Szwecja 1,1% PKB. Podobnie jak w przypadku ostatniej aktualizacji programu konwergencji i prognoz Komisji z jesieni 2006 r., wartości dla Węgier nie obejmują już funduszy emerytalnych drugiego filaru.

1) Agregat UE-10 obejmuje dane z 10 krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 r.

2) Agregat UE-13 obejmuje dane z 13 państw członkowskich UE spoza strefy euro w okresie do końca grudnia 2006 r.

z października 2006 r., termin skorygowania przez Węgry nadmiernego deficytu przedłużono o rok – do 2009 r. W odniesieniu do Polski Rada przyjęła w listopadzie 2006 r. decyzję stwierdzającą, że działania podjęte przez władze polskie są niewystarczające dla skorygowania nadmiernego deficytu w wyznaczonym terminie przypadającym na 2007 r.

Wskaźnik zadłużenia publicznego utrzymały się na poziomie znacznie poniżej 60% PKB w roku 2006 w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro. Na Cyprze i Malcie, pomimo odnotowanego w 2006 r. spadku, wskaźnik zadłużenia był nadal na poziomie przekraczającym wartość referencyjną 60%, podczas gdy na Węgrzech odnotowano gwałtowny wzrost tego wskaźnika do poziomu przekraczającego 67% PKB. W większości

Tabela 9 Bilans płatniczy – wybrane pozycje

(jako procent PKB)

	Saldo na rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowym łącznie				Przeływy netto inwestycji bezpośrednich				Przeływy netto inwestycji portfelowych			
	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾	2003	2004	2005	2006 ¹⁾
Czechy	-6,2	-6,5	-1,9	-4,5	2,1	3,7	8,2	3,8	-1,4	2,1	-2,4	-2,2
Dania	3,3	2,4	3,9	2,4	0,1	0,4	-0,7	-0,6	-7,0	-6,0	-4,3	-5,9
Estonia	-11,1	-11,7	-9,5	-10,2	8,1	6,0	16,8	1,5	1,8	6,2	-15,8	-7,8
Cypr	-2,0	-4,1	-5,1	-5,1	2,4	2,5	4,3	3,8	1,9	7,2	-0,8	-3,2
Łotwa	-7,5	-11,9	-11,2	-19,7	2,3	3,9	3,7	5,8	-2,0	1,7	-0,7	0,0
Litwa	-6,4	-6,4	-5,9	-10,4	0,8	2,3	2,7	4,8	1,5	0,9	-1,0	-0,9
Węgry	-8,0	-8,1	-5,9	-5,6	0,6	3,3	4,7	6,2	3,5	6,7	4,0	2,9
Malta ²⁾	-3,7	-6,4	-6,3	-7,6	8,3	7,6	11,4	25,9	-32,3	-38,2	-46,0	-62,9
Polska	-2,1	-3,8	-1,4	-1,4	2,0	4,7	2,1	3,1	1,1	3,7	4,1	-0,8
Słowenia	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4	-0,6	0,9	-0,2	-0,2	-0,9	-2,4	-5,9	-4,6
Słowacja	-0,5	-3,3	-8,6	-7,9	2,2	3,3	3,7	6,7	-1,7	2,1	-2,1	2,9
Szwecja	7,3	6,9	6,3	6,1	-5,3	-2,6	-3,0	0,5	-2,2	-6,5	1,1	-11,8
Wielka Brytania	-1,2	-1,5	-2,2	-3,0	-2,2	-1,0	4,7	2,3	5,3	-4,6	-3,4	0,6
UE-10 ³⁾	-4,6	-5,6	-4,3	-5,3	2,2	4,6	4,8	4,7	0,5	2,8	0,9	-1,0
UE-13 ⁴⁾	-0,6	-1,2	-1,4	-1,8	-1,5	0,0	3,6	1,8	2,7	-3,4	-2,1	-2,7
Strefa euro	0,6	0,9	0,0	-0,3	-0,2	-0,8	-2,5	-1,5	1,0	0,9	2,0	1,2

Źródło: EBC.

1) Ponieważ nie są jeszcze dostępne nowsze dane, dane za 2006 r. dla Estonii, Malty, Szwecji i Wielkiej Brytanii dotyczą średniej za cztery kwartały do III kw. 2006 r.

2) Znaczny odpływ netto inwestycji portfelowych w przypadku Malty jest odbiciem działalności finansowej międzynarodowych banków prowadzących działalność z tego kraju. W tym przypadku odpływ inwestycji portfelowych netto jest prawie całkowicie równoważony przez przyływ innych inwestycji.

3) Agregat UE-10 obejmuje dane z 10 krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 r.

4) Agregat UE-13 obejmuje dane z 13 państw członkowskich UE spoza strefy euro w okresie do końca grudnia 2006 r. Suma z czterech kwartałów do III kw. 2006 r.

pozostałych państw członkowskich UE spoza strefy euro, wskaźnik zadłużenia odnotował spadek lub w zasadzie się nie zmienił.

ZMIANY W BILANSIE PŁATNICZYM

Rachunek obrotów bieżących i rachunek kapitałowy poszczególnych państw członkowskich UE spoza strefy euro w dalszym ciągu wykazywał w 2005 r. znaczne różnice (zob. tabela 9), choć ogólny obraz wskazywał na pogorszenie sytuacji w porównaniu z rokiem 2005. Podczas gdy Dania i Szwecja odnotowały istotne nadwyżki, Wielka Brytania i kraje, które przystąpiły do Unii Europejskiej w maju 2004 r. wykazały deficyty. W porównaniu z 2005 r. deficyty te wzrosły w większości krajów, a w szczególności na Łotwie, gdzie poziom deficytu osiągnął około 20% PKB. Estonia i Litwa odnotowały deficyty na poziomie przekraczającym 10% PKB. W Republice Czeskiej, na Cyprze, Węgrzech, Malcie i Słowacji deficyt osiągnął poziom pomiędzy 4% a 8% PKB. W pozostałych krajach odnotowano bardziej umiarkowany deficyt.

W wielu krajach, które przystąpiły do Unii Europejskiej w maju 2004 r., deficyt ten można częściowo wyjaśnić procesem doganiania pozostałych krajów, w zakresie, w jakim odzwierciedla on inwestycje w potencjał produkcyjny, które nie byłyby możliwe do zrealizowania wyłącznie w oparciu o oszczędności krajowe. Jednakże duże deficyty na rachunku obrotów bieżących i na rachunku kapitałowym w niektórych krajach spoza strefy euro mogą oznaczać problemy z utrzymaniem pozycji zewnętrznych, szczególnie, jeśli wynikają ze znacznego spożycia prywatnego lub publicznego, wysokiej dynamiki kredytów lub inwestycji mieszkaniowych.

W porównaniu z 2005 r. napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych wzrósł w 2006 r. w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro. W perspektywie ogólnej, mimo iż napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych w dalszym ciągu stanowił istotne źródło finansowania dla wielu państw

członkowskich UE spoza strefy euro, napływ ten był często niewystarczający, by pokryć deficyt na rachunku obrotów bieżących i na rachunku kapitałowym, szczególnie w krajach bałtyckich. Jednocześnie napływ netto inwestycji portfelowych pozostał ujemny lub neutralny we wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro, za wyjątkiem Węgier i Słowacji. W obu tych krajach napływ netto inwestycji portfelowych wynikał z większego napływu zadłużenia netto – w niektórych przypadkach częściowo wynikający z rozpiętości rentowności – choć napływ netto inwestycji w papiery wartościowe z prawem do kapitału również zyskał na znaczeniu. Pozostałe przepływy inwestycyjne były w znacznym stopniu dodatnie w większości krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w maju 2004 r., odzwierciedlając przede wszystkim kredyty udzielone przez banki – jako podmioty dominujące – spółkom zależnym w tym regionie.

ZMIANY KURSÓW WALUTOWYCH

Zmiany kursów walutowych w państwach członkowskich spoza strefy euro w 2006 r. w znacznej mierze odzwierciedlały reżimy kursowe poszczególnych państw. Waluty Danii, Estonii, Cypru, Łotwy, Litwy, Malty, Słowenii i Słowacji uczestniczyły w mechanizmie ERM II ze standardowym pasmem wahań na poziomie $\pm 15\%$ wokół kursu centralnego w stosunku do euro, z wyjątkiem duńskiej korony, gdzie zastosowano węższe pasmo

$\pm 2,25\%$. Porozumienia o uczestnictwie w mechanizmie ERM II dla krajów, których waluty przyłączyły się do ERM II w 2004 r. i 2005 r. (tj. wszystkich krajów wymienionych powyżej oprócz Danii) opierały się na wielu zobowiązaniach w zakresie polityki podjętych przez odpowiednie władze, m.in. dotyczących dążenia do zdrowej polityki fiskalnej, promowania umiarkowanego poziomu płac i zmian płac stosownie do wzrostu wydajności, powstrzymania dynamiki kredytów oraz wdrożenia dalszych reform strukturalnych. Wejście do ERM II było także, w niektórych przypadkach, powiązane z jednostronnymi zobowiązaniami ze strony zainteresowanych państw do utrzymania węższych pasm wahań. Te jednostronne zobowiązania nie nałożyły na EBC żadnych dodatkowych zobowiązań. W szczególności ustalono, że korona estońska i litewski lit mogą wejść do ERM II z istniejącymi rozwiązaniami w postaci izb walutowych. Władze Malty ogłosiły, że mają zamiar utrzymać kurs wymiany lira maltańskiego na poziomie kursu centralnego w stosunku do euro, a władze łotewskie, że utrzymają kurs wymiany łata na poziomie kursu centralnego w stosunku do euro z pasmem wahań $\pm 1\%$.

W przypadku większości walut uczestnictwo w ERM II przebiegało bez większych problemów. Korona duńska, korona estońska, funt cypryjski, łat łotewski, lit litewski, lir maltański i tolar słoweński były bardzo stabilne

Tabela 10 Zmiany w ERM II

Waluta	Data wejścia	Górny limit	Kurs centralny	Dolny limit	Maks. odchylenie w %	
					w górę	w dół
Korona duńska	1 stycznia 1999 r.	7,62824	7,46038	7,29252	0,09	0,15
Korona estońska	28 czerwca 2004 r.	17,9936	15,6466	13,2996	0,00	0,00
Funt cypryjski	2 maja 2005 r.	0,673065	0,585274	0,497483	0,00	2,01
Łat łotewski	2 maja 2005 r.	0,808225	0,702804	0,597383	0,74	0,98
Lit litewski	28 czerwca 2004 r.	3,97072	3,45280	2,93488	0,00	0,00
Lir maltański	2 maja 2005 r.	0,493695	0,429300	0,364905	0,00	0,00
Tolar słoweński	28 czerwca 2004 r.	275,586	239,640	203,694	0,02	0,08
Korona słowacka	28 listopada 2005 r.	44,2233	38,4550	32,6868	0,68	10,93

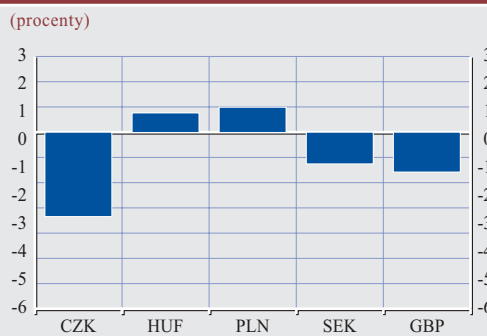
Źródło: EBC.

Uwagi: Odchylenie w dół (w górę) odpowiada ruchowi w kierunku limitu dolnego (górnego) i oznacza umocnienie (osłabienie) danej waluty w stosunku do euro. Okres referencyjny dla wykazanych maksymalnych odchyleń od odnośnych kursów centralnych ERM II to okres od 2 stycznia 2006 r. do 15 lutego 2007 r.

wobec euro w 2006 r. i na początku 2007 r. aż do 2 marca 2007 r., a ich kursy były przez cały czas równe lub bardzo bliskie kursom centralnym. Jedynie kurs korony słowackiej wykazywał stosunkowo dużą zmienność (zob. tabela 10). Po wyborach parlamentarnych na Słowacji i okresie zawirowań na międzynarodowych rynkach kapitałowych, korona przez cały lipiec była poddawana presji zniżkowej i jej kurs po raz pierwszy spadł tymczasowo poniżej centralnego kursu ERM II. Jednak dzięki interwencji Narodna banka Slovenska, odnowionemu zaufaniu do rynku w polityce gospodarczej nowego rządu, zdrowej sytuacji makroekonomicznej i podwyższonemu gotowości inwestorów światowych do podjęcia ryzyka, korona słowacka od połowy lipca zyskiwała na wartości. W dniu 28 grudnia 2006 r. Narodna banka Slovenska interweniował na rynku walutowym w celu złagodzenia presji aprecjacji. Na początku 2007 r. kurs słowackiej korony w dalszym ciągu zyskiwał na wartości i w dniu 2 marca 2007 r. ukształtował się na poziomie 10,7% powyżej centralnego kursu ERM II.

W przypadku walut państw członkowskich UE spoza strefy euro, które nie uczestniczyły w ERM II, zmiany przedstawiały się różnie w poszczególnych państwach (zob. wykres 38). W 2006 r. korona czeska i korona szwedzka stopniowo zyskiwały na wartości w stosunku do euro, jednakże na początku 2007 r. nieco straciły i ostatecznie, w dniu 2 marca 2007 r., umocniły się odpowiednio o 3,0% i 1,1% w stosunku do euro w porównaniu z początkiem 2006 r. Pomimo pewnych wahań w drugiej połowie 2006 r. funt szterling umacniał się od początku lipca 2006 r., do czego przyczyniły się pozytywne zmiany gospodarcze w Wielkiej Brytanii i spodziewany wzrost stóp procentowych. W dniu 2 marca 2007 r. kurs funta szterlinga kształtował się na poziomie o 1,4% wyższym niż w styczniu 2006 r. W tym samym okresie forint węgierski i złoty polski straciły nieco na wartości i odnotowały pewne wahania kursów. W pierwszej połowie 2006 r. obie te waluty znacznie straciły na wartości w stosunku do

Wykres 38 Zmiany kursu euro wobec walut UE spoza ERM II



Źródło: EBC.

Uwagi: Wartość dodatnia (ujemna) oznacza wzmocnienie (deprecjacje) waluty wobec euro. Zmiany dotyczą okresu od 2 stycznia 2006 r. do 15 lutego 2007 r.

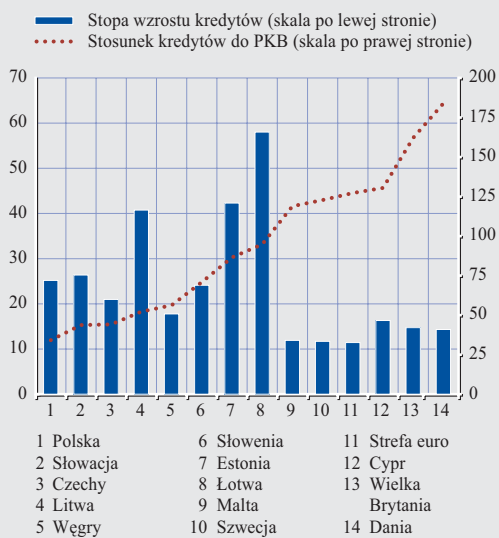
euro, co było reakcją na zwiększanie się światowej niechęci do ryzyka na rynkach wschodzących. Na Węgrzech presja na deprecjację waluty krajowej mogła być odzwierciedleniem sytuacji fiskalnej i niepokojów rynkowych związanych z nierównowagą zewnętrzną kraju. Jednak od początku lipca 2006 r. forint i złoty zaczęły się umacniać w stosunku do euro, do czego przyczyniło się większe zainteresowanie światowych inwestorów ryzykiem, a w przypadku Węgier także podwyższone stopy procentowe banku centralnego i wdrożenie planu konsolidacji fiskalnej. Do 2 marca 2007 r. kursy forinta węgierskiego i złotego polskiego ustabilizowały się w stosunku do euro w porównaniu z początkiem 2006 r.

SYTUACJA FINANSOWA

Między styczniem 2006 r. a lutym 2007 r. rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro kształtowała się podobnie, jak w strefie euro, odnotowując wzrost w pierwszej części roku, a następnie lekki spadek począwszy od czerwca 2006 r. W lutym 2007 r. długoterminowe stopy procentowe w państwach członkowskich UE spoza strefy euro kształtowały się średnio na poziomie wyższym o około 60 punktów bazowych niż na początku 2006 r. Największy wzrost odnotowano

Wykres 39 Kredyty dla sektora prywatnego w 2006 r.

(roczne zmiany procentowe jako procent PKB)



Źródła: EBC, Eurostat, Centralny Bank Cypru i Bank of England. Uwaga: Dane dla Cypru i Wielkiej Brytanii opierają się na definicji krajowej. Dane odnoszą się do rocznej stopy wzrostu kredytów w grudniu 2006 r.

na Łotwie (około 150 punktów bazowych), odzwierciedlając w ten sposób w dużej mierze pogarszające się perspektywy inflacyjne. W innych państwach członkowskich UE spoza strefy euro długoterminowe stopy procentowe odnotowały mniejszy wzrost niż w strefie euro. W porównaniu ze strefą euro rozpiętości rentowności obligacji skarbowych w państwach członkowskich UE spoza strefy euro w lutym 2007 r. były średnio niższe niż na początku roku 2006. Różnica długoterminowych stóp procentowych utrzymała się na dość wysokim poziomie na Węgrzech, gdzie w lutym 2007 r. osiągnęła około 285 punktów bazowych. W kraju tym sytuacja fiskalna i nierównowaga zewnętrzna przyczyniały się do utrzymania dużych różnic w rentowności obligacji długoterminowych.

Między 2006 r. a lutym 2007 r. rynki akcji w państwach członkowskich UE spoza strefy euro odnotowywały dobre wyniki. Rynki te osiągnęły najwyższy wzrost w Estonii, na Cyprze i w Polsce, gdzie były wyraźnie wyższe niż średnia dla strefy euro mierzona indeksem

Dow Jones EURO STOXX. Jednakże rynki akcji we wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro zareagowały negatywnie na zawirowania na rynku globalnym pod koniec lutego.

W 2006 r. dynamika wzrostu kredytów dla sektora prywatnego utrzymywała się na wysokim poziomie we wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro (osiągając średni poziom 24% w ujęciu rocznym dla wszystkich państw członkowskich UE spoza strefy euro jako całości). Pod koniec 2006 r. wydawało się, że pomimo swojego dość wysokiego poziomu, roczna dynamika wzrostu kredytów zaczyna zwalniać lub stabilizować w wielu krajach. Sytuację tę może wyjaśniać podniesienie stóp procentowych przez EBC oraz przez większość banków centralnych państw spoza strefy euro w 2006 r. (zob. poniżej) oraz spowodowane tym zaostrzenie nastawienia w polityce pieniężnej. Najbardziej dynamiczny wzrost kredytów odnotowano w najszybciej rozwijających się państwach bałtyckich (na Łotwie blisko 60% pod koniec 2006 r.) (zob. wykres 39). W Czechach, na Węgrzech, w Polsce, Słowenii i na Słowacji roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego wzrosła, osiągając poziom 20% lub wyższy pod koniec 2006 r. Szybki wzrost kredytów w tych nadrabiających zaległości gospodarkach należy rozpatrywać w kontekście wzrostu roli systemu finansowego (w żargonie ekonomicznym: pogłębianie finansowe, ang. *financial deepening*). W istocie udział kredytów dla sektora prywatnego w PKB we wszystkich państwach, które przystąpiły do Unii Europejskiej w maju 2004 r., za wyjątkiem Cypru i Malty, pozostaje na znacznie niższym poziomie niż średnia strefy euro. Niemniej jednak szybki wzrost kredytów stwarza również ryzyko przegrzania się gospodarki i zbyt dużej nierównowagi zarówno zewnętrznej, jak i wewnętrznej. Znaczący i wciąż rosnący udział kredytów w obcej walucie rodzi szczególne obawy. W 2006 r. w Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii roczna dynamika wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, w porównaniu z rokiem 2005, przyspieszyła i pod koniec 2006 r. osiągnęła 12% i 15%

POLITYKA PIENIĘŻNA

Podstawowym celem polityki pieniężnej we wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro jest stabilność cen. Niemniej jednak

strategie polityki pieniężnej w poszczególnych krajach znacznie różnią się między sobą (zob. tabela 11).

Tabela 11 Oficjalne strategie polityki pieniężnej państw członkowskich UE spoza strefy euro w roku 2006

	Strategia polityki pieniężnej	Waluta	Charakterystyka
Czechy	Cel inflacyjny	Korona czeska	Cel: 3%, zagwarantowanie, że inflacja nie odbiega od tego celu o więcej niż ± 1 punkt procentowy. 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 nadal realizuje postanowienia swojej izby walutowej na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Cypr	Cel kursowy	Funt cypryjski	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,585274 CYP za euro.
Łotwa	Cel kursowy	Łat łotewski	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,702804 LVL za euro. Łotwa nadal utrzymuje pasmo wahań $\pm 1\%$ na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Litwa	Cel kursowy	Lit litewski	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 3,45280 LTL za euro. Litwa nadal realizuje postanowienia swojej izby walutowej na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Węgry	Cel kursowy i inflacyjny	Forint węgierski	Cel kursowy: kurs sztywny wobec euro na poziomie 282,36 HUF za euro, z pasmem wahań $\pm 15\%$. Cel inflacyjny: 3,5% (± 1 punkt procentowy) do końca 2006 r. oraz cel średnioterminowy 3% (± 1 punkt procentowy) od 2007 r.
Malta	Cel kursowy	Lir maltański	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,42930 MTL za euro. Malta utrzymuje kurs wymiany wobec euro na poziomie kursu centralnego na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Polska	Cel inflacyjny	Złoty polski	Cel inflacyjny: 2,5% ± 1 punkt procentowy (roczna zmiana wskaźnika cen konsumpcyjnych) od 2004 r. Kurs płynny bez ograniczeń.
Słowenia	Dwufilarowa strategia monitorowania pieniężnych, realnych, zewnętrznych i finansowych wskaźników sytuacji makroekonomicznej	Tolar słoweński	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół monitorowania pieniężnych, kursu centralnego 239,640 SIT za euro. Z dniem 1 stycznia 2007 r. Słowenia przystąpiła do strefy euro.
Słowacja	Cel inflacyjny w ramach ERM II	Korona słowacka	Uczestniczy w ramach ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 38,4550 SKK za euro. Cel inflacyjny na lata 2006-2008 ustalony poniżej: 2,5% na koniec 2006 r. i poniżej 2% na koniec 2007 r. i 2008 r.
Szwecja	Cel inflacyjny	Korona szwedzka	Cel inflacyjny: wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych o 2% z dopuszczalnymi odchyleniami ± 1 punkt procentowy. Kurs płynny bez ograniczeń.
Wielka Brytania	Cel inflacyjny	Funt szterling	Cel inflacyjny: 2% mierzony 12-miesięcznym wzrostem wskaźnika cen konsumpcyjnych CPI ¹ . W przypadku odchyłań przekraczających 1 punkt procentowy Komitet Polityki Pieniężnej (MPC) jest zobowiązany wystosować list otwarty do Ministra Finansów. Kurs płynny bez ograniczeń.

Źródło: ESBC.

1) Wskaźnik CPI jest identyczny z HICP.

W 2006 r. polityka pieniężna i reżimy kursowe państw członkowskich UE spoza strefy euro pozostały w większości przypadków niezmienione, choć w niektórych państwach wprowadzono pewne zmiany ogólnych zasad polityki pieniężnej, mając na uwadze przyszłą integrację walutową.

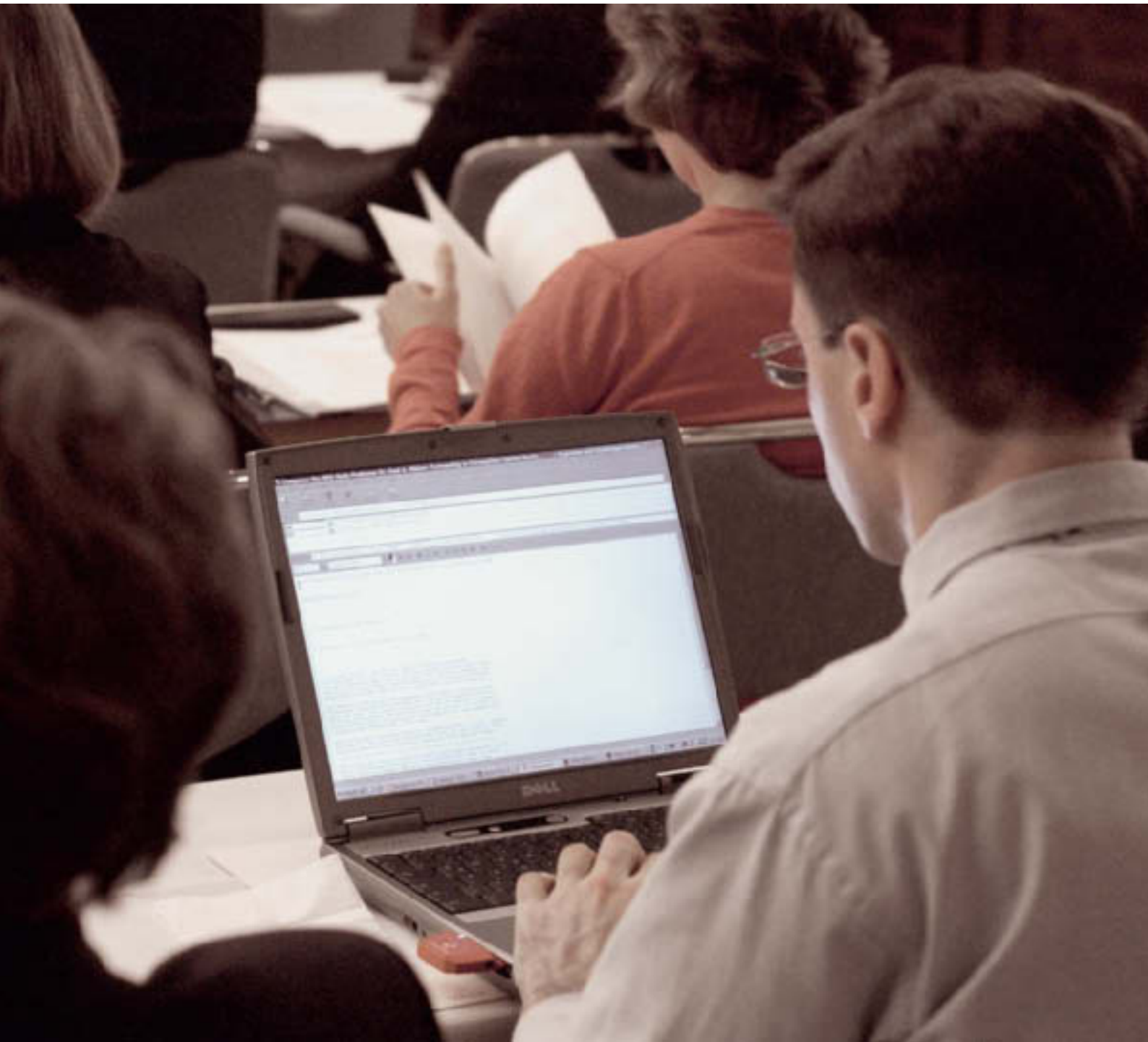
Jeśli chodzi o decyzje w zakresie polityki pieniężnej podejmowane między styczniem 2006 r. a lutym 2007 r., większość banków centralnych uczestniczących w ERM II podjęła działania w celu zaostrzenia polityki pieniężnej. Często stanowiły one odzwierciedlenie działań EBC, które w 2006 r. doprowadziły do podniesienia minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o łączną liczbę 125 punktów bazowych do 3,5%. W połowie lutego 2006 r. Danmarks Nationalbank podniósł podstawową stopę procentową o 10 punktów bazowych do 2,5% ze względu na wcześniejszy odpływ kapitału w tym samym miesiącu, między innymi w wyniku nabycia zagranicznych udziałów i innych papierów wartościowych przez duńskich inwestorów instytucjonalnych. Krajowy bank centralny odpowiedział następnie na zmiany podstawowych stóp EBC i podniósł swoją podstawową stopę procentową z 2,5% do 3,75%. Eesti Pank i Lietuvos bankas, które – zważywszy na ich rozwiązania w postaci izb walutowych – nie prowadzą polityki oficjalnych stóp procentowych, automatycznie przyjęły zmiany nastawienia polityki pieniężnej EBC. Ponadto Eesti Pank podjął wiele działań zapobiegawczych w dziedzinie polityki sektora finansowego, obejmujących podniesienie stopy rezerw obowiązkowych z 13% do 15% w celu uwzględnienia potencjalnego ryzyka stabilności finansowej związanego z utrzymującym się silnym wzrostem kredytów, w szczególności kredytów hipotecznych. Centralny Bank Cypru podwyższył podstawową stopę procentową o 25 punktów bazowych do 4,5% w kontekście zaostrzenia polityki pieniężnej EBC i rosnącej presji inflacyjnej. Podejmując dalszą próbę zaostrzenia warunków płynności gospodarki, Latvijas Banka podniósł swoje podstawowe

stopy procentowe w dwóch etapach, z 4% do 5%, oraz zwiększył stopę rezerwy obowiązkowej na zobowiązania banków, przyjmując w tym celu okres ponad dwóch lat. Centralny Bank Malty trzykrotnie podniósł swoją podstawową stopę interwencyjną o łączną liczbę 75 punktów bazowych do 4,0% w kontekście zmniejszającej się różnicy krótkoterminowych stóp procentowych wobec euro na korzyść lira maltańskiego. Narodna banka Slovenska podniósł swoją podstawową stopę procentową w czterech etapach z 3,0% do 4,75%, odzwierciedlając głównie korekty w górę prognoz inflacji wynikające z wyższych cen energii. Banka Slovenije, który musiał dostosować swoją podstawową stopę procentową (60-dniowe obligacje tolarowe) do poziomu strefy euro przed przyjęciem euro w dniu 1 stycznia 2007 r., zaczął stopniowo w pierwszej połowie 2006 r. obniżać swoją podstawową stopę procentową, utrzymując ją na stabilnym poziomie 3,5% począwszy od sierpnia 2006 r. (zob. również rozdział 3).

Poza ERM II większość banków centralnych UE pozostających poza strefą euro podniosła podstawowe stopy procentowe przede wszystkim ze względu na obawy inflacyjne. Česká národní banka podniósł stopę podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych do 2,5%, w dużej mierze ze względu na perspektywy inflacyjne. Magyar Nemzeti Bank podniósł swoją stopę procentową w pięciu etapach o łączną liczbę 200 punktów bazowych do 8%, głównie ze względu na pogarszające się perspektywy inflacyjne. Bank of England również podniósł swoją stopę procentową o łączną liczbę 75 punktów bazowych do 5,25%, głównie ze względu na stabilny wzrost i wysoki poziom inflacji, która miała prawdopodobnie utrzymać się przez jakiś czas powyżej celu banku centralnego. Sveriges Riksbank podniósł swoją podstawową stopę procentową z 1,5% do 3,25% w celu utrzymania inflacji na poziomie zbliżonym do założonego celu.

Narodowy Bank Polski był jedynym bankiem centralnym UE spoza strefy euro poza

systemem ERM II, który obniżył swoją podstawową stopę procentową – w dwóch etapach z 4,5% do 4% – w efekcie silniejszego niż spodziewany spadku inflacji i korzystniejszych perspektyw inflacyjnych.



ROZDZIAŁ 2

**OPERACJE
I DZIAŁALNOŚĆ BANKU
CENTRALNEGO**

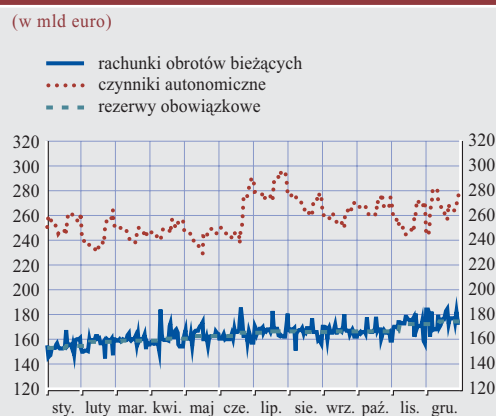
I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

I.1 POLITYKA PIENIĘŻNA

W 2006 r. zasady operacyjne w zakresie wdrażania jednolitej polityki pieniężnej¹ nadal funkcjonowały sprawnie, potwierdzając ogólnie pozytywne doświadczenia związane z nowymi elementami wprowadzonymi w marcu 2004 r. Stopa EONIA wciąż wykazywała bardzo niski poziom zmienności w 2006 r.: odchylenie standardowe rozpiętości pomiędzy stopą EONIA a minimalną oferowaną stopą procentową w 2006 r. wynosiło 5 punktów bazowych, czyli tyle samo co w 2005 r. i o 4 punkty bazowe mniej niż w 2004 r. Niska zmienność krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego wyraźnie sygnalizowała nastawienie w polityce pieniężnej. Pomimo stabilnej na ogół sytuacji na rynku pieniężnym, rozpiętość między stopą EONIA a minimalną oferowaną stopą procentową nadal wzrastała w 2006 r. Aby zapobiec zwiększaniu się tej rozpiętości, EBC przydzielił kwoty wyższe od kwoty referencyjnej² na odpowiednie podstawowe operacje refinansujące.

Sytuacja w 2006 r. dawała sposobność do dalszego testowania zdolności zasad operacyjnych do neutralizacji wpływu zmian oczekiwań dotyczących podstawowych stóp procentowych EBC³ podczas danego okresu utrzymywania rezerw. We wszystkich okresach utrzymywania rezerw, które poprzedzały wzrost stóp procentowych w 2006 r., średnia rozpiętość pomiędzy stopą EONIA a minimalną oferowaną stopą procentową wynosiła od 7 do 8 punktów bazowych za wyjątkiem okresu kończącego się z dniem 8 sierpnia, kiedy rozpiętość ta wyniosła 5 punktów bazowych. Rozpiętości te były porównywalne z rozpiętościami odnotowanymi w okresach utrzymywania rezerw, po których nie nastąpił wzrost podstawowych stóp procentowych EBC. Średnia rozpiętość wynosiła wówczas 8 punktów bazowych. W porównaniu z sytuacją przed zmianą zasad w marcu 2004 r., kiedy to średnia rozpiętość w okresach utrzymywania rezerw, w których nastąpił wzrost stóp procentowych, wynosiła 17 punktów bazowych, a więc była znacznie wyższa niż średnia obserwowana wartość,

Wykres 40 Czynniki wpływające na płynność w strefie euro w 2006 r.



Źródło: EBC.

doświadczenia z 2006 r. sugerują, że zmiany wprowadzone w zasadach operacyjnych w sposób znaczący pomogły ochronić krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego przed wpływem zmian oczekiwań co do poziomu stóp procentowych.

OCENA I ZARZĄDZANIE POZIOMEM PŁYNNOSCI

Zarządzanie płynnością w Eurosystemie polega na codziennej ocenie poziomu płynności w systemie bankowym strefy euro w celu określenia zapotrzebowania systemu na płynność, a więc wielkości przydziału płynności w postaci cotygodniowych podstawowych operacji refinansujących i ewentualnie poprzez inne operacje otwartego rynku, takie jak operacje dostrajające. Zapotrzebowanie systemu bankowego na płynność odpowiada sumie rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez banki, środków przekraczających wymogi rezerwowe utrzymywanych przez instytucje

- 1 Szczegółowy opis zasad operacyjnych znajduje się w publikacji EBC pt. „Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro: Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu” (wrzesień 2006 r.)
- 2 Kwota referencyjna jest kwotą przydziału konieczną w zwykłych warunkach dla osiągnięcia równowagi na krótkoterminowym rynku pieniężnym na podstawie kompletnej prognozy płynności w Eurosystemie. Publikowana kwota referencyjna przydziału jest zaokrąglana do najbliższych 500 mln euro.
- 3 Zmiany podstawowych stóp procentowych EBC są wdrażane, zgodnie ze zmienionymi zasadami operacyjnymi z marca 2004 r., tylko na początku nowego okresu utrzymywania rezerw.

kredytowe na rachunkach bieżących w bankach centralnych (nadwyżek rezerw) oraz czynników autonomicznych. Czynniki autonomiczne są pozycjami bilansowymi Eurosystemu, które mają wpływ na zapotrzebowanie banków na płynność, lecz nie są bezpośrednio objęte procesami zarządzania płynnością Eurosystemu (są to np. banknoty w obiegu, depozyty instytucji rządowych i aktywa zagraniczne netto).

W 2006 r. dzienne zapotrzebowanie systemu bankowego strefy euro na płynność wynosiło średnio 422,4 mld euro, czyli o 12% więcej niż w 2005 r. Średni stan rezerw obowiązkowych wynosił 163,7 mld euro, nadwyżka rezerw 0,7 mld euro, a czynniki autonomiczne – 257,9 mld euro. Wśród czynników autonomicznych ilość banknotów w obiegu wzrosła o 12% w 2006 r. w porównaniu z rocznym tempem wzrostu w 2005 r. na poziomie około 15%. 28 grudnia 2006 r. stan banknotów w obiegu osiągnął najwyższą wartość w historii – 629,2 mld euro.

PODSTAWOWE OPERACJE REFINANSUJĄCE

Podstawowe operacje refinansujące są cotygodniowymi operacjami zasilającymi w płynność, z jednodziennym terminem zapadalności, przeprowadzanymi w formie przetargów o zmiennej stopie procentowej z minimalną oferowaną stopą procentową zgodnie z procedurą dla przetargów o wielu stopach. Podstawowe operacje refinansujące są najważniejszymi operacjami otwartego rynku przeprowadzanymi przez Eurosystem – odgrywają fundamentalną rolę w sterowaniu stopami procentowymi, zarządzaniu poziomem płynności na rynku oraz sygnalizowaniem nastawienia w polityce pieniężnej za pośrednictwem wysokości minimalnej oferowanej stopy procentowej.

Aby wspierać instytucje kredytowe w przygotowaniu ofert w podstawowych operacjach refinansujących EBC nadal publikował cotygodniowe prognozy średniej wartości czynników autonomicznych w danym dniu oraz kwoty referencyjnej. Celem tej

polityki komunikacyjnej jest zapobieganie nieporozumieniom rynkowym co do tego, czy celem decyzji dotyczących przydziału kwot podstawowych operacji refinansujących jest zrównoważenie płynności czy też nie.

W 2006 r. kwoty przydziału podstawowych operacji refinansujących wahały się od 280,0 mld euro do 338 mld euro. Przeciętna liczba oferentów podstawowych operacji refinansujących wynosiła 377, a więc wzrosła nieznacznie od momentu wprowadzenia w marcu 2004 r. zmian zasad operacyjnych. Płynność dostarczana za pośrednictwem podstawowych operacji refinansujących stanowiła średnio 73% płynności netto ogółem dostarczanej przez Eurosystem za pośrednictwem operacji polityki pieniężnej. Średnia rozpiętość między stopą krańcową a minimalną oferowaną stopą procentową wynosiła 5,5 punktów bazowych w porównaniu z 5,3 punktów w 2005 r. i 1,6 punktów w 2004 r.

Po odnotowaniu wzrostowej tendencji rozpiętości między stopą krańcową a minimalną oferowaną stopą procentową, w październiku 2005 r. EBC zainicjował politykę polegającą na przydzielaniu kwot wyższych o 1 mld euro od kwoty referencyjnej na wszystkie podstawowe operacje refinansujące poza ostatnią operacją z okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Ta „polityka zawyżonych przydziałów” doprowadziła w okresie między październikiem 2005 r. a marcem 2006 r. do stabilizacji rozpiętości między stopą krańcową a minimalną oferowaną stopą procentową na poziomie 5 punktów bazowych. Jednak w kwietniu 2006 r. rozpiętość ta zaczęła ponownie wzrastać, osiągając pod koniec miesiąca 9 punktów bazowych. Wówczas EBC, podobnie jak w październiku 2005 r., kolejny raz wyraził zaniepokojenie jej wzrostem i zwiększył przydzielane kwoty z 1 do 2 mld euro ponad kwotę referencyjną. Miara ta została rozciągnięta na ostatnią podstawową operację refinansującą w okresie utrzymywania rezerwy, jako że EBC w dalszym ciągu dążył do zrównoważenia płynności na koniec okresu utrzymywania rezerwy. Polityka ta

spowodowała zmniejszenie rozpiętości, w związku z czym we wrześniu 2006 r. EBC stopniowo powrócił do przydzielania kwot referencyjnych. Kiedy w październiku rozpiętość znowu zaczęła rosnąć, EBC przydzielił 1 mld euro więcej niż wysokość kwoty referencyjnej i kontynuował tę politykę do grudnia 2006 r., kiedy zaczął stopniowo zwiększać przydziały ponad kwotę referencyjną w celu zapewnienia spokojnej sytuacji na krótkoterminowym rynku pieniężnym podczas sezonu wakacyjnego oraz pod koniec roku.

OPERACJE DOSTRAJAJĄCE

W wyniku wdrożonych w marcu 2004 r. zmian zasad operacyjnych, liczba dni pomiędzy przydziałem kwot na ostatnią podstawową operacją refinansującą a ostatnim dniem okresu utrzymywania rezerw zwiększyła się, co doprowadziło do wzrostu ryzyka narastania błędów prognozy autonomicznych czynników płynności w Eurosystemie i tym samym do możliwości wystąpienia większej nierównowagi płynności. W 2006 r. bezwzględna różnica pomiędzy prognozą a rzeczywistym wynikiem na przestrzeni ośmiu dni osiągała średnio 7,21 mld euro. Aby zapobiec sytuacji, w której błędy takie powodowałyby znaczne wykorzystanie operacji banku centralnego na koniec dnia, oraz w celu uniknięcia dużej rozpiętości między stopą O/N a minimalną oferowaną stopą procentową w sytuacjach, gdy oczekiwano znacznej nierównowagi płynności, Eurosystem przeprowadzał ostatniego dnia okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej operacje dostrajające. W sumie w 2006 r. przeprowadzono jedenaście operacji dostrajających: pięć z nich zasilало w płynność (17 stycznia, 7 lutego, 11 kwietnia, 10 października oraz 12 grudnia), a sześć ją absorboowało (7 marca, 9 maja, 14 czerwca, 11 lipca, 8 sierpnia oraz 5 września).

DŁUŻSZE OPERACJE REFINANSUJĄCE

Dłuższe operacje refinansujące są comiesięcznymi operacjami zasilającymi w płynność. Są zazwyczaj przeprowadzane w ostatnią środę miesiąca, a ich termin zapadalności wynosi trzy miesiące, co daje

bankom możliwość zaspokojenia zapotrzebowania na płynność na dłuższy okres. W przeciwieństwie do podstawowych operacji refinansujących, dłuższe operacje refinansujące nie są wykorzystywane w celu sygnalizowania nastawienia Eurosystemu w polityce pieniężnej. Są przeprowadzane w formie typowych przetargów o zmiennej stopie procentowej, a wielkość środków do przydziału jest ogłaszana wcześniej, a więc Eurosystem odgrywa w nich bierną rolę podmiotu stosującego oferowaną stopę procentową.

Średnio w 2006 r. dłuższe operacje refinansujące stanowiły około 27% płynności netto ogółem dostarczonej poprzez operacje otwartego rynku. EBC przydzielił zaplanowane kwoty na wszystkie dłuższe operacje refinansujące z 2006 r. Kwota przydziału na operację wzrosła z 30 do 40 mld euro w styczniu 2006 r. i do 50 mld euro w styczniu 2007 r.

OPERACJE BANKU CENTRALNEGO NA KONIEC DNIA

Dwie operacje kredytowo-depozytowe banku centralnego na koniec dnia oferowane przez Eurosystem, tj. kredyt banku centralnego na koniec dnia i depozyt w banku centralnym na koniec dnia, zasilają w płynność jednodniową i absorbują ją, a ich stopy procentowe wyznaczają korytarz stóp O/N rynku międzybankowego. W 2006 r. szerokość korytarza nie zmieniła się i wynosiła 200 punktów bazowych; minimalna oferowana stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących plasowała się pośrodku tego korytarza. W ujęciu rocznym stopy kredytu banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia wzrosły o 125 punktów bazowych i pod koniec roku wyniosły odpowiednio 4,50% i 2,50%.

W 2006 r. średnia wykorzystana dzienna kwota kredytu banku centralnego na koniec dnia wynosiła 126 mln euro, a średnia wykorzystana dzienna kwota depozytu w banku centralnym na koniec dnia wynosiła 171 mln euro. Stopień wykorzystania operacji banku centralnego na koniec dnia w 2006 r. był, podobnie jak w latach poprzednich, niewielki i świadczył o wysokiej

efektywności rynku międzybankowego oraz o mniejszej nierównowadze płynności odnotowywanej ostatniego dnia każdego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Zmniejszenie nierównowagi płynności wiąże się z częstszym wykorzystaniem operacji dostrajających w przypadku znacznych odchyłań od prognoz płynności.

SYSTEM REZERWY OBOWIĄZKOWEJ

Instytucje kredytowe w strefie euro muszą utrzymywać rezerwy obowiązkowe na rachunkach w krajowych bankach centralnych. Rezerwy obowiązkowe instytucji kredytowych wynoszą 2% podstawy naliczania rezerwy, która jest ustalana zależnie od pozycji bilansowych danej instytucji. Średni stan środków podczas danego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej musi odpowiadać minimalnemu poziomowi rezerw. Opisywany system spełnia dwie funkcje: po pierwsze stabilizuje krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego dzięki uśrednianiu stanu rezerw, po drugie zaś zwiększa deficyt płynności, czyli ogólne zapotrzebowanie banków na refinansowanie z Eurosystemu. W 2006 r. kwota wymaganych rezerw obowiązkowych stopniowo rosła i osiągnęła w ostatnim okresie utrzymywania

rezerw 174,3 mld euro, w porównaniu z 153,3 mld euro w analogicznym okresie poprzedniego roku.

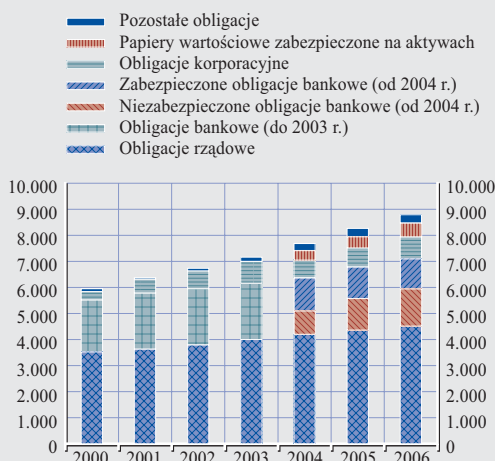
AKTYWA KWALIFIKOWANE JAKO ZABEZPIECZENIA OPERACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Każda operacja kredytowa przeprowadzana w ramach Eurosystemu musi mieć odpowiednie zabezpieczenie. Wymóg ten ma na celu ochronę Eurosystemu przed stratami i zagwarantowanie wystarczającego zabezpieczenia do potencjalnego wykorzystania przez kontrahenta. Ponadto operacje kredytowe muszą być realizowane w sposób skuteczny i przejrzysty, a także umożliwiać jednakowy dostęp dla wszystkich kontrahentów Eurosystemu. Dlatego też Eurosystem akceptuje w charakterze zabezpieczenia wiele rodzajów aktywów.

W 2006 r. średni stan zbywalnych zabezpieczeń kwalifikowanych wzrósł o 6% w porównaniu z 2005 r. i wyniósł w sumie 8,8 bln euro (zob. wykres 41). Zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych, w wysokości 4,5 bln euro, stanowiło 52% ogólnej kwoty, zaś pozostałe zabezpieczenia miały postać zabezpieczonych (typu Pfandbrief) lub niezabezpieczonych

Wykres 41 Zbywalne aktywa kwalifikowane

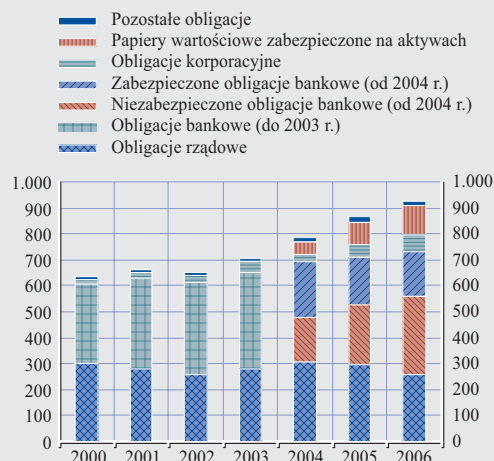
(w mld euro)



Źródło: EBC.

Wykres 42 Zbywalne aktywa kwalifikowane wykorzystane jako zabezpieczenie

(w mld euro)



Źródło: EBC.

obligacji wyemitowanych przez instytucje kredytowe (2,6 bln euro, tj. 29%), obligacji korporacyjnych (0,8 bln euro, tj. 9%), papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (0,5 bln euro, tj. 6%) oraz innych obligacji, np. wyemitowanych przez instytucje ponadnarodowe (0,3 bln euro, tj. 4%). Średnia wartość aktywów zbywalnych zdeponowanych przez kontrahentów jako zabezpieczenie operacji kredytowych w Eurosystemie wynosiła w 2006 r. 930 mld euro w porównaniu z 866 mld euro w 2005 r. (zob. wykres 42).

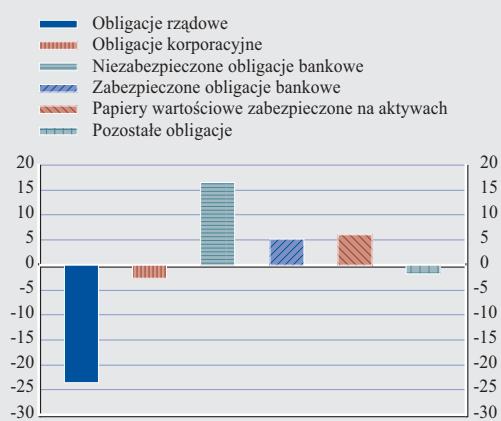
Wykres 43 przedstawia różnicę między aktywami, które można wykorzystać jako zabezpieczenie (ale niekoniecznie ich wagę w bilansie kontrahentów) a tymi, które są rzeczywiście wykorzystywane jako zabezpieczenie w operacjach kredytowych Eurosystemu, w podziale na rodzaje aktywów. Zadłużenie instytucji rządowych stanowi 52% zabezpieczeń zbywalnych ogółem, lecz jedynie 28% ustanowionych zabezpieczeń. Z kolei niezabezpieczone obligacje instytucji kredytowych stanowią 16% zabezpieczeń zbywalnych ogółem, lecz aż 32% ustanowionych zabezpieczeń. Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami stanowią 6% zabezpieczeń ogółem, lecz aż 12% wykorzystywanych zabezpieczeń.

W 2006 r. Eurosystem kontynuował wzmacnianie swojego systemu zabezpieczeń. Zwłaszcza prace przygotowawcze do stopniowego wprowadzenia jednolitego systemu aktywów kwalifikowanych (nazywanego także „jednolitą listą”), wspólnego dla wszystkich operacji kredytowych Eurosystemu, zostały ukończone zgodnie z harmonogramem ogłoszonym przez Radę Prezesów w lutym 2005 r.

Pierwszy etap tego stopniowego wprowadzania, obejmujący aktywa zbywalne, został ukończony w 2005 r. Przygotowania do drugiego etapu ukończono w 2006 r., a 1 stycznia 2007 r. wprowadzono odrębną klasę aktywów, mianowicie aktywa niezbywalne, w tym w szczególności należności kredytowe

Wykres 43 Różnica między udziałem zbywalnych aktywów kwalifikowanych a udziałem aktywów wykorzystanych jako zabezpieczenie w 2006 r.

(w punktach procentowych)



Źródło: EBC.

(zwane także kredytami bankowymi)⁴. System dwóch list zabezpieczeń, istniejący od początku Unii Walutowej, z dniem 31 maja 2007 r. zostanie całkowicie zastąpiony jednolitą listą.

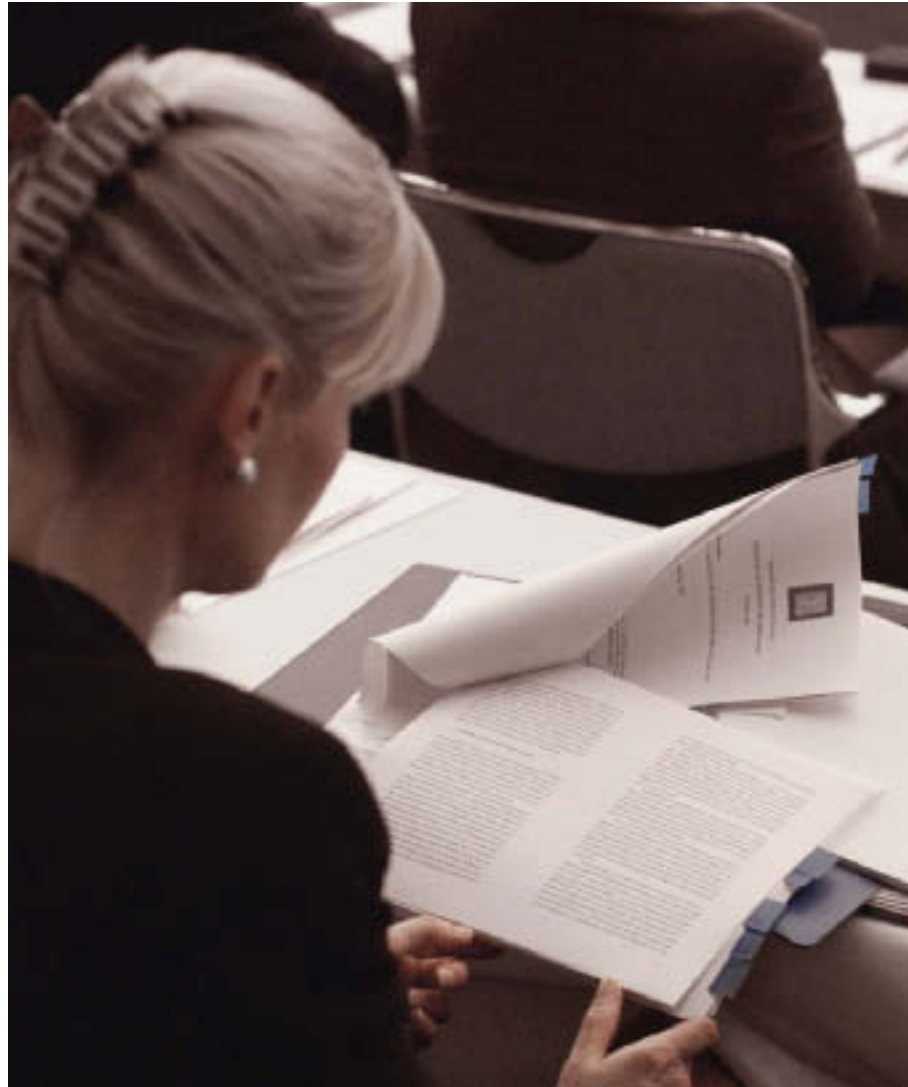
Jednolity system zabezpieczeń wprowadzono w odpowiedzi na wady systemu dwóch list zabezpieczeń wobec coraz większego stopnia integracji rynku finansowego w strefie euro. System ten ma wspierać tworzenie równych szans dla wszystkich podmiotów w strefie euro, przyczyniając się do równego traktowania kontrahentów i emitentów oraz poprawiając ogólną przejrzystość systemu zabezpieczeń. Jednolity system zabezpieczeń uwzględnia także rosnące zapotrzebowanie na zabezpieczenia na prywatnym rynku hurtowym i zwiększone stosowanie zabezpieczeń przez Eurosystem. Ogólnie rzecz biorąc, poprzez zwiększenie płynności całej klasy aktywów takich jak kredyty bankowe, jednolity system zabezpieczeń sprzyja sprawnemu funkcjonowaniu systemu finansowego strefy euro i lepiej odzwierciedla stronę aktywów w bilansie kontrahentów.

⁴ Szczegółowe informacje znajdują się w publikacji EBC pt. „Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro: Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu (wrzesień 2006 r.)”

Eurosystem określił konkretne kryteria kwalifikacyjne i ramowe zasady oceny kredytowej, które mają zastosowanie do aktywów niezbywalnych w strefie euro. Gwarantują one zgodność tych aktywów ze standardami zabezpieczeń zbliżonymi do standardów obowiązujących dla aktywów zbywalnych. W przypadku kredytów bankowych przewiduje się okres przejściowy do 31 grudnia 2011 r., w którym dopuszczalna będzie jeszcze rozbieżność pewnej ograniczonej liczby kryteriów kwalifikacyjnych i operacyjnych w ramach strefy euro. W trakcie okresu przejściowego każdy krajowy bank centralny będzie mógł określić próg minimalny dla należności kredytowych do celów krajowych oraz zdecydować o pobieraniu ewentualnych opłat manipulacyjnych. Aktywa, które kwalifikują się w systemie dwóch list, a nie spełniają kryteriów kwalifikacyjnych w jednolitym systemie, zostaną wycofane do 31 maja 2007 r.

Nowe kryteria kwalifikacyjne dla papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami są stosowane od maja 2006 r. Nowe kryteria ograniczają kwalifikowanie do rodzajów instrumentów „prawdziwej sprzedaży” (*true sale*), tym samym ich celem jest wykluczenie zarówno finansowanych, jak i niefinansowanych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, dla których ryzyko kredytowe zostało sztucznie przeniesione przy pomocy kredytowych instrumentów pochodnych. Ponadto kwalifikowane są jedynie niepodporządkowane transze⁵. Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, które były wcześniej kwalifikowane, ale obecnie nie spełniają nowych kryteriów, były kwalifikowane do 15 października 2006 r. Jednostki francuskich *fonds communs de créances* (FCC) zachowują status aktywów kwalifikowanych w okresie przejściowym, czyli do końca 2008 r.

We wrześniu 2006 r. Eurosystem zdecydował, że rynek emisji krótkoterminowych europejskich dłużnych papierów wartościowych (STEP) będzie uznawany za rynek



nieregulowany dla celów zabezpieczeń operacji kredytowych Eurosystemu, bezpośrednio po opublikowaniu danych statystycznych STEP na temat rentowności w serwisie internetowym EBC. Papiery dłużne emitowane w ramach programów zgodnych ze STEP będą musiały być zgodne z ogólnymi kryteriami kwalifikacyjnymi dla aktywów zbywalnych.

Ponadto od 1 stycznia 2007 r. międzynarodowe dłużne papiery wartościowe na globalnego okaziciela, aby spełniać kryteria kwalifikujące, będą musiały być wyemitowane w formie tzw. Nowych Globalnych Skryptów Dłużnych (*New Global Notes*) i zdeponowane u wspólnego powiernika (*Common Safekeeper*). Międzynarodowe papiery wartościowe na globalnego okaziciela wyemitowane w formie klasycznych globalnych skryptów dłużnych (*Classical Global Notes*) przed 1 stycznia 2007 r. zachowują status aktywów kwalifikowanych do swojego terminu zapadalności.

5 Transza (lub subtransza) uważana jest za niepodporządkowaną względem innych transz (lub subtransz) z tej samej emisji, jeśli transzy tej (lub subtranszy) nadano priorytet (tzw. *post-enforcement*) nad innymi transzami lub subtranszami pod względem otrzymywania płatności (kapitału i odsetek) lub jest ona ostatnią transzą, która generowałaby straty w związku z podstawowymi aktywami.

KWESTIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Celem systemu zabezpieczeń Eurosystemu jest między innymi przełożenie ustawowego wymogu przedstawienia odpowiedniego zabezpieczenia na konkretne narzędzia i procedury zapewniające odpowiednie ograniczenie ryzyka finansowego w transakcjach odwracalnych. W tym celu zabezpieczenie akceptowane w każdej transakcji musi spełniać odpowiednie warunki jakościowe i ilościowe, aby w przypadku niewywiązania się kontrahenta ze zobowiązań finansowych i wynikającej z tego realizacji zabezpieczenia na rynku, Eurosystem miał duże szanse na odzyskanie pełnej sumy należności.

Ograniczenie ryzyka w ramach zasilających w płynność transakcji odwracalnych Eurosystemu opiera się na trzech elementach:

- Eurosystem jako zabezpieczenie swoich operacji wykorzystuje aktywa o wysokiej jakości kredytowej. Ramowe zasady oceny kredytowej (*Eurosystem credit assessment framework – ECAF*) definiują procedury, zasady i techniki, które gwarantują, że wszystkie aktywa kwalifikowane na jednolitej liście zabezpieczeń spełniają wysokie standardy wiarygodności kredytowej. W przypadku zabezpieczenia kwalifikowanego dla operacji kredytowych Eurosystemu próg jakości kredytowej określa się poprzez ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie „pojedynczego A”⁶. Zasady ECAF gwarantują spójność, dokładność i porównywalność czterech źródeł oceny kredytowej⁷, na których są oparte. Przygotowując się do wprowadzenia jednolitej listy zabezpieczeń 1 stycznia 2007 r., Eurosystem ukończył opracowywanie zasad ECAF w 2006 r., tak aby obejmowały one zarówno aktywa zbywalne, jak i niezbywalne.
- Zabezpieczenie musi być codziennie precyzyjnie wyceniane. W przypadku braku aktualnej ceny rynkowej konkretnych aktywów w dniu roboczym poprzedzającym datę wyceny Eurosystem określa cenę

teoretyczną. W kwietniu 2006 r. rozpoczęły funkcjonowanie dwa centra wyceny Eurosystemu, zapewniające teoretyczną wycenę: jednym kieruje Deutsche Bundesbank i zajmuje się ono wyceną złożonych instrumentów dłużnych o stałym dochodzie, a drugie, kierowane przez Banque de France, wycenia papiery wartościowe zabezpieczone aktywami.

- W celu uwzględnienia ryzyka rynkowego i płynności, mechanizmy kontroli ryzyka stosowane są dopiero po wycenie zabezpieczenia. Środki te zabezpieczają Eurosystem przed ryzykiem finansowym w jego operacjach i mają na celu uniknięcie nakładania kar na kontrahentów i umożliwienie im efektywnego wykorzystania aktywów kwalifikowanych. Dlatego też w 2006 r. Eurosystem zdefiniował ujednolicone ramy metodologiczne dla harmonogramu stóp rezerw obowiązkowych zarówno dla kwalifikowanych aktywów zbywalnych, jak i niezbywalnych, w celu uwzględnienia wprowadzenia jednolitej listy z dniem 1 stycznia 2007 r.

I.2 DZIAŁALNOŚĆ DEWIZOWA

W 2006 r. EBC nie interweniował na rynku walutowym w związku z polityką pieniężną. Transakcje walutowe Banku były związane wyłącznie z działalnością inwestycyjną. EBC nie przeprowadził też żadnych operacji walutowych w walutach krajów spoza strefy euro uczestniczących w mechanizmie ERM II.

Obowiązujące porozumienie między EBC a MFW, które umożliwiła MFW inicjowanie w

6 „Pojedyncze A” odpowiada długoterminowemu ratingowi co najmniej „A-” agencji Standard and Poor’s lub Fitch Ratings, albo „A3” w przypadku agencji Moody’s.

7 Cztery źródła oceny kredytowej to: zewnętrzne instytucje oceny jakości kredytowej (lub agencje ratingowe), wewnętrzne systemy oceny kredytowej KBC, systemy oparte o ratingi wewnętrzne kontrahentów oraz narzędzia ratingowe podmiotów zewnętrznych. Każde ze źródeł oceny jakości kredytowej obejmuje kilka różnych systemów oceny jakości kredytowej.

imieniu EBC transakcji obejmujących specjalne prawa ciągnięcia (SDR) z innymi posiadaczami SDR, zostało w 2006 r. wykorzystane trzy razy.

I.3 DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

Działalność inwestycyjna EBC jest zorganizowana w sposób mający na celu zapewnienie, że niedostępne publicznie informacje o posunięciach banku centralnego w dziedzinie polityki pieniężnej nie zostaną wykorzystane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jednostki EBC odpowiedzialne za działalność inwestycyjną oddziela od innych jednostek Banku zestaw zasad i procedur zwany „chińskim murem”.

ZARZĄDZANIE REZERWAMI WALUTOWYMI

Portfel rezerw walutowych EBC odzwierciedla transfery rezerw walutowych z krajowych banków centralnych strefy euro do Europejskiego Banku Centralnego, jak również wcześniej przeprowadzone przez EBC operacje walutowe i operacje w złocie. Podstawowym celem rezerw walutowych EBC jest zapewnienie, by w razie konieczności Eurosystem posiadał wystarczającą ilość płynnych środków na operacje polityki walutowej, w których wykorzystywane są waluty państw nienależących do UE. Cele, którymi kieruje się EBC przy zarządzaniu rezerwami walutowymi, to (w kolejności odpowiadającej ich ważności) płynność, bezpieczeństwo i stopa zwrotu. W skład portfela rezerw walutowych EBC wchodzi dolary amerykańskie, jeny japońskie, złoto i SDR. Złota i posiadanych SDR nie inwestowano w aktywny sposób w 2006 r. EBC w ciągu roku dokonał sprzedaży złota w łącznej ilości około 80 ton. Sprzedaż ta nastąpiła zgodnie z Umową Banków Centralnych o Złocie (*Central Bank Gold Agreement*) ogłoszoną w dniu 8 marca 2004 r., której sygnatariuszem jest EBC. Łączne przychody ze sprzedaży złota zostały dodane do portfela w jenach.

Wartość netto aktywów rezerw walutowych EBC⁸ według aktualnego kursu walutowego i cen rynkowych spadła z 43,5 mld⁹ euro na

koniec 2005 r. do 42,3 mld euro na koniec 2006 r., z czego 32,0 mld euro było denominowane w walutach obcych – jenach i dolarach amerykańskich – a 10,3 mld euro w złocie i SDR. Stosując kurs walutowy z końca 2006 r., aktywy EBC denominowane w dolarach amerykańskich stanowiły 83% rezerw walutowych, podczas gdy aktywa denominowane w jenach stanowiły 17%. Zmiana wartości portfela w 2006 r. wynikała głównie z deprecjacji dolara amerykańskiego i jena wobec euro, co tylko w części zostało zrekompensowane aprecjacją złota i przez zyski netto (obejmujące zyski kapitałowe i przychody z tytułu odsetek) osiągnięte w wyniku zarządzania portfelem.

W styczniu 2006 r. wdrożono nowe procedury operacyjne dotyczące zarządzania rezerwami walutowymi EBC. Każdy krajowy bank centralny może teraz zasadniczo zarządzać tylko jednym portfelem (tj. albo portfelem w dolarach amerykańskich, albo portfelem w jenach), przy czym dwa krajowe banki centralne zarządzają obecnie dwoma portfelami¹⁰. Zmiana ta miała na celu zwiększenie efektywności zdecentralizowanych operacji inwestycyjnych w obrębie Eurosystemu.

W 2006 r. trwały dalsze prace nad rozszerzeniem listy instrumentów kwalifikowanych, w które dopuszczalne jest inwestowanie rezerw walutowych. Do listy tej dodano swapy walutowe i amerykańskie

8 Aktywa netto rezerwy walutowej oblicza się dodając do oficjalnych aktywów rezerwowych depozyty rezydentów w walutach obcych i odejmując wcześniej ustalone odpływy netto na aktywach w walutach obcych, wynikające z transakcji typu repo i forward. W celu uzyskania szczegółowych informacji zob. www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html

9 Kwota podana w raporcie rocznym 2005 r. oparta wyłącznie na wartościach oficjalnych aktywów rezerwowych wyniosła 41,0 mld euro. W niniejszej publikacji stosowana jest poprawiona definicja wartości netto aktywów rezerw walutowych, która jest przedstawiona w przypisie 8.

10 W celu uzyskania szczegółów zob. artykuł zatytułowany *Portfolio management at the ECB* w Biuletynie Miesięcznym EBC z kwietnia 2006 r.

obligacje skarbowe STRIP¹¹. Nastąpił również postęp prac mających na celu uwzględnienie swapów na stopach procentowych; wewnętrzne testy systemów zostały prawie zakończone. Opracowano projekt pilotażowy w celu stworzenia automatycznej procedury udzielania pożyczek w papierach wartościowych (*automatic securities lending programme – ASLP*), a EBC wyznaczy dostawcę ASLP dla portfela w dolarach amerykańskich.

ZARZĄDZANIE FUNDUSZAMI WŁASNYMI

Portfel funduszy własnych EBC składa się z opłaconej części subskrybowanego kapitału EBC oraz z kwot okresowo wchodzących w skład ogólnego funduszu rezerwowego i rezerwy na wypadek ryzyka kursowego, ryzyka stóp procentowych i ryzyka zmiany cen złota. Portfel ten ma na celu wygenerowanie przychodów na pokrycie kosztów operacyjnych. Zarządzanie tym portfelem ma na celu wygenerowanie w długim okresie zysków przekraczających średnią stopę podstawowych operacji refinansujących EBC. Portfel jest inwestowany w aktywa denominowane w euro.

Wartość portfela funduszy własnych EBC według aktualnych cen rynkowych wzrosła z 6,4 mld euro pod koniec 2005 r. do 7,5 mld euro pod koniec 2006 r. W większości przypadków wzrost ceny rynkowej wynikał z inwestycji w portfel funduszy własnych rezerwy na wypadek ryzyka kursowego, ryzyka stóp procentowych i ryzyka zmiany cen złota ustanowiony przez EBC w 2005 r. Zyski z inwestycji także przyczyniły się do wzrostu wartości rynkowej.

W ciągu roku do opcji inwestycyjnych dostępnych w ramach zarządzania tym portfelem zostały dodane obligacje zerokuponowe i wysokiej jakości papiery wartościowe przedsiębiorstw wydawane przez emitentów kwalifikowanych do inwestowania funduszy własnych. Ponadto rozszerzono listę kwalifikowanych emitentów zabezpieczonych obligacji i uprzywilejowanych obligacji niezabezpieczonych.

KWESTIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Prowadząc działalność inwestycyjną, EBC jest narażony na ryzyka finansowe, takie jak ryzyko rynkowe, kredytowe i ryzyko płynności. Ryzyka te są zarządzane za pomocą rygorystycznych rozwiązań i procedur, obszernej struktury limitów i codziennego monitorowania zgodności z limitami¹². W ciągu 2006 r. nadal usprawniano obowiązujące w EBC procedury zarządzania ryzykiem związanym z operacjami inwestycyjnymi. W przypadku zarządzania ryzykiem stopy procentowej, wprowadzono limity miary wartości zagrożonej (VaR)¹³ dla portfeli w oparciu o portfele referencyjne, zastępując limity dotyczące *duration*.

Największym ryzykiem, na jakie narażony jest EBC, jest ryzyko rynkowe. Z rozkładu VaR portfeli inwestycyjnych EBC wynika, że na każdym konwencjonalnym poziomie zaufania, więcej niż dziewięć dziesiątych ryzyka rynkowego wynika z ryzyka walutowego i ryzyka zmiany cen złota, a reszta z ryzyka stopy procentowej. Oceny VaR ryzyka kredytowego EBC są często nawet niższe niż oceny ryzyka stopy procentowej, ponieważ ryzyko kredytowe jest łagodzone za pomocą rygorystycznych kryteriów kwalifikowalności i limitów nakładanych na kraje, emitentów i kontrahentów.

Ryzyka finansowe są w dużym stopniu zależne od rozmiaru i struktury walutowej rezerw walutowych EBC i, w mniejszym stopniu, od alokacji aktywów w ramach różnych portfeli walutowych. Jednakże niskie ryzyko stopy procentowej odzwierciedla także zmienione krótkie *duration* portfeli inwestycyjnych EBC.

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

12 Zob. przypis 10.

13 VaR na poziomie zaufania α i przedziale czasowym T określane jest jako strata, która zostanie przekroczona na koniec przedziału czasowego T przy prawdopodobieństwie $1-\alpha$. Obliczenie wartości VaR dla ryzyka kredytowego jest trudniejsze i podlega większej ilości założeń niż obliczenie wartości VaR na rynku.

2 SYSTEMY PŁATNICZE I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Jednym ze statutowych zadań Eurosystemu jest zapewnienie płynnego funkcjonowania systemów płatniczych. Podstawowym sposobem jego realizacji, oprócz funkcji nadzoru (zob. podrozdział 4 rozdziału 4), jest stworzenie rozwiązań w celu zapewnienia efektywnych i bezpiecznych systemów obsługujących płatności i rozrachunek papierów wartościowych. W tym celu Eurosystem utworzył Transeuropejski Zautomatyzowany System Rozrachunków Brutto w Czasie Rzeczywistym, znany pod nazwą TARGET (ang. *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*), który obsługuje wysokokwotowe płatności w euro. Trwają już zaawansowane prace nad systemem drugiej generacji, TARGET2. Przewiduje się, że pierwsza grupa państw przejdzie na ten system 19 listopada 2007 r.

W zakresie rozrachunku papierów wartościowych zarówno Eurosystem, jak i rynek oferują wiele kanałów ułatwiających wykorzystanie zabezpieczeń w obrocie transgranicznym. Ponadto, Eurosystem dokonuje oceny możliwości świadczenia centralnym depozytorem papierów wartościowych usług w zakresie rozrachunku papierów wartościowych w pieniądzu banku centralnego na jednolitej wspólnej platformie charakteryzującej się zharmonizowanymi procedurami, która będzie wykorzystywana dla celów usług płatniczych TARGET2 (TARGET2-Securities).

2.1 SYSTEM TARGET

Używany obecnie TARGET jest „systemem systemów”, złożonym z krajowych systemów rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (ang. *RTGS*) 17 państw członkowskich UE, mechanizmu płatności EBC (ang. *ECB payment mechanism – EPM*) oraz mechanizmu wzajemnych połączeń, umożliwiającego rozliczanie płatności pomiędzy połączonymi systemami.

W 2006 r. TARGET nadal przyczyniał się do sprawnego funkcjonowania rynku pieniężnego euro, a ponieważ operacje kredytowe

Eurosystemu są przetwarzane za jego pośrednictwem, w dalszym ciągu odgrywał też ważną rolę we wdrażaniu wspólnej polityki pieniężnej. TARGET, który oferuje usługę rozrachunku w czasie rzeczywistym w pieniądzu banku centralnego i obejmuje swym zasięgiem znaczną część rynku, przetwarza również wiele innych płatności. W 2006 r. system funkcjonował sprawnie i bez zakłóceń, a liczba zrealizowanych za jego pośrednictwem wysokokwotowych płatności w euro nadal rosła. Tendencja ta jest zgodna z polityką Eurosystemu, której celem jest promowanie rozrachunku w pieniądzu banku centralnego jako wyjątkowo bezpiecznym środkiem płatniczym. W 2006 r. za pomocą systemu TARGET zrealizowano 89% łącznego obrotu wysokokwotowych płatności w euro. System TARGET obsługuje wszystkie przelewy uznaniowe w euro pomiędzy połączonymi za jego pomocą bankami, bez żadnych ograniczeń co do wartości. Przelewy te mogą być dokonywane zarówno między bankami z tego samego państwa członkowskiego (przelewy wewnątrz krajowe), jak i pomiędzy bankami z różnych państw członkowskich (przelewy międzynarodowe).

Z ankiety przeprowadzonej w 2006 r. wynika, że na dzień 31 grudnia 2005 r. TARGET liczył 10 564 uczestników. Za pośrednictwem tego systemu, korzystając z kodów identyfikacyjnych banków (ang. *BIC*) można dotrzeć do około 53 000 instytucji będących najczęściej oddziałami uczestników.

W związku z decyzją o nieprzystępowaniu do TARGET2, Sveriges Riksbank przygotował się w 2006 r. do odłączenia swojego komponentu systemu TARGET, E-RIX, od dnia 2 stycznia 2007 r.

OPERACJE W SYSTEMIE TARGET

W 2006 r. średnia liczba płatności przetwarzanych dziennie przez system TARGET wzrosła o 10% zarówno w ujęciu ilościowym, jak i wartościowym. Tabela 12 przedstawia dane o przepływie płatności w systemie TARGET w 2006 r. oraz ich

Tabela 12 Przepływ płatności w systemie systemu TARGET¹⁾

Wolumen (liczba transakcji)	2005	2006	Zmiana (%)
Ogółem			
Razem	76.150.602	83.179.996	9
Średnia dzienna	296.306	326.196	10
Płatności wewnątrz państw członkowskich²⁾			
Razem	58.467.492	64.162.211	10
Średnia dzienna	227.500	251.617	11
Płatności pomiędzy państwami członkowskimi			
Razem	17.683.110	19.017.785	8
Średnia dzienna	68.806	74.580	8
Wartość (mld euro)			
Ogółem			
Razem	488.900	533.541	9
Średnia dzienna	1.902	2.092	10
Płatności wewnątrz państw członkowskich²⁾			
Razem	324.089	348.764	8
Średnia dzienna	1.261	1.368	8
Płatności pomiędzy państwami członkowskimi			
Razem	164.812	184.777	12
Średnia dzienna	641	725	13

Źródło: EBC.
 1) 257 dni operacyjnych w 2005 r. i 255 dni operacyjnych w 2006 r.
 2) Obejmuje płatności realizowane przez uczestników zdalnych.

porównanie z danymi za poprzedni rok. W 2006 r. całkowita dostępność systemu TARGET, czyli stopień możliwości wykorzystania systemu przez użytkowników w godzinach pracy bez przestojów, wyniosła 99,87%. 96,75% płatności pomiędzy państwami członkowskimi było przetwarzane w ciągu pięciu minut.

ZABEZPIECZENIA PŁATNOŚCI O ZNACZENIU SYSTEMOWYM W SYSTEMIE TARGET

Z uwagi na niezwykle ważną rolę i szeroki zasięg systemu TARGET na rynku, dla jego sprawnego i niezawodnego funkcjonowania niezbędne są skuteczne zabezpieczenia przed różnego rodzaju zagrożeniami. Terminowa realizacja płatności o znaczeniu systemowym, tj. takich, które – jeśli nie zostaną zrealizowane w terminie – mogą spowodować ryzyko systemowe, ma znaczenie priorytetowe, nawet

w sytuacjach wyjątkowych. Eurosystem opracował rozwiązania awaryjne gwarantujące przetwarzanie tego rodzaju płatności w sposób uporządkowany, nawet w przypadku niesprawnego funkcjonowania systemu TARGET. W 2006 r. banki centralne przeprowadziły wiele dalszych testów, często z udziałem banków komercyjnych, które wykazały skuteczność tych rozwiązań. Testy te potwierdziły, że Eurosystem jest w stanie zapewnić płynne funkcjonowanie systemów płatniczych i rynków finansowych w sytuacjach kryzysowych.

POŁĄCZENIE Z SYSTEMEM TARGET KRAJOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH, KTÓRE WSTĄPIŁY DO UE W 2004 R.

W październiku 2002 r. Rada Prezesów postanowiła, że po rozszerzeniu UE w 2004 r., krajowe banki centralne nowych państw członkowskich będą miały możliwość – ale nie obowiązek – uczestnictwa w używanym obecnie systemie TARGET. Z uwagi na ograniczony okres eksploatacji aktualnie używanego systemu TARGET oraz dążenie do obniżenia kosztów, Eurosystem opracował alternatywy dla pełnej integracji, które umożliwiają krajowym bankom centralnym państw członkowskich, które wstąpiły do UE w 2004 r., podłączenie swoich systemów do obecnej wersji systemu TARGET.

Po dokonanych w 2005 r. podłączeniu Narodowego Banku Polskiego do systemu TARGET za pośrednictwem systemu RTGS Banca d'Italia, 20 listopada 2006 r., za pośrednictwem tego samego systemu, do TARGET podłączony został również system RTGS dla rozliczeń w euro używany przez Eesti Pank. Banki słoweńskie mogą korzystać z systemu TARGET od lipca 2005 r. poprzez zdalny dostęp do niemieckiego komponentu systemu TARGET. W związku z wejściem Słowenii do strefy euro w styczniu 2007 r., Banka Slovenije, w celu zapewnienia skuteczności, postanowił nie opracowywać własnego systemu RTGS dla rozliczeń w euro, ale do połączenia z systemem TARGET wykorzystać system RTGS używany przez

Deutsche Bundesbank. Banka Slovenije rozpoczął funkcjonowanie jako członek Eurosystemu 2 stycznia 2007 r.

WSPÓŁPRACA Z UŻYTKOWNIKAMI SYSTEMU TARGET I OPERATORAMI SYSTEMU RTGS W INNYCH OBSZARACH WALUTOWYCH

ESCB utrzymuje bliskie kontakty z użytkownikami systemu TARGET, aby należycie analizować ich potrzeby i właściwie na nie reagować. W 2006 r., podobnie jak w latach poprzednich, odbywały się regularne spotkania przedstawicieli krajowych banków centralnych połączonych z systemem TARGET z grupami jego użytkowników w poszczególnych krajach. Miały również miejsce spotkania grupy roboczej ESBC ds. systemu TARGET2 oraz grupy roboczej europejskiego sektora bankowego, podczas których omawiano zagadnienia operacyjne dotyczące systemu TARGET. Zagadnieniami strategicznymi zajęła się grupa kontaktowa ds. strategii płatności w euro (ang. *Contact Group on Euro Payments Strategy*) – forum, w którym uczestniczą przedstawiciele kierownictwa wyższego szczebla banków komercyjnych i centralnych. Eurosystem, jako operator największego pod względem wartości przetwarzanych transakcji systemu RTGS na świecie, utrzymywał w 2006 r. bliskie kontakty z operatorami systemu RTGS w innych kluczowych obszarach walutowych. Ze względu na coraz silniejsze wzajemne powiązania, np. wynikające z operacji w ramach Zintegrowanego Systemu Rozrachunku Ciągłego, potrzebne są wspólne dyskusje na temat zagadnień operacyjnych.

2.2 SYSTEM TARGET2

21 lipca 2006 r. Rada Prezesów opublikowała „Komunikat w sprawie systemu TARGET2”, zawierający wyjaśnienie niewielkich zmian w głównym systemie ustalania opłat TARGET2, opis podstawowych elementów ustalania opłat dla usług realizowanych przez systemy zewnętrzne oraz informacje na temat różnych form uczestnictwa w systemie TARGET2. W

komunikacie tym określony został także nowy system ustalania opłat dla operacji związanych z dodatkową usługą związaną z łączeniem (dostępnej) płynności (ang. *liquidity pooling*) oraz inne nowe elementy ustalania opłat. Specyfikacje te gwarantują, że system ustalania opłat TARGET2 obejmie wszystkie formy dostępu do systemu.

Ponadto, 22 listopada 2006 r. Rada Prezesów opublikowała trzeci raport z postępów prac nad systemem TARGET2. Raport ten dostarczył uczestnikom rynku aktualnych informacji na temat decyzji Eurosystemu dotyczących nierozstrzygniętych wcześniej kwestii ustalania opłat oraz kwestii prawnych, jak również na temat procedur awaryjnych oraz zbliżających się testów i etapów migracji. W raporcie poinformowano również, że prace przygotowawcze przebiegały zgodnie z przewidywaniami i potwierdzona została data 19 listopada 2007 r. jako dzień uruchomienia systemu TARGET2. Potwierdzone zostały również daty dwóch kolejnych etapów migracji (18 lutego i 19 maja 2008 r.), po zakończeniu których wszystkie banki centralne oraz użytkownicy systemu TARGET przejdą na system TARGET2.

Jeśli chodzi o główny system ustalania opłat, Rada Prezesów postanowiła dołączyć do malejącej struktury opłat dodatkową stałą opłatę od wolumenu (ang. *volume band*) w wysokości 0,125 euro za każdą płatność po przekroczeniu liczby 100.000 płatności w ciągu miesiąca. Wprowadzenie takiej zmiany w podstawowym systemie ustalania opłat było możliwe dzięki wzrostowi oczekiwań dotyczących wolumenu transakcji po tym, jak analiza wcześniejszych tendencji wolumenu w obecnie działającym systemie TARGET wykazała wyższy trwały wzrost niż zakładały to początkowe przewidywania.

Rada Prezesów wprowadziła również trzy elementy do systemu ustalania opłat w ramach zewnętrznych systemów pomocniczych. Po pierwsze, od każdego systemu zewnętrznego prowadzącego rozrachunek w pieniądzu banku

centralnego pobierana będzie stała opłata w wysokości 12.000 euro rocznie, niezależnie od tego, czy rozrachunek prowadzony jest w systemie RTGS czy lokalnej księgowości banku centralnego. Druga stała opłata, w wysokości pomiędzy 5.000 i 50.000 euro rocznie, pobierana będzie od zewnętrznych systemów pomocniczych na podstawie ich wartości bazowej brutto. Po trzecie, od systemów pomocniczych pobierana będzie opłata z tytułu transakcji, w przypadku której możliwy będzie wybór pomiędzy opłatą stałą i malejącą (przy czym obie te opłaty będą zawierały element stały).

Podjęta została również decyzja o obniżeniu opłat z tytułu usługi związanej z łączeniem (dostępnej) płynności, aby stała się ona bardziej atrakcyjna dla banków¹⁴. Funkcja łączenia płynności uznawana jest za bardzo przydatną, ponieważ umożliwia ona zapanowanie nad rozdrobnieniem płynności związanym z decentralizacją rachunków w Eurosystemie. Ponadto, w ramach grup rachunków stosowane będzie grupowe ustalanie opłat, co oznacza, że malejąca opłata z tytułu transakcji będzie miała zastosowanie do wszystkich płatności grupy, jak gdyby płatności te były dokonywane z jednego rachunku.

Jeżeli chodzi o uczestnictwo, system TARGET2 zapewnia „klasyczne” opcje uczestnictwa bezpośredniego i pośredniego. Uczestnictwo może odbywać się również poprzez dostęp wieloadresowy (ang. *multi-addressee access*), co oznacza, że uczestnik bezpośredni może upoważnić swoje oddziały i/lub spółki zależne, w przypadku gdy znajdują się one w EOG i należą do grupy, do kierowania płatności przez swój rachunek RTGS bez konieczności własnego zaangażowania. Co więcej, dowolny klient uczestnika bezpośredniego posiadający BIC może przysyłać zlecenia płatności lub otrzymywać płatności za pośrednictwem tego uczestnika (tzw. dostęp poprzez BIC rozpoznawalny w systemie TARGET2-*addressable BIC access*). Z technicznego i operacyjnego punktu widzenia, dostęp za pośrednictwem tej opcji jest zbliżony do

uczestnictwa pośredniego, z tą jednak różnicą, że w drugim przypadku uczestnik pośredni jest rozpoznawany przez system, a zatem korzysta z przepisów ochronnych określonych w odpowiednich przepisach prawa krajowego wdrażających dyrektywę w sprawie zamknięcia rozliczeń, pod warunkiem, że zakres tych przepisów obejmuje uczestników pośrednich.

Oprócz opracowania technicznego jednolitej wspólnej platformy (ang. *Single Shared Platform – SSP*), prace prowadzone w 2006 r. skupiały się na stworzeniu ram prawnych dla systemu TARGET2, opracowaniu wewnętrznych procedur operacyjnych oraz określeniu działań związanych z przeprowadzeniem testów przy udziale użytkowników. Przewiduje się, że testy z udziałem uczestników rozpoczną się w maju 2007 r., natomiast migracja pierwszej grupy państw do systemu TARGET2 nastąpi 19 listopada 2007 r. 11 lipca 2006 r. społeczność bankowa otrzymała ukierunkowany na użytkowników plan przedstawiający główne etapy realizacji projektu TARGET2.

Odpowiednie i aktualne informacje publikowane są regularnie na stronach internetowych EBC i krajowych banków centralnych, poświęconych systemowi TARGET2, na przykład:

- 17 lutego 2006 r. Eurosystem podał informacje na temat nakładania się terminu migracji do systemu TARGET2 oraz 2 etapu migracji sieci SWIFTNet. Zalecono, aby 2 etap migracji sieci SWIFTNet został zakończony, zanim przeprowadzona zostanie migracja do TARGET2; mimo że pomiędzy tymi dwoma migracjami nie występuje żadna zależność techniczna.
- W okresie od kwietnia do listopada 2006 r. krajowe profile migracji były regularnie aktualizowane. W przypadku każdego banku centralnego profile te pokazują, które

¹⁴ Dokładniejsze informacje zob. komunikat w sprawie systemu TARGET 2 *Communication on TARGET2* opublikowany 21 lipca 2006 r. (<http://www.ecb.int/pub/pub/paym/html/index.en.html>).

moduły SSP zostaną wykorzystane oraz w jaki sposób zewnętrzne systemy pomocnicze będą dokonywały rozliczeń począwszy od pierwszego dnia po przejściu na system TARGET2. 30 października 2006 r. opublikowany został, jako uzupełnienie tych profili, ogólny przegląd wykorzystywania przez banki centralne rachunków typu RTGS w środowisku krajowym (ang. *proprietary home account – PHA*).

- 7 grudnia 2006 r. opublikowana została ostateczna wersja instrukcji dla użytkowników modułu informacyjno-kontrolnego SSP, natomiast w ciągu całego roku publikowane były okresowe aktualizacje 4 tomu Szczegółowych Specyfikacji Funkcjonalnych dla Użytkowników (ang. *User Detailed Functional Specifications*) na temat wiadomości w formacie XML oraz odpowiadających im plików systemowych XML.
- Wstępna wersja instrukcji testowych dla użytkowników TARGET2, zawierająca procedury testowe oraz scenariusze certyfikacji dla użytkowników, została opublikowana 7 listopada 2006 r. Ponadto, 31 stycznia 2007 r. udostępniona została aplikacja internetowa dostarczająca przyszłym użytkownikom TARGET2 informacji na temat prowadzonych testów.

2.3 TARGET2-SECURITIES

7 lipca 2006 r. EBC ogłosił, że Eurosystem przeprowadza ocenę możliwości świadczenia usług w zakresie rozrachunku transakcji papierami wartościowymi w euro, rozliczanych w pieniądzu banku centralnego.

Zgodnie z aktualnymi ustaleniami, centralne depozyty papierów wartościowych ze strefy euro (ang. *central securities depositories – CSD*) rozliczają tę część transakcji papierami wartościowymi w euro, podczas której

wykorzystywany jest pieniądz banku centralnego, za pomocą lokalnego komponentu RTGS systemu TARGET. Aby wspomniana procedura rozrachunku była możliwa, uczestnicy CSD muszą również uczestniczyć w krajowym systemie RTGS państwa, w którym znajduje się dany CSD, co oznacza, że instytucje uczestniczące jako agent rozrachunkowy (ang. *settlement member*) w więcej niż jednym CSD muszą posiadać rachunek rozliczeniowy w każdym komponentie systemu TARGET, którego procedura ta dotyczy.

Po wprowadzeniu systemu TARGET2 każdy z jego uczestników będzie miał techniczną możliwość rozliczania za pomocą jednego rachunku TARGET2 transakcji w euro zrealizowanych za pośrednictwem dowolnego CSD prowadzącego rozrachunek w pieniądzu banku centralnego. Stworzona przez TARGET2 możliwość scentralizowania rozliczeń pieniężnych w ramach jednego rachunku przyniesie prawdopodobnie również wzrost popytu rynkowego w zakresie centralizacji rozrachunku papierów wartościowych za pomocą pojedynczego rachunku. Pozwoliłoby to uczestnikom systemu TARGET2 na zoptymalizowanie zarządzania płynnością w przypadku zabezpieczonych i niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego, a tym samym na pełne wykorzystanie oferowanych przez ten system możliwości. Przygotowana dla uczestników TARGET2 opcja zarządzania portfelem papierów wartościowych w sposób zintegrowany z rachunkiem pieniężnym TARGET2 będzie dostępna, jeżeli wprowadzona zostanie wspólna usługa Eurosystemu dla rozrachunku papierów wartościowych. Platforma ta zapewniłaby wyłącznie usługi w zakresie rozrachunku z CSD, natomiast CSD nadal oferowałyby pozostałe funkcje (jak na przykład operacje spółek na papierach wartościowych, funkcje powiernicze, prowadzenie rachunków papierów wartościowych i administracja). Celem dążeń będzie współdziałanie rynku z innymi funkcjami Eurosystemu, w szczególności w powiązaniu z systemem TARGET2.

Eurosystem ogłosił potencjalną nową usługę o nazwie TARGET2-Securities, a na szczeblu krajowym oraz europejskim prowadzone były konsultacje z CSD oraz innymi uczestnikami rynku. 28 września 2006 r. na stronie internetowej EBC opublikowane zostały wstępne reakcje rynku na TARGET2-Securities. Chociaż cały sektor domagał się od Eurosystemu dalszych szczegółów na temat tej inicjatywy, banki dostrzegały w niej zasadniczo więcej potencjalnych możliwości niż CSD. Projekt uzyskał silne poparcie ze strony Komisji Europejskiej.

20 października 2006 r. EBC ogłosił, że Rada Prezesów zwróciła się z prośbą do Komitetu ds. Systemów Płatności i Rozrachunku o opracowanie szczegółowego studium wykonalności celem zbadania zdolności operacyjnej, ekonomicznej, prawnej i technicznej systemu TARGET2-Securities. W ramach przygotowań do podjęcia przez Radę Prezesów decyzji o rozpoczęciu realizacji projektu TARGET2-Securities, EBC nawiązał kontakty z uczestnikami oraz infrastrukturami rynku w celu przedstawienia głównych możliwości technicznych przewidywanych dla tego projektu. Począwszy od połowy grudnia 2006 r. odbyło się wiele spotkań z interesariuszami (ang. *stakeholders*), podczas których omawiano różnorodne zagadnienia dotyczące tej inicjatywy.

Wdrożenie systemu TARGET2-Securities, należącego w całości do Eurosystemu i przezeń obsługiwanego, mogłoby przynieść duże oszczędności kosztów ze względu na wysoki poziom efektywności oraz harmonizacji technicznej, którą platforma ta zapewniałaby uczestnikom rynku, w szczególności w dziedzinie działalności transgranicznej. System TARGET2-Securities byłby znaczącym krokiem w kierunku utworzenia wspólnego interfejsu Eurosystemu z rynkiem. Ponadto mógłby to być również interfejs do systemu zarządzania zabezpieczeniami Eurosystemu a przez to ułatwiłby zarządzanie płynnością na poziomie ogólnoeuropejskim. Można by również spodziewać się współdziałania

z innymi funkcjami obsługiwanymi przez Eurosystem, w szczególności z systemem TARGET2 oraz rozwiązaniami w zakresie transgranicznego wykorzystania zabezpieczeń.

2.4 PROCEDURY ROZRACHUNKU ZABEZPIECZEŃ

Aktywa kwalifikowane mogą być wykorzystywane jako zabezpieczenie wszystkich rodzajów operacji kredytowych Eurosystemu we wszystkich należących do niego krajach. Można tego dokonać za pomocą systemu banków centralnych korespondentów (ang. *correspondent central banking model – CCBM*) lub kwalifikowanych połączeń pomiędzy systemami rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement systems – SSS*) w krajach strefy euro. System CCBM jest udostępniany przez Eurosystem, natomiast kwalifikowane połączenia są rozwiązaniami rynkowymi.

Kwota zabezpieczeń transgranicznych ustanowionych za pośrednictwem Eurosystemu wzrosła z 444 mld euro w grudniu 2005 r. do 514 mld euro w grudniu 2006 r. Na koniec 2006 r. zabezpieczenia transgraniczne stanowiły ogółem 52,3% wszystkich zabezpieczeń złożonych w Eurosystemie. W 2006 r. po raz pierwszy wykorzystanie zabezpieczeń transgranicznych przekroczyło wykorzystanie zabezpieczeń krajowych. Dane te potwierdzają obserwowaną w poprzednich latach tendencję do wzrostu integracji rynków finansowych w strefie euro, a także coraz większe zainteresowanie kontrahentów posiadaniem w portfelach aktywów zdeponowanych w innych krajach strefy euro.

SYSTEM BANKÓW CENTRALNYCH KORESPONDENTÓW

System Banków Centralnych Korespondentów (CCBM) pozostaje najważniejszym kanałem transferu zabezpieczeń transgranicznych, jeżeli chodzi o operacje Eurosystemu związane z polityką pieniężną oraz kredytami śróddziennymi. W 2006 r. za pomocą tego systemu dostarczono do Eurosystemu 39,7% wszystkich zabezpieczeń. Wartość takich

aktywów utrzymywanych w CCBM wzrosła z 353 mld euro na koniec 2005 r. do 414 mld euro na koniec 2006 r.

W 2006 r. zakończone zostały prace nad przeglądem technicznych i operacyjnych ustawień CCBM, które uwzględniły przyjętą przez Radę Prezesów w lipcu 2005 r. decyzję o wprowadzeniu nowego systemu zabezpieczeń. System CCBM poddany został również przeglądowi w celu umożliwienia przyłączenia nowych krajów strefy euro. W tym kontekście 21 grudnia 2006 r. podpisana została Umowa CCBM z Banka Slovenije.

Ponieważ brak jest kompleksowej alternatywy rynkowej dla usług CCBM, które początkowo miały służyć jako rozwiązanie tymczasowe wobec braku rozwiązania rynkowego obejmującego całą strefę euro, 3 sierpnia 2006 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o kontynuacji tych usług po roku 2007. EBC analizuje również możliwe sposoby zharmonizowania struktury operacyjnej zarządzania zabezpieczeniami w ramach Eurosystemu.

KWALIFIKOWANE POŁĄCZENIA MIĘDZY KRAJOWYMI SYSTEMAMI ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Krajowe systemy rozrachunku papierów wartościowych (SSS) mogą być ze sobą połączone na mocy uzgodnień umownych i operacyjnych, w celu umożliwienia transgranicznych transferów kwalifikowanych papierów wartościowych pomiędzy systemami. 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 udostępnianych kontrahentom, z których tylko niektóre są aktywnie wykorzystywane. Połączenia te obejmują ponadto tylko część strefy euro. Mogą być stosowane w operacjach kredytowych Eurosystemu, jeżeli są zgodne z dziewięcioma standardami użytkowników¹⁵. Według tych standardów Eurosystem ocenia nowe połączenia lub unowocześnione kwalifikowane połączenia.

W 2006 r. trzy istniejące kwalifikowane połączenia zostały unowocześnione i pozytywnie ocenione. Ocenie poddawane jest ponadto potencjalne wykorzystanie niektórych połączeń pośrednich (ang. *relayed links*) w przypadku, gdy biorą w nich udział więcej niż dwa CSD.

Wartość zabezpieczeń ustanowionych za pośrednictwem połączeń wzrosła z 91 mld euro w grudniu 2005 r. do 99 mld euro w grudniu 2006 r. Stanowiło to jednak tylko 10,5% całkowitej wartości zabezpieczeń (transgranicznych i krajowych) zdeponowanych w Eurosystemie w 2006 r.

¹⁵ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations* („Standardy użytkowania systemów rozrachunku papierów wartościowych UE w operacjach kredytowych ESBC”), styczeń 1998.

3 BANKNOTY I MONETY

3.1 BANKNOTY I MONETY W OBIEGU ORAZ OBSŁUGA WALUTY

ZAPOTRZEBOWANIE NA BANKNOTY I MONETY EURO

Na koniec 2006 r. liczba banknotów euro w obiegu wynosiła 11,3 mld a ich wartość – 628,2 mld euro, co oznaczało wzrost ilościowy o 9,5% oraz wzrost wartościowy o 11,2% w porównaniu z danymi na koniec 2005 r. (10,4 mld banknotów o wartości 565,2 mld euro). Wartość banknotów w obiegu stale rosła od momentu wprowadzenia euro w 2002 r., pomimo zmniejszającego się rocznego tempa wzrostu (zob. wykres 44 i 45). Szacuje się, że pod względem wartości, od 10% do 20% banknotów euro w obiegu znajduje się w posiadaniu rezydentów spoza strefy euro, którzy w dalszym ciągu generują popyt na banknoty euro, głównie jako środka tezauryzacji lub waluty równoległej.

W 2006 r. nadal utrzymywał się dynamiczny wzrost liczby pozostających w obiegu banknotów euro o nominałach 50, 100 i 500 o odpowiednio 12,5%, 9,6% i 13,2%. Liczba banknotów o innych nominałach w obiegu zwiększyła się od 2,7% do 8,2% (zob. wykres 46).

W 2006 r. łączna liczba monet euro w obiegu (tzn. wartość netto, z wyłączeniem zapasów utrzymywanych przez krajowe banki centralne) wzrosła o 10,4% do 69,5 mld, natomiast wartość

monet w obiegu wzrosła o 7,4% do 17,9 mld euro. Relatywnie duży wzrost liczby monet był głównie spowodowany utrzymującym się silnym zapotrzebowaniem na monety o niskich nominałach, wynikającym ze stosunkowo wysokiego wskaźnika strat i gromadzenia zapasów.

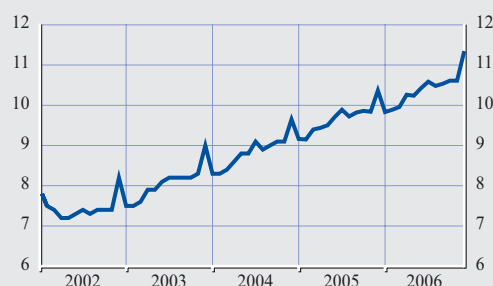
OBSŁUGA BANKNOTÓW W EUROSISTEMIE

Nadal utrzymywała się lekka tendencja wzrostowa z poprzednich lat w zakresie emisji i wycofywania banknotów euro. W 2006 r. krajowe banki centralne strefy euro wyemitowały 32,5 mld banknotów, a wróciło do nich 31,5 mld banknotów. Częstotliwość powrotu¹⁵ banknotów z obiegu obniżyła się nieznacznie z 3,17 w 2005 r. do 3,03 w 2006 r. W celu utrzymania jakości banknotów znajdujących się w obiegu wszystkie banknoty euro powracające z obiegu do krajowych banków centralnych strefy euro są sprawdzane pod względem autentyczności i możliwości powtórnego wprowadzenia ich do obiegu przy użyciu w pełni automatycznych urządzeń sortujących. W ten sposób krajowe banki centralne wymieniły około 5,3 mld banknotów (wzrost o 26,2% w porównaniu z poprzednim rokiem), które zostały uznane za nie nadające się do ponownego wprowadzenia do obiegu.

16 Określana jako ogólna liczba banknotów zwróconych do krajowych banków centralnych w danym okresie podzielona przez średnią liczbę banknotów w obiegu w tym okresie.

Wykres 44 Ogólna liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2006

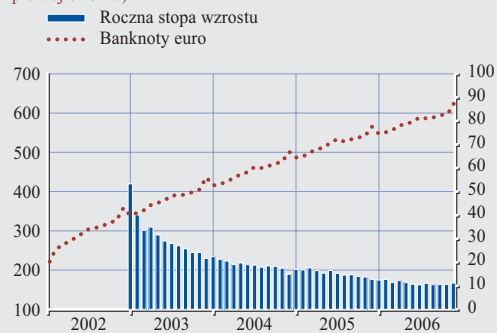
(miliardy)



Źródło: EBC.

Wykres 45 Łączna wartość banknotów w obiegu w latach 2002–2006

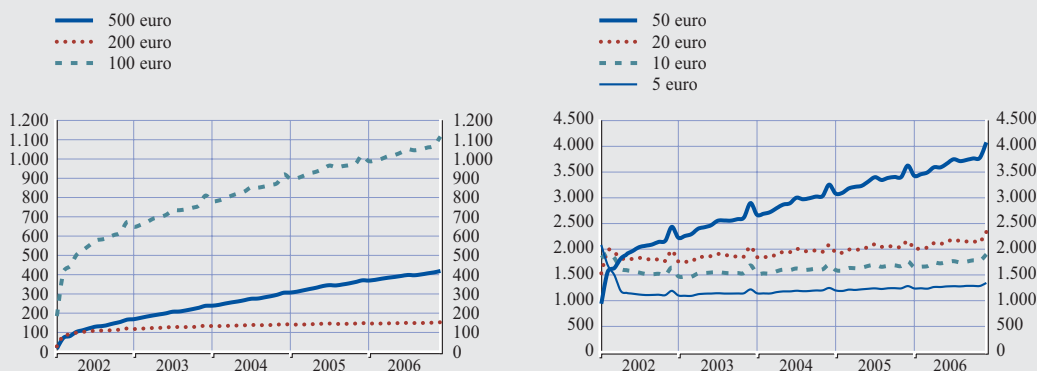
(miliardy euro, skala po lewej stronie; w procentach, skala po prawej stronie)



Źródło: EBC.

Wykres 46 Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2006 według nominałów

(miliony)



Źródło: EBC.

3.2 FAŁSZERSTWA I PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM BANKNOTÓW

FAŁSZERSTWA BANKNOTÓW EURO

Po dwóch latach, w których liczba wycofanych z obiegu fałszywych banknotów euro utrzymywała się na stabilnym poziomie, w 2006 r. nastąpił nieznaczny jej spadek. Na wykresie 47 przedstawiono tendencje w zakresie liczby fałszywych banknotów wycofanych z obiegu w półrocznych odstępach od chwili wprowadzenia banknotów euro do obiegu. Całkowita liczba fałszywych banknotów przekazanych w 2006 r. do krajowych centrów analiz¹⁷ wyniosła około 565 000¹⁸. Znaczącą zmianą w 2006 r. było zróżnicowanie wartości nominalnej wykrytych fałszyfikatów. Przed 2006 r. najczęściej fałszowany był banknot o nominale 50 euro. Jednak odsetek wykrytych fałszyfikatów banknotów o nominale 50 euro zdecydowanie się obniżył, a jednocześnie wystąpił wzrost zarówno liczby fałszywych banknotów o

nominalne 20 euro, jak też, ale w dużo mniejszym stopniu, liczby fałszywych banknotów o nominale 100 euro (zob. tabela 13). W rezultacie, w 2006 r. zmniejszyła się łączna wartość nominalna wycofanych z obiegu fałszyfikatów, a tym samym zmniejszyły się potencjalne straty finansowe spowodowane fałszerstwami.

Euro jest walutą godną zaufania i bezpieczną: jest dobrze chronione zarówno dzięki zaawansowanym zabezpieczeniom, jak i skuteczności europejskich i krajowych organów ścigania. Zaufanie do euro nie powinno jednak prowadzić do absolutnej pewności, EBC doradza zatem użytkownikom zachowanie czujności i stosowanie testu polegającego na sprawdzaniu wypukłości wydruku dotykaniem, wizualnej kontroli banknotu i obejrzeniu hologramów pod odpowiednim kątem (tzw. *feel-look-tilt test*)¹⁹.

PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM

W 2006 r. Eurosystem kontynuował ścisłą współpracę z Europolem i Komisją Europejską (w szczególności z Europejskim Urzędem ds. Zwalczania Nadużyć Finansowych – OLAF)

Tabela 13 Fałszywe banknoty według nominałów

	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Procent	1	4	40	34
	100 euro	200 euro	500 euro	Razem
Procent	18	2	1	100

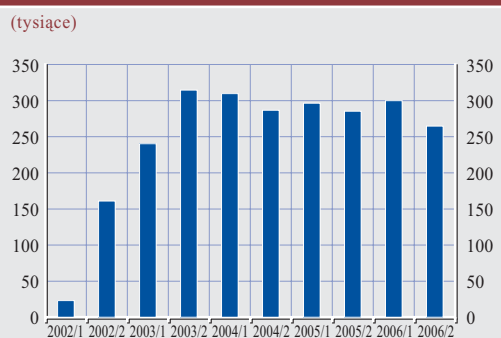
Źródło: Eurosystem.

17 Centra utworzone w każdym państwie członkowskim UE, zajmujące się wstępną analizą fałszywych banknotów euro na szczeblu krajowym.

18 Liczba ta objęta jest niewielką korektą z uwagi na spóźnione raporty, zwłaszcza raporty pochodzące spoza UE.

19 Szczegółowe informacje na ten temat znajdują się pod adresem: <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>

Wykres 47 Liczba fałszywych banknotów euro wycofanych z obiegu w latach 2002–2006



Źródło: Eurosystem.

w walce z fałszerstwami euro. Eurosystem aktywnie uczestniczy, zarówno w UE, jak i poza nią, w szkoleniu pracowników zajmujących się obsługą gotówki w zakresie rozpoznawania fałszywych banknotów i sposobów postępowania z nimi.

Międzynarodowe Centrum Przeciwdziałania Fałszerstwom nadal wspiera Grupę Banków Centralnych ds. Powstrzymania Fałszerstw Pieniądza (*Central Bank Counterfeit Deterrence Group*) (grupa 27 banków centralnych współpracujących pod auspicjami grupy G10) i pełni funkcję centrum technicznego dla wszystkich jej członków. Jego głównym zadaniem jest zapewnienie wsparcia technicznego oraz obsługa scentralizowanego systemu komunikacji służącego wszystkim stronom zaangażowanym na polu systemów przeciwdziałania fałszerstwom.

3.3 EMISJA I PRODUKCJA BANKNOTÓW

PODSTAWOWE ZASADY WYKRYWANIA FAŁSZYWYCH BANKNOTÓW I SORTOWANIA BANKNOTÓW WEDŁUG JAKOŚCI OBIEGOWEJ

Zasady ramowe powtórnego wprowadzania banknotów do obiegu (ang. *Banknote Recycling Framework – BRF*) obejmują wykrywanie fałszerstw oraz sortowanie banknotów według jakości przez instytucje kredytowe oraz inne podmioty zawodowo zajmujące się obsługą

znaków pieniężnych. Zasady te ustanawiają wspólną politykę powtórnego wprowadzania do obiegu banknotów euro przez instytucje kredytowe i określają jednakowe reguły oraz minimalne standardy obsługi banknotów, które muszą być przestrzegane przez instytucje kredytowe oraz inne podmioty zajmujące się zawodowo obsługą znaków pieniężnych. Zgodnie z decyzją podjętą przez Radę Prezesów w grudniu 2004 r., wszystkie krajowe banki centralne z wyjątkiem dwóch banków uwzględniły zasady ramowe ponownego wprowadzania banknotów do obiegu w rozwiązaniach krajowych.

W celu dostosowania swoich urządzeń do dosługi znaków pieniężnych do nowych wymogów, instytucje kredytowe i inne podmioty zajmujące się zawodowo obsługą znaków pieniężnych mają prawo skorzystać z okresu przejściowego trwającego do końca 2007 r. Biorąc pod uwagę znaczne różnice występujące w krajowych infrastrukturach w zakresie obsługi gotówki, Rada Prezesów podjęła w grudniu 2006 r. decyzję o wydłużeniu rocznego okresu przejściowego w niektórych krajach strefy euro. Okres przejściowy zostanie wydłużony o dwa lata we Francji, gdzie upłynie pod koniec 2009 r. i o trzy lata w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Portugalii, gdzie okres ten będzie trwał do końca 2010 r.

Głównym elementem zasad ramowych powtórnego wprowadzania banknotów do obiegu jest wymóg sprawdzania autentyczności i jakości obiegowych banknotów wydawanych w bankomatach przy użyciu obsługiwanych przez personel urzędów spełniających standardy Eurosystemu. Obsługiwane przez klienta urządzenia do przyjmowania i wydawania gotówki muszą spełniać również określone wymogi techniczne dotyczące weryfikacji oraz dalszej obsługi banknotów. Większość krajowych banków centralnych strefy euro dostarczyła producentom bankomatów niezbędne testy sprawdzające jakość produkowanych przez nich urządzeń. EBC wprowadził ponadto dostępną na stronie internetowej listę wszystkich urzędów, które

przeszły ogólną procedurę testowania Eurosystemu z wynikiem pozytywnym i tym samym są odpowiednie dla celów powtórnego wprowadzenia banknotów do obiegu.

W lipcu 2006 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o wprowadzeniu systemu przejściowego dla potrzeb wdrożenia zasad ramowych powtórnego wprowadzania banknotów do obiegu w nowych krajach strefy euro w przyszłości. System ten nakłada na krajowe banki centralne państw członkowskich przyjmujących euro przez rok 2010 obowiązek wdrożenia podstawowych zasad powtórnego wprowadzania banknotów do obiegu najpóźniej w terminie 12 miesięcy od momentu przystąpienia do strefy euro. Po zakończeniu okresu wdrażania nastąpi roczny okres przejściowy dla instytucji kredytowych i innych podmiotów zajmujących się zawodowo obsługą znaków pieniężnych. Krajowe banki centralne państw członkowskich przystępujących do strefy euro od 2010 r. będą musiały wprowadzić podstawowe zasady powtórnego wprowadzania banknotów do obiegu przed przystąpieniem, natomiast instytucje kredytowe oraz inne podmioty zajmujące się zawodowo obsługą znaków pieniężnych będą miały jeden rok na dostosowanie swoich urządzeń.

Dostosowując swoje działania do zasad ramowych ponownego wprowadzania banknotów do obiegu, instytucje kredytowe oraz inne podmioty zawodowo zajmujące się obsługą znaków pieniężnych zwiększą swoje możliwości wykrywania potencjalnych fałszerstw banknotów euro. Przyczyni się to skutecznie do wypełnienia przez te podmioty wiążącego ich zobowiązania prawnego do natychmiastowego wycofywania potencjalnych fałszyfikatów z obiegu i przekazywania ich organom ścigania w celu dalszego zbadania. Ponadto, instytucje kredytowe będą dzięki temu dostarczały swoim klientom banknoty w dobrym stanie, pomagając im w ten sposób odróżnić banknoty oryginalne od fałszyfikatów.

URUCHOMIENIE PILOTAŻOWEGO PROGRAMU ZAGRANICZNYCH DEPOZYTÓW BANKNOTÓW EURO

W 2006 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o wdrożeniu pilotażowego Programu Poszerzonego Depozytu Powierniczego (ang. *Extended Custodial Inventory – ECI*) w Azji. ECI jest magazynem gotówki utrzymywanym przez prywatny bank (bank ECI), który przechowuje powierzone mu znaki pieniężne. Eurosystem oczekuje, że uruchomienie programu ECI usprawni międzynarodową dystrybucję banknotów euro oraz poprawi nadzór nad ich obiegiem poza strefą euro. Zważywszy na fakt, że według szacunków od 10% do 20% całkowitej wartości banknotów euro w obiegu znajduje się poza strefą euro, Eurosystem uważa, że przydatne będzie uzyskanie bardziej szczegółowych informacji na temat tych banknotów. W drodze otwartej procedury przetargowej wybrane zostały dwa duże banki komercyjne działające na hurtowym rynku banknotów, z których każdy obsługiwać będzie po jednym ECI; jeden ECI zostanie założony w Hongkongu, drugi – w Singapurze. Deutsche Bundesbank będzie pełnił funkcję partnera logistycznego i administracyjnego banków ECI. Oba ECI rozpoczną swoją działalność w pierwszej połowie 2007 r. Pilotażowy program ECI będzie wykorzystywany do oceny działania ECI, ich wkładu w przekazywanie informacji na temat banknotów euro znajdujących się w obiegu poza strefą euro, a także do oceny ich wpływu na hurtowy rynek banknotów. Na podstawie tego pilotażowego programu Rada Prezesów podejmie w 2008 r. decyzję o ewentualnej kontynuacji programu ECI.

DIALOG Z EUROPEJSKĄ RADĄ DS. PŁATNOŚCI ORAZ Z INNYMI PODMIOTAMI ZAANGAŻOWANYMI W CYKL OBIEGU GOTÓWKI

Informacje na temat wymogów użytkowników zgłaszane przez różnych interesariuszy – z uwagi na fakt, że sektor bankowy jest głównym partnerem krajowych banków centralnych – mają duże znaczenie dla płynnego funkcjonowania cyklu obiegu gotówki euro oraz świadczenia przez Eurosystem odpowiednich usług gotówkowych. Aktualne zagadnienia

Tabela 14 Przydziały produkcji banknotów euro w 2006 r.

Nominal	Liczba (mln banknotów)	KBC zlecający produkcję
5 euro	1.080,0	ES, FR, IE, AT, FI
10 euro	1.780,0	DE, GR, FR, NL
20 euro	1.940,0	DE, ES, FR, IT, PT
50 euro	1.920,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	280,0	IT, LU, AT
200 euro	-	-
500 euro	-	-
Razem	7.000,00	

Źródło: EBC.

dotyczące znaków pieniężnych, jak na przykład ogólne obniżenie kosztów, są omawiane z europejskimi interesariuszami na różnych forach, takich jak Grupa Użytkowników Gotówki Euro (ang. *Euro Cash User Group*) oraz Grupa Robocza ds. Gotówki przy Europejskiej Radzie ds. Płatności (*European Payments Council's Cash Working Group*).

Organizacja łańcucha dostaw znaków pieniężnych jest różna w poszczególnych państwach z uwagi na odmienną sytuację w danym kraju (np. odmienna struktura banku centralnego oraz systemów bankowości komercyjnej, system prawny, zachowania płatnicze społeczeństwa, infrastruktura wykorzystywana do konwojowania gotówki oraz uwarunkowania geograficzne). W związku z tym nie jest wskazane wprowadzenie uniwersalnego modelu dostaw znaków pieniężnych w strefie euro. We wrześniu 2006 r. Rada Prezesów podjęła jednak decyzję o konieczności sporządzenia harmonogramu i planu działania w celu osiągnięcia większej średniookresowej konwergencji krajowych banków centralnych w zakresie usług gotówkowych.

USTALENIA DOTYCZĄCE PRODUKCJI BANKNOTÓW

W 2006 r. wyprodukowano ogółem 7,0 mld euro w porównaniu z 3,63 mld w 2005 r. Mniejsza produkcja w 2005 r. spowodowana była w znacznym stopniu wykorzystaniem nadwyżek banknotów gromadzonych od 2002 r., ponieważ niepewność związana z wprowadzeniem euro

uzasadniała dużą produkcję na potrzeby początkowej podaży.

Wzrost produkcji w 2006 r. wiązał się z następującymi czynnikami: a) zwiększeniem obiegu, b) wzrostem liczby banknotów niezdatnych do obiegu, c) zmniejszeniem poziomu zapasów w krajowych bankach centralnych oraz d) decyzją o wyprodukowaniu w 2006 r. części banknotów na poczet przyszłego zapotrzebowania.

Przydział produkcji banknotów euro nadal przebiegał zgodnie z przyjętym w 2002 r. scenariuszem zdecentralizowanej produkcji opartej na pulach. W ramach tego porozumienia każdy krajowy bank centralny w strefie euro odpowiada za pokrycie wyznaczonej części ogólnego zapotrzebowania na banknoty o określonych nominałach (zob. tabela 14).

DRUGA SERIA BANKNOTÓW EURO

Po zakończeniu etapu przygotowawczego, w trakcie którego ustalono wymagania dotyczące nowej serii banknotów i sporządzono listę możliwych usprawnień technicznych, Rada Prezesów zatwierdziła w 2006 r. ogólny plan projektu rozwoju nowej serii oraz rozpoczęcie etapu weryfikacji przemysłowej. Etap ten obejmuje badanie różnych zabezpieczeń, aby ocenić ich skuteczność oraz zidentyfikować potencjalne problemy związane z prowadzeniem produkcji na dużą skalę. Większość działań w ramach weryfikacji przemysłowej przeprowadzanych jest przez papiernie oraz drukarnie akredytowane przez EBC na potrzeby produkcji obecnej serii. Na podstawie wyników etapu weryfikacji przemysłowej określone zostaną ogólne specyfikacje dla nowej serii banknotów i rozpoczną się prace nad wzorem banknotów.

Wzór nowych banknotów będzie oparty na motywie „epok historycznych i stylów” znanych z pierwszej serii, z której wiele elementów zostanie wykorzystanych w nowym projekcie. Wybrany został projektant, który dokona przeróbki wzoru obecnej serii banknotów.

Przewiduje się, że pierwszy banknot nowej serii zostanie wydany za kilka lat. Dokładne terminy i kolejność emisji będą jednak zależały od postępów w opracowywaniu nowych zabezpieczeń oraz sytuacji w zakresie fałszerstw. Poszczególne nominały banknotów z nowej serii będą wprowadzane do obiegu na przestrzeni kilku lat.

4 STATYSTYKA

EBC, z pomocą krajowych banków centralnych, opracowuje, gromadzi, zestawia i publikuje różnego rodzaju dane statystyczne, które wspomagają realizację polityki pieniężnej w strefie euro oraz realizację różnych zadań Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). Dane te są również wykorzystywane przez rynki finansowe oraz społeczeństwo. W 2006 r., podobnie jak w latach poprzednich, dostarczanie danych statystycznych, w tym danych dotyczących przygotowań do rozszerzenia strefy euro i UE w 2007 r., przebiegało sprawnie. Pod koniec maja zakończony został istotny etap średnioterminowej strategii EBC dotyczącej statystyki, związany z pierwszym wspólnym wydaniem przez EBC i Eurostat zestawienia rocznych zintegrowanych rachunków strefy euro, zarówno finansowych, jak i niefinansowych, w rozbiciu na sektory instytucjonalne. Znacznie usprawnione zostało również upowszechnianie danych statystycznych dotyczących strefy euro, dzięki uruchomieniu przez EBC nowej, dostępnej online, usługi udostępniającej dane dla celów statystycznych – Hurtowni Danych Statystycznych (ang. *Statistical Data Warehouse*). Ponadto, EBC, w ścisłej współpracy z Komitetem ds. Statystyki, kontynuował działania na rzecz dalszej harmonizacji pojęć statystycznych w Europie i krytycznej oceny głównych światowych standardów statystycznych.

4.1 NOWE LUB ROZSZERZONE STATYSTYKI DOTYCZĄCE STREFY EURO

Pod koniec maja 2006 r. EBC wspólnie z Eurostatem opublikowały po raz pierwszy zestawienie rocznych zintegrowanych rachunków sektora finansowego i niefinansowego strefy euro za lata 1999-2004. Rachunki te można uważać za „rachunki narodowe” strefy euro. Umożliwiają one m.in. całościową analizę powiązań pomiędzy zachodzącymi w gospodarce zmianami o charakterze finansowym i niefinansowym oraz analizę współzależności pomiędzy poszczególnymi sektorami gospodarki

(gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, instytucje finansowe i sektor publiczny), jak również współzależności pomiędzy tymi sektorami a resztą świata. Rachunki roczne otworzyły drogę dla publikacji pełnego systemu kwartalnych zintegrowanych rachunków sektorowych strefy euro. Przewiduje się, że zostaną one opublikowane w pierwszej połowie 2007 r. Eurosystem opracowuje te statystyki wspólnie z Eurostatem oraz krajowymi urzędami statystycznymi (ang. *National Statistical Institutes – NSI*).

We wrześniu 2006 r. w serwisie internetowym EBC zamieszczone zostały pierwsze miesięczne statystyki dotyczące zadłużenia z tytułu emisji Krótkoterminowego Europejskiego Papieru Wartościowego (ang. *Short-Term European Paper – STEP*). W 2007 r. dane te powinny zostać uzupełnione o dzienne statystyki na temat wolumenów i rentowności (zob. podrozdział 3 rozdziału 4).

Ramy prawne dotyczące gromadzenia statystyk monetarnych zostały poszerzone o nowe rozporządzenie skierowane do instytucji świadczących żyro pocztowe przyjmujących depozyty i należących do sektora przedsiębiorstw. Rada Prezesów znowelizowała również wytyczne EBC dotyczące kwartalnych rachunków finansowych oraz statystyki finansowej sektora publicznego. Zgodnie z przyjętą praktyką uzupełniania aktów prawnych EBC o praktyczne podręczniki, EBC opublikował również „Podręcznik statystyki finansowej sektora publicznego” (ang. *„Government finance statistics guide”*).

W kilku obszarach prowadzone są prace mające na celu dalszą poprawę statystyki strefy euro w nadchodzących latach. W szczególności, w 2006 r. Eurosystem kontynuował prace nad ogólnymi zasadami gromadzenia zharmonizowanych danych statystycznych niemonetarnych instytucji finansowych, takich jak fundusze inwestycyjne oraz spółki celowe (ang. *Financial Vehicle Corporations – FVCs*), odgrywających istotną rolę na rynkach finansowych. W dziedzinie tej dokonał się

znaczący postęp i obecnie trwają prace nad rozporządzeniem EBC w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej dla funduszy inwestycyjnych. Eurosystem analizuje ponadto konieczność i możliwość wzbogacenia danych statystycznych o instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne. Przeglądowi poddawane są również obowiązujące przepisy prawa oraz rozporządzenia dotyczące danych bilansowych oraz statystyki stóp procentowych MIF, co ma na celu dostosowanie się do nowych wymagań użytkowników oraz zachodzących zmian finansowych i gospodarczych. Bilans płatniczy strefy euro oraz międzynarodowa pozycja inwestycyjna zostały połączone w jednolitych ramach, dzięki czemu zmiany w pozycjach na koniec okresu opisywane są nie tylko przez transakcje, ale również przez zmiany wyceny wynikające z kolei ze zmian cen i kursów walutowych oraz innych korekt.

Opracowując statystki strefy euro, na które zgłaszają zapotrzebowanie wewnętrzni i zewnętrzni użytkownicy, ESBC stara się ograniczyć do minimum obciążenia w zakresie sprawozdawczości. W tym celu EBC kontynuował w 2006 r. prace nad utworzeniem scentralizowanej bazy danych o papierach wartościowych (ang. *Centralised Securities Database – CSDB*), których efekty powinny być widoczne w nadchodzących latach. CSDB, projekt statystyczny obejmujący cały ESBC, którym żywo zainteresowani są interesariusze zarówno z EBC jak i krajowych banków centralnych, jest jednolitą bazą danych zawierającą informacje referencyjne na temat poszczególnych papierów wartościowych w krajach strefy euro, mających znaczenie dla celów statystycznych ESBC. Baza ta ma być wykorzystywana do opracowywania i podnoszenia jakości różnego rodzaju statystyk finansowych ESBC.

W styczniu 2007 r. EBC opublikował po raz pierwszy zharmonizowane wskaźniki konkurencyjności (ang. *Harmonised Competitiveness Indicators*) dla krajów strefy euro, opierające się na wskaźnikach cen konsumpcyjnych. Wskaźniki te zostały

opracowane z wykorzystaniem tej samej metodologii i źródeł danych, co w przypadku realnego efektywnego kursu euro.

W Biuletynie Miesięcznym EBC zamieszczone zostały również szacunkowe wartości kapitału własnego krajów strefy euro oraz majątku gospodarstw domowych w tych krajach.

4.2 INNE ZMIANY W STATYSTYCE

We wrześniu 2006 r. EBC uruchomił w swoim serwisie internetowym bardziej przyjazną dla użytkownika i bardziej kompleksową usługę dostarczania za pośrednictwem Internetu danych dla statystyk ESBC – Hurtownię Danych Statystycznych (ang. *Statistical Data Warehouse*)²⁰. Posiada ona łatwy w użyciu interfejs umożliwiający użytkownikom szybkie odnalezienie, wyświetlenie i pobranie danych na temat strefy euro, w tym, w niektórych przypadkach, zestawień krajowych. Ponadto, w serwisie internetowym EBC oraz serwisach krajowych banków centralnych dostępne są obecnie dodatkowe tabele zawierające dane statystyczne strefy euro wraz z odpowiadającymi im danymi krajowymi. Przykładem tego są tabele zharmonizowanych stóp procentowych MIF dla depozytów oraz kredytów udzielanych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom.

Od listopada 2006 r. użytkownicy danych statystycznych strefy euro mają również dostęp do wyczerpującego opisu danych i metadanych publikowanych w Biuletynie Standardu Upowszechniania Danych (ang. *Dissemination Standards Bulletin Board*) MFW²¹. Opisy danych statystycznych strefy euro zostały opracowane przez EBC oraz Eurostat, przy współpracy z MFW. Strona Biuletynu Standardu Upowszechniania Danych poświęcona strefie euro umożliwia również dostęp do kalendarza udostępniania danych oraz różnych kategorii danych statystycznych strefy euro.

²⁰ <http://sdw.ecb.int/>

²¹ <http://dsbb.imf.org/Applications/web/euronote/>

Podobnie jak w poprzednich latach, w 2006 r. EBC wydał wiele publikacji na temat statystyki, na przykład „Statystyka EBC: zarys” (*EBC statistics: an overview*); materiały z trzeciej konferencji EBC na temat statystyki („Statystyka finansowa dla gospodarki globalnej” – 4-5 maja 2006 r. – *Financial statistics for a global economy*, 4-5 May 2006); oraz „Różnice w oprocentowaniu stosowanym przez monetarne instytucje finansowe w krajach strefy euro” (*Differences in MFI interest rates across euro area countries*). Dokument EBC z serii dokumentów okolicznościowych, zatytułowany „Analiza przeglądu ogólnych statystyk ekonomicznych” (*Revision analysis for general economic statistics*) zawierał szczegółową ocenę wiarygodności kluczowych, makroekonomicznych danych statystycznych strefy euro.

Inne publikacje EBC zostały uzupełnione o bardziej szczegółowe informacje statystyczne, czego przykładem jest dodatek statystyczny do raportu zatytułowanego „Systemy rozliczeń płatności i papierów wartościowych w Unii Europejskiej i państwach przystępujących” (znany jako „Niebieska Księga”) (*Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries (Blue Book)*). W oparciu o kompleksowy przegląd zgromadzonych danych poszerzona została definicja i zakres gromadzenia danych na temat płatności oraz papierów wartościowych, co poprawiło terminowość publikacji o kilka miesięcy. Rozszerzony został również zakres wskaźników integracji finansowej ujętych w półrocznym raporcie EBC zatytułowanym „Wskaźniki integracji finansowej w strefie euro” (zob. podrozdział 3 rozdziału 4).

W lutym 2007 r. EBC opublikował trzeci roczny raport na temat jakości statystyk bilansu płatniczego strefy euro oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej. Raport ten przedstawia ocenę jakościową oraz wskaźniki ilościowe, które mogą być pomocne dla użytkowników przy analizie danych statystycznych²².

EBC w dalszym ciągu prowadził ścisłą współpracę z Eurostatem oraz innymi organizacjami międzynarodowymi, jak również aktywnie uczestniczył w bieżącej aktualizacji ogólnościowych standardów statystycznych, takich jak System Rachunków Narodowych (*System of National Accounts – SNA 93*) i Podręcznik Bilansu Płatniczego MFW (*IMF Balance of Payment Manual*) oraz w przeglądzie wzorcowej definicji zagranicznych inwestycji bezpośrednich OECD i nomenklatury ISIC²³. EBC wspiera i wdraża również wiele ogólnościowych standardów technicznych wymiany danych²⁴.

4.3 PRZYGOTOWANIE DO ROZSZERZENIA STREFY EURO

Statystyka odgrywa również istotną rolę w monitorowaniu konwergencji państw członkowskich UE nie należących jeszcze do strefy euro i tym samym w opracowywaniu raportów o konwergencji (zob. podrozdział 1.2 rozdziału 5).

Eurostat dostarcza danych statystycznych niezbędnych do oceny postępów w zakresie spełnienia przez państwa członkowskie kryteriów konwergencji dotyczących cen, pozycji fiskalnej, kursu walutowego oraz długoterminowych stóp procentowych. EBC wraz z krajowymi bankami centralnymi zainteresowanych państw członkowskich wspomaga prace Eurostatu, udostępniając dane statystyczne na temat długoterminowych stóp procentowych, jak również gromadząc i zestawiając dodatkowe dane statystyczne, które uzupełniają cztery podstawowe wskaźniki konwergencji.

²² http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bop_intinvpos-2006en.pdf

²³ Międzynarodowa Standardowa Klasyfikacja Przemysłowa Wszystkich Rodzajów Działalności Gospodarczych.

²⁴ Na przykład, wymiana danych statystycznych i metadanych (SDMX), inicjatywa wspierana przez BRM, EBC, Eurostat, MFW, OECD, Organizację Narodów Zjednoczonych oraz Bank Światowy, mająca na celu propagowanie ogólnościowych standardów wymiany informacji statystycznych.

Ponieważ ocena procesu konwergencji zależy w dużym stopniu od jakości i rzetelności danych statystycznych wykorzystywanych w obliczeniach, EBC ściśle monitoruje postępy w zestawianiu i przedstawianiu danych statystycznych, w szczególności w odniesieniu do statystyki finansów publicznych. EBC z zadowoleniem przyjął inicjatywę Komisji Europejskiej dotyczącą wdrożenia Kodeksu Dobrych Praktyk obowiązującego Eurostat i krajowe urzędy statystyczne. Przestrzeganie tego kodeksu ma na celu zwiększenie niezależności, rzetelności i odpowiedzialności tych instytucji, co jest niezbędnym warunkiem opracowywania wiarygodnych i wysokiej jakości danych statystycznych w obrębie UE.

5 BADANIA EKONOMICZNE

Celem badań ekonomicznych prowadzonych przez EBC oraz w ramach całego Eurosystemu jest zapewnienie solidnych podstaw pojęciowych i empirycznych dla prowadzenia polityki gospodarczej. Badania ekonomiczne prowadzone w ramach Eurosystemu skupiają się zatem na poszerzaniu wiedzy na temat funkcjonowania gospodarki strefy euro i dostarczaniu danych analitycznych, modeli, jak również innych narzędzi wspomagających realizację polityki pieniężnej strefy euro oraz innych zadań Eurosystemu.

5.1 PRIORYTETY BADAŃ

Badania ekonomiczne w EBC prowadzi przede wszystkim Dyrekcja Generalna ds. Badań Naukowych (*Directorate General Research*), a także inne jednostki, w szczególności Dyrekcja Generalna ds. Ekonomii (*Directorate General Economics*). Komitet koordynujący ds. badań (*Research Coordination Committee – RCC*) koordynuje badania, ustalając priorytety i łącząc obszary działalności gospodarczej, których dotyczą badania ekonomiczne zarówno po stronie popytu, jak i podaży. Zgodnie z przyjętymi w 2006 r. nowymi uprawnieniami, RCC opracowuje roczny, prognostyczny raport na temat priorytetów badań oraz roczną analizę wsteczną działań badawczych w całym EBC. Oba te dokumenty zatwierdza Zarząd. Raport na temat priorytetów wskazuje aktualne braki informacyjne dotyczące każdego z obszarów priorytetowych, określa główne zadania oraz ustala podział pracy dla różnych obszarów działalności gospodarczej. Analiza roczna monitoruje wyniki badań zarówno pod względem ich jakości naukowej, jak i przydatności dla prowadzonej polityki, poprzez porównanie uzyskanych wyników z głównymi zadaniami określonymi w poprzednim Raporcie na temat priorytetów.

Realizowany w 2006 r. program badań można podzielić na sześć głównych dziedzin: prognozowanie i opracowywanie modeli; analiza polityki pieniężnej; mechanizm

transmisji polityki pieniężnej; stabilność finansowa; efektywność europejskiego systemu finansowego oraz zagadnienia międzynarodowe. Wymienione obszary priorytetowe zostaną krótko omówione poniżej.

W zakresie prognozowania oraz opracowywania modeli, w 2006 r. kontynuowane były dwa istotne kierunki badań. Po pierwsze, kontynuowano prace nad nowym, nowoczesnym modelem dla całej strefy – dynamicznym stochastycznym modelem równowagi ogólnej dla strefy euro – który niedługo poddany zostanie pierwszym testom pod kątem skuteczności prognozowania. Po drugie, z powodzeniem wdrożono dynamiczne modele czynnikowe służące do opracowywania krótkoterminowych (bieżących i dotyczących następnego kwartału) prognoz PKB. Przeprowadzona w czasie zbliżonym do rzeczywistego ocena ich wydajności w zakresie prognozowania wykazała, że modele te są bardzo efektywne w porównaniu z bardziej tradycyjnymi metodami.

W związku z tym, iż analiza monetarna odgrywa zasadniczą rolę w strategii polityki pieniężnej EBC, dokładnie przeanalizowany został proces opracowania modeli i narzędzi wykorzystywanych do uzyskiwania zawartości informacyjnej na podstawie agregatów pieniężnych. Wyniki tej analizy oraz innych podobnych badań zostały omówione w listopadzie 2006 r. podczas czwartej konferencji EBC na temat bankowości centralnej, która poświęcona była „Roli pieniądza: pieniądz i polityka pieniężna w dwudziestym pierwszym wieku”. Publikacja zawierająca zaprezentowane dokumenty oraz podsumowanie prowadzonych podczas konferencji dyskusji zostanie wydana w lecie 2007 r.

Odpowiadając na prośbę dyrektorów ds. badań naukowych banków centralnych Eurosystemu, Rada Prezesów zatwierdziła w lutym 2006 r. utworzenie sieci badawczej w zakresie dynamiki płac. Sieć ta, której prace zaplanowane są na okres dwóch lat, skupia

badaczy z dwudziestu krajowych banków centralnych UE oraz EBC. Prace w ramach tej sieci prowadzone są w czterech kierunkach badań. Pierwszy analizuje cechy empiryczne agregatu, dynamikę płac w skali kraju i poszczególnych sektorów oraz inne (pozapłacowe) koszty pracy w strefie euro. Obejmuje również analizę strukturalną i inne czynniki warunkujące oraz ich interakcje z dynamiką inflacji. Drugi kierunek badań dotyczy wykorzystania mikrodanych na temat płac i jego celem jest określenie charakteru i rozmiarów płac oraz sztywności innych elementów rynku pracy w krajach i sektorach strefy euro. Celem tego kierunku jest również określenie zależności pomiędzy płacami, a ustaleniem cen na poziomie przedsiębiorstwa. Trzeci kierunek analizuje możliwość wprowadzenia badań ad hoc w odniesieniu do płac, innych kosztów pracy oraz kształtowania się cen na poziomie przedsiębiorstwa. Czwarty obszar badań skupia się na kompleksowej analizie łączącej wyniki uzyskane w innych obszarach prac sieci w celu określenia ich wpływu na politykę gospodarczą strefy euro. Oczekuje się, że wyniki uzyskane w ramach wszystkich kierunków badań zostaną przekazane organom decyzyjnym EBC do połowy 2008 r.

Na wniosek fińskiej prezydencji UE, EBC opracował dokument omówiony podczas nieformalnego spotkania ECOFIN, które odbyło się w dniach 28-29 września 2006 r. w Helsinkach. Opracowanie to, zatytułowane „The role of financial markets and innovation for productivity and growth in Europe” („Znaczenie rynków finansowych oraz innowacyjności dla produktywności i wzrostu w Europie”), potwierdziło znaczący postęp, jaki dokonał się wraz z europejską integracją finansową oraz jej korzystny wpływ na produktywność i wzrost gospodarczy. Zwrócono jednak uwagę na fakt, że polityka integracji finansowej mogłaby zostać korzystnie uzupełniona przez politykę wspierającą modernizację systemu finansowego, tzn. poprzez poprawę ogólnych warunków ramowych dla rynków finansowych. Tego



rodzaju modernizacja obejmowałaby promowanie innowacji finansowych oraz usprawnień instytucjonalnych i organizacyjnych w celu zwiększenia efektywności systemu finansowego, na przykład poprzez przesuwanie kapitału do branż posiadających najlepsze perspektywy wzrostu. Według wspomnianego dokumentu, poprawa warunków ramowych w Europie jest możliwa, na przykład w zakresie szczególnych aspektów ładu korporacyjnego, skuteczności niektórych systemów prawnych w rozwiązywaniu konfliktów finansowych oraz w odniesieniu do cech strukturalnych niektórych europejskich sektorów bankowych, w tym tendencji koncentracyjnych na lokalnych rynkach detalicznych oraz zakresu własności banków publicznych. Dokument EBC potwierdził również konieczność podjęcia prac badawczych nad finansowaniem kapitału podwyższonego ryzyka oraz tendencjami w kierunku sekurytyzacji.

W 2006 r., w ramach drugiego etapu działalności Sieci Badawczej ds. Rynków Kapitałowych oraz Integracji Finansowej w Europie, prowadzonej przez EBC wraz z Ośrodkiem Studiów Finansowych (*Center for Financial Studies*), odbyły się dwie konferencje. We wrześniu w Berlinie odbyła się siódma konferencja na temat modernizacji systemu finansowego i wzrostu gospodarczego w Europie, której gospodarzem był Deutsche Bundesbank. Jednym z wniosków konferencji było stwierdzenie, że gospodarki posiadające większe rynki kapitałowe lepiej reagują i szybciej dostosowują się do innowacji technologicznych. Zjawisko to, związane z wielkością rynków kapitałowych, było nadal istotne, nawet po uwzględnieniu zakresu własności banków publicznych oraz efektywności systemu prawnego. Ponadto, nieodpowiednie przepisy prawa dotyczące papierów wartościowych wywierały wpływ na

rozwój i płynność rynków akcji. Ósma konferencja zorganizowana przez sieć pod koniec listopada w Madrycie dotyczyła integracji i stabilności finansowej w Europie, a jej gospodarzem był Banco de España. Istotnym wnioskiem tej konferencji było stwierdzenie, że w ostatnim czasie nastąpił wzrost korelacji pomiędzy ryzykiem pojedynczych banków w Europie, w szczególności w przypadku dużych banków. Stwierdzono ponadto, że w przypadku krajów uprzemysłowionych, transgraniczne fuzje banków, w przeciwieństwie do fuzji krajowych, mogą zwiększyć poziom ryzyka banków nabywających. Jednocześnie dostępne obliczenia wskazują jednak, że większa konkurencja pomiędzy bankami może w rzeczywistości zwiększać stabilność finansową.

W lutym 2006 r. Rada Prezesów, w odpowiedzi na propozycję dyrektorów ds. badań banków centralnych Eurosystemu, zezwoliła na utworzenie grupy roboczej, której zadaniem jest analiza konieczności oraz możliwości gromadzenia danych ankietowych na temat finansów i konsumpcji gospodarstw domowych. W grudniu grupa robocza przedstawiła Radzie Prezesów raport na temat przydatności tego rodzaju danych ankietowych dla analizy oraz kształtowania głównych zasad polityki Eurosystemu, przede wszystkim polityki pieniężnej, stabilności finansowej oraz systemów płatniczych. Badania te stworzyłyby między innymi możliwość spojrzenia z innej perspektywy na wrażliwość sektora gospodarstw domowych na ceny aktywów, skłonność do konsumpcji dóbr, skutki integracji oraz innowacji finansowych, jak również wpływ starzenia się społeczeństwa oraz reform emerytalnych na oszczędności gospodarstw domowych i wzorce konsumpcyjne. Badania na temat finansów i konsumpcji gospodarstw domowych prowadzone są już w niektórych krajach strefy euro, jednak obecnie nie są jeszcze dostępne porównywalne dane dla całej strefy. Rada Prezesów podjęła decyzję o utworzeniu sieci, której zadaniem byłoby przygotowanie kompleksowej propozycji

badania, obejmującej szczegółowy wzór kwestionariusza, który byłby wykorzystany w badaniach oraz zasad jego stosowania. Propozycja ta będzie stanowić podstawę końcowej analizy kosztów i korzyści, która pozwoli Radzie Prezesów podjąć decyzję o tym, czy przeprowadzić wspomniane badania ankietowe.

5.2 PUBLIKACJE I KONFERENCJE

Większość wyników badań przeprowadzonych przez EBC lub we współpracy z jego pracownikami opublikowano w serii dokumentów roboczych oraz – w mniejszym stopniu – w serii dokumentów okolicznościowych EBC. Były one również prezentowane na wielu konferencjach i warsztatach. W 2006 r. opublikowano 137 dokumentów roboczych. Spośród tych dokumentów 87 powstało z udziałem pracowników EBC, a 50 napisali autorzy spoza Europejskiego Banku Centralnego w ramach gościnnych programów badawczych, sieci badawczych Eurosystemu lub organizowanych przez EBC konferencji. Przygotowywane są również wersje papierowe dokumentów roboczych, które przekazywane są przede wszystkim do bibliotek i instytucji, jednak głównym kanałem rozpowszechniania tych serii jest serwis internetowy EBC, gdzie miesięczna liczba pobrań dokumentów roboczych w 2006 r. wyniosła blisko 280.000.

Oprócz wymienionych mierników zapotrzebowania na dokumenty robocze, jakość serii można ocenić również w inny sposób. Dokumenty robocze mają na celu pobudzenie dyskusji na temat wyników badań przed ich ostateczną publikacją w czasopiśmie lub książkach. Ważnym wyznacznikiem wartości naukowej dokumentu jest jednak ostateczne miejsce jego publikacji. Około 50% dokumentów roboczych wydanych w latach 1999-2002 zostało opublikowanych w recenzowanych czasopiśmie naukowych, a 13% w postaci książkowej. Wpływ serii dokumentów roboczych można również ocenić na podstawie liczby odniesień do tych

opracowań w innych pracach. Jak podają statystyki opracowane na podstawie bazy danych prac naukowych z dziedziny ekonomii, każdy dokument roboczy EBC jest cytowany w publikacjach naukowych średnio 3,4 raza.

Od listopada 2004 r. Dyrekcja Generalna Badań Naukowych EBC przygotowuje Biuletyn Naukowy, który jest publikowany począwszy od piątego wydania w grudniu 2006 r. Ten dwunastostronicowy biuletyn ma na celu informowanie szerokiej rzeszy ekspertów, jak również osób nie będących specjalistami, o badaniach prowadzonych przez pracowników EBC, lub we współpracy z nimi, w zakresie tematów istotnych dla banków centralnych. Wprawdzie seria Dokumentów roboczych skierowana jest głównie do specjalistów, jednak artykuły zamieszczane w Biuletynie Naukowym, odzwierciedlające poglądy poszczególnych autorów, mają na celu przekazanie wyników najnowszych badań w zwięzły i przystępny sposób.

Oprócz wymienionych wyżej publikacji i wydarzeń, EBC przez cały rok współpracował ze społecznością akademicką pełniąc funkcję gospodarza wielu konferencji naukowych i warsztatów, m.in. zorganizowanego w marcu sympozjum dla uhonorowania ówczesnego członka Zarządu, Otmara Issinga, na temat „Polityka pieniężna: od teorii do praktyki”; kwietniowej konferencji pod hasłem „Zagadnienia dotyczące prowadzenia rozliczeń partnerów centralnych”; prowadzonych w maju warsztatów na temat „Finanse przedsiębiorstw i polityka pieniężna”; lipcowej konferencji zatytułowanej „Globalizacja i integracja finansowa”; prowadzonych w sierpniu siódmych warsztatów Sieci Badawczej ds. Cyklu Koniunkturalnego w Strefie Euro na temat „Ocena i empiryczne potwierdzenie strukturalnych modeli analizy cyklu koniunkturalnego” konferencji zatytułowanej „Polityka pieniężna i rynki aktywów a poziom wiedzy”, która odbyła się w listopadzie; czwartej konferencji międzynarodowego forum badawczego poświęconej polityce pieniężnej zorganizowanej w grudniu; oraz,

przeprowadzonych także w grudniu, warsztatów na temat rynku pracy, zorganizowanych wspólnie z Centrum Badań nad Polityką Gospodarczą, zatytułowanych „Dynamika płac i kosztów pracy”.

6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA

6.1 PRZESTRZEGANIE ZAKAZÓW FINANSOWANIA I UPRIWILEJOWANEGO DOSTĘPU

Zgodnie z art. 237 ust. d Traktatu, EBC powierzono zadanie monitorowania wszystkich banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej oraz EBC w zakresie przestrzegania zakazów określonych w art. 101 i 102 Traktatu oraz w Rozporządzeniach Rady (WE) nr 3603/93 i 3604/93. Art. 101 zabrania EBC i bankom centralnym udzielania kredytów w rachunku bieżącym oraz wszelkich innych kredytów instytucjom rządowym bądź instytucjom i organom Wspólnoty, a także nabywania bezpośrednio od nich instrumentów dłużnych. Art. 102 zakazuje stosowania wszelkich środków, które nie wynikają z przesłanek ostrożnościowych, umożliwiających uprzywilejowany dostęp instytucji rządowych oraz instytucji i organów Wspólnoty do instytucji finansowych. Równoległe z Radą Prezesów przestrzeganie powyższych postanowień przez państwa członkowskie UE kontroluje Komisja Europejska.

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

W 2006 r. Rada Prezesów zidentyfikowała dwa przypadki nieprzestrzegania powyższych wymogów Traktatu i odpowiednich rozporządzeń Rady. Banca d'Italia i Deutsche Bundesbank zarejestrowały nabycia na rynku pierwotnym instrumentów dłużnych wyemitowanych przez Europejski Bank Inwestycyjny (EBI). 10 stycznia 2006 r. Banca d'Italia zakupiła obligacje EBI denominowane w dolarach amerykańskich o wartości 50 mln USD dla celów zarządzania rezerwami papierów wartościowych denominowanych w walucie

obcej. W ramach transakcji testowych przeprowadzonych celem zdobycia doświadczenia w zakresie instrumentów dłużnych emitowanych przez instytucje ponadnarodowe, Deutsche Bundesbank przeprowadził trzy transakcje na rynku pierwotnym (9 stycznia 2006 r. za 50 mln USD; 20 kwietnia 2006 r. za 15 mln USD i 16 maja 2006 r. za 10 mln USD), kupując obligacje EBI denominowane w dolarach amerykańskich o łącznej wartości 75 mln USD. EBI jest organem wspólnotowym, takie nabycia stanowią zatem naruszenie zakazu finansowania pieniężnego zgodnie z art. 101 Traktatu i Rozporządzenia Rady (WE) Nr 3603/93. W przypadku Banca d'Italia, papiery wartościowe EBI zakupione na rynku pierwotnym zostały sprzedane 8 marca 2006 r. Deutsche Bundesbank sprzedał papiery wartościowe EBI zakupione na rynku pierwotnym 6 września 2006 r. Ponadto, obydwa KBC podjęły natychmiastowe działania w celu uniknięcia podobnych zdarzeń w przyszłości.

6.2 FUNKCJE DORADCZE

Art. 105 ust. 4 Traktatu wymaga, aby zasięmano opinii EBC w sprawie każdego projektowanego aktu wspólnotowego lub krajowego w dziedzinach podlegających jego kompetencji²⁵. Wszystkie opinie wydane przez EBC są zamieszczane w serwisie internetowym EBC.

W 2006 r. EBC wydał 62 opinie, z czego 10 w odpowiedzi na wnioski Rady UE oraz 52 w odpowiedzi na wnioski władz krajowych. Dla porównania, w 2005 r. złożono 61 wniosków. Lista opinii wydanych w 2006 r. znajduje się w załączniku do niniejszego Raportu.

Zgodnie z decyzją podjętą przez organy decyzyjne EBC w 2005 r., format i struktura wydawanych przez EBC opinii na

²⁵ Zjednoczone Królestwo nie podlega obowiązkowi konsultacji, zgodnie z protokołem w sprawie pewnych przepisów odnoszących się do Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej, stanowiącym załącznik do Traktatu (Dz.U. C 191 z 29.07.1992 r., s. 18).

temat proponowanego ustawodawstwa wspólnotowego zostały uproszczone tak, aby uczynić je bardziej przyjaznymi dla użytkownika oraz zwiększyć ich skuteczność.

Szczególnie godnych uwagi jest pięć następujących opinii EBC w sprawie wspólnotowych propozycji ustawodawczych.

Po uchyleniu derogacji Słowenii zgodnie z procedurą określoną w art. 122 ust. 2 Traktatu, do EBC zwrócono się o wydanie opinii na temat propozycji rozporządzenia Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 974/98 w sprawie wprowadzenia euro oraz na temat propozycji rozporządzenia Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 2866/98 w sprawie kursów wymiany między euro a walutami państw członkowskich przyjmujących euro²⁶.

W swojej opinii w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego zmieniającej dyrektywę 97/7/WE, 2000/12/WE i 2002/65/WE²⁷, EBC z zadowoleniem przyjął inicjatywę ustanowienia szerokich ram prawnych dla usług płatniczych w UE, ułatwienia wdrażania Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (*Single Euro Payments Area – SEPA*) oraz doprowadzenia do harmonizacji zasad rynku usług płatniczych. EBC zwrócił jednocześnie uwagę na kilka zagadnień wymagających dalszej analizy, jak na przykład przyjmowanie i gromadzenie przez instytucje płatnicze środków o podobnych cechach ekonomicznych i prawnych, takich jak depozyty lub pieniądz elektroniczny, pewne niedociągnięcia w projektowanych zasadach regulacyjnych i zasadach nadzoru, potrzebę zapewnienia lepszej ochrony środków użytkowników usług płatniczych, brak wymogów kapitałowych oraz pewne nieścisłości w wykazie dozwolonych działań.

EBC wydał również opinię²⁸ w sprawie projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywę Rady 92/49/EWG²⁹ oraz dyrektywy 2002/83/WE³⁰, 2004/39/WE³¹,

2005/68/WE³² oraz 2006/48/WE³³ w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w przedsiębiorstwach sektora finansowego³⁴ (zob. podrozdział 2.2 rozdziału 4).

EBC z własnej inicjatywy³⁵ wydał również opinię w sprawie projektu dyrektywy Komisji dotyczącej wykonania dyrektywy Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (ang. *undertakings for collective investment in transferable securities – UCITS*)³⁶ w celu

26 CON/2006/36. Opinie EBC zasięgnęły również władze Słowenii, Estonii, Cypru oraz Malty w sprawie przepisów prawa krajowego ułatwiających przyszłe wprowadzenie w tych państwach członkowskich waluty euro (zob. CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON/2006/23, CON/2006/28, CON/2006/29, CON/2006/33 oraz CON/2006/43).

27 EBC/2006/21.

28 CON/2006/60 z dnia 18 grudnia 2006 r. (Dz.U. C 27, 7.2.2007, s. 1)

29 Dyrektywa Rady 92/49/EWG z dnia 18 czerwca 1992 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do ubezpieczeń bezpośrednich innych niż ubezpieczenia na życie oraz zmieniająca dyrektywę 73/239/EWG i 88/357/EWG (trzecia dyrektywa w sprawie ubezpieczeń innych niż ubezpieczenia na życie) (Dz.U. L 228 z 11.08.1992 r., s. 1). Dyrektywa zmieniona ostatnio dyrektywą 2005/68/WE (Dz.U. L 323 z 9.12.2005 r., s. 1).

30 Dyrektywa 2002/83/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 listopada 2002 r. dotycząca ubezpieczeń na życie (Dz.U. L 345 z 19.12.2002 r., s. 1). Dyrektywa ostatnio zmieniona dyrektywą 2005/68/WE (Dz.U. L 323 z 9.12.2005 r., s. 1).

31 Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145 z 30.04.2004 r., s. 1). Dyrektywa zmieniona ostatnio dyrektywą 2006/31/WE (Dz.U. L 114 z 27.04.2006 r., s. 60).

32 Dyrektywa 2005/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 listopada 2005 r., w sprawie reasekuracji oraz zmieniająca dyrektywę Rady 73/239/EWG, 92/49/EWG, a także dyrektywę 98/78/WE i 2002/83/WE (Dz.U. L 323 z 9.12.2005 r., s. 1).

33 Dyrektywa 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe (wersja przededagowana) (Dz.U. L 177 z 30.06.2006 r., s. 1).

34 COM(2006) 507 wersja ostateczna.

35 CON/2006/57 z 12 grudnia 2006 r. (Dz.U. C31, 13.2.2007, s.1).

36 Dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 375 z 31.12.1985 r., s. 3). Dyrektywa zmieniona ostatnio dyrektywą 2005/1/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (Dz.U. L 79 z 24.03.2005 r., s. 3).

wyjaśnienia niektórych definicji³⁷. Była to pierwsza opinia, którą EBC wydał w sprawie projektu środków wykonawczych przyjętych w drodze procedury komitologii (ang. *comitology procedure*). EBC przedstawił swoją opinię na temat przepisów kwalifikowania instrumentów rynku pieniężnego na potrzeby inwestycji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, sugerując w szczególności, aby regulowane instytucje finansowe oraz przedsiębiorstwa emitujące instrumenty rynku pieniężnego podlegały jednakowym wymogom sprawozdawczym i informacyjnym, aby zapewnić w ten sposób większą przejrzystość oraz harmonizację instrumentów rynku pieniężnego w Europie.

15 lutego 2007 r. EBC wydał opinię³⁸ w sprawie propozycji zmiany ośmiu dyrektyw z zakresu sektora finansowego w celu wprowadzenia nowej „procedury regulacyjnej połączonej z kontrolą” do procedur komitologii w odniesieniu do tych dyrektyw oraz uchylecia postanowień dotyczących limitu czasowego na udzielenie Komisji uprawnień wykonawczych. W swojej opinii, EBC podkreślił fakt, że akty wykonawcze z poziomu 2 procesu Lamfalussy’ego stanowią „proponowane akty wspólnotowe” w rozumieniu art. 105 ust. 4 Traktatu, w sprawie których należy zasięgać opinii EBC³⁹.

Władze krajowe w dalszym ciągu zasięgały opinii EBC w kwestiach dotyczących krajowych banków centralnych, w szczególności w sprawie nowelizacji statutów banków centralnych Belgii, Czech, Francji, Włoch, Cypru, Łotwy, Luksemburga, Węgier, Malty, Holandii, Polski i Słowenii⁴⁰ oraz w sprawie ustawodawstwa krajowego ułatwiającego wprowadzenie euro w przyszłości⁴¹. Łotwa zasięgnęła opinii EBC w sprawie projektu ustawy zmieniającej Konstytucję Łotwy, mającej na celu potwierdzenie statusu Latvijas Banka w Konstytucji. EBC z zadowoleniem przyjął projekt tej ustawy, podkreślił jednak, jak istotną rolę odgrywa dopilnowanie, aby proponowane poprawki nie pociągały za sobą żadnych zmian w statusie oraz funkcjach Latvijas Banka, lecz

jedynie potwierdziły jego pozycję w hierarchii różnych instytucji na szczeblu konstytucyjnym. Opinii EBC zasięgnęła również Finlandia w sprawie reformy ustawy o uprawnieniach nadzwyczajnych⁴². Podobnie jak w przypadku wcześniejszej opinii dotyczącej uprawnień nadzwyczajnych⁴³, EBC zalecił wprowadzenie zmian do projektu ustawy, aby uprawnienia należące do wyłącznych kompetencji ESBC nie mogły być wykonywane przez władze krajowe w przypadku niewystąpienia jednej z nadzwyczajnych sytuacji, o których mowa w art. 297 Traktatu.

W dziedzinie polityki pieniężnej opinii EBC zasięgnęła Estonia, Łotwa oraz Słowenia w sprawie systemu minimalnych rezerw obowiązkowych⁴⁴. W wydanych opiniach EBC zwrócił uwagę na korzyści płynące ze stopniowego osiągnięcia zgodności z systemem minimalnych rezerw obowiązkowych EBC. W tym kontekście, EBC zauważył, że po wprowadzeniu euro, łotewskie kasy oszczędnościowo-kredytowe podlegałyby wymogom EBC dotyczącym rezerw. Władze krajowe zasięgały opinii EBC również w kwestiach dotyczących wprowadzenia wspólnej listy zabezpieczeń, w szczególności w sprawie nowelizacji statusów Nationale Bank van België (Banque Nationale de Belgique)⁴⁵.

W zakresie nadzoru finansowego, EBC wydał pierwszą opracowaną z własnej inicjatywy opinię dotyczącą projektu ustawodawstwa krajowego w związku z faktem niezasięgnięcia

37 Dokument roboczy Komisji ESC/43/2006.

38 CON/2007/4.

39 CON/2007/4.

40 CON/2006/4, CON/2006/17, CON/2006/19, CON/2006/23, CON/2006/32, CON/2006/33, CON/2006/39, CON/2006/40, CON/2006/44, CON/2006/47, CON/2006/50, CON/2006/54, CON/2006/55, CON/2006/56 oraz CON/2006/58.

41 W szczególności opinii EBC zasięgnęły władze Słowenii, Estonii, Cypru oraz Malty w sprawie przepisów prawa krajowego ułatwiających przyszłe wprowadzenie w tych państwach członkowskich waluty euro (zob. CON/2006/4, CON/2006/10, CON/2006/17, CON 2006/28, CON/2006/29, CON 2006/33 oraz CON/2006/43).

42 CON/2006/6.

43 CON/2002/27.

44 CON/2006/3, CON/2006/11 oraz CON/2006/41.

45 CON/2006/40.

opinii EBC przez holenderskiego ministra finansów na temat drugiej części projektu ustawy wprowadzającej model nadzoru funkcjonalnego⁴⁶. EBC przedstawił również opinię w sprawie polskiego projektu ustawy ustanawiającej nowe ramy instytucjonalne dla nadzoru nad bankami, rynkami kapitałowymi, zakładami ubezpieczeń oraz funduszami emerytalnymi w Polsce⁴⁷. Zgodnie z wcześniejszymi opiniami na temat bankowości oraz reform nadzoru finansowego, w opinii tej EBC opowiedział się za udziałem banków centralnych w sprawowaniu nadzoru ostrożnościowego, pozytywnie ocenił istniejący model nadzoru oraz podkreślił konieczność uwzględnienia w nowych ramach prawnych nadzoru poziomu wiedzy z zakresu bankowości i finansów. W późniejszej opinii EBC zalecił, aby Narodowemu Banowi Polskiemu wyraźnie przydzielone zostało zadanie nadzorowania systemów rozrachunku papierów wartościowych oraz systemów rozliczeń, argumentując to tym, że tego rodzaju funkcja nadzorcza jest ściśle powiązana z zadaniem banków centralnych dotyczącym promowania trwałej infrastruktury rynku w celu zapewnienia efektywności polityki pieniężnej oraz ogólnej stabilności systemu finansowego⁴⁸.

6.3 ADMINISTROWANIE OPERACJAMI ZACIĄGANIA I UDZIELANIA POŻYCZEK PRZEZ WSPÓLNOTĘ EUROPEJSKĄ

Zgodnie z art. 123 ust. 2 Traktatu oraz art. 9 rozporządzenia Rady (WE) nr 332/2002 z 18 lutego 2002 r., EBC nadal odpowiada za administrowanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek przez Wspólnotę Europejską w ramach Mechanizmu Średnioterminowej Pomocy Finansowej. W 2006 r. EBC nie wykonał żadnych zadań administracyjnych. Na koniec 2005 r. nie odnotowano zaległych zobowiązań ani nieregulowanych należności, a w 2006 r. nie zainicjowano żadnych nowych operacji.

6.4 USŁUGI ZARZĄDZANIA REZERWAMI W EUROSISTEMIE

W 2006 r. w dalszym ciągu oferowany był kompleksowy zestaw usług w ramach ustanowionych w styczniu 2005 r. zasad zarządzania denominowanymi w euro rezerwami walutowymi klientów Eurosystemu. Pełen zestaw usług – dostępnych dla banków centralnych, władz monetarnych, instytucji rządowych zlokalizowanych poza strefą euro oraz organizacji międzynarodowych – oferowany jest przez poszczególne banki centralne Eurosystemu (usługodawców Eurosystemu), pełniące rolę specjalnych usługodawców, na jednolitych warunkach, zgodnie z ogólnie przyjętymi zasadami rynkowymi. EBC pełni rolę ogólnego koordynatora, zapewniając sprawne funkcjonowanie systemu. Liczba klientów utrzymujących relacje biznesowe z Eurosystemem w 2006 r. utrzymała się na stałym poziomie w porównaniu z 2005 r. Jeżeli chodzi o same usługi, wystąpił niewielki wzrost całkowitego salda gotówki i/lub papierów wartościowych klientów.

⁴⁶ CON/2006/20.

⁴⁷ CON/2006/15.

⁴⁸ Opinia EBC, CON/2006/53.



ROZDZIAŁ 3

WEJŚCIE SŁOWENII DO STREFY EURO

I SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA W SŁOWENII

W dniu 11 lipca 2006 r. Rada ECOFIN wydała decyzję zezwalającą Słowenii na przystąpienie do strefy euro oraz przyjęcie euro jako swojej waluty z dniem 1 stycznia 2007 r. Decyzja Rady została wydana w oparciu o raporty o konwergencji opublikowane przez EBC i Komisję Europejską w maju 2006 r., opinię Parlamentu Europejskiego oraz wnioski Komisji Europejskiej. Tego samego dnia Rada ECOFIN wydała rozporządzenie ustalające nieodwołalny kurs wymiany pomiędzy słoweńskim tolarzem a euro. Kurs wymiany został ustalony na poziomie 239,640 SIT w stosunku do euro, tj. kursu centralnego ustalonego w dniu 28 czerwca 2004 r., kiedy tolar przystąpił do ERM II. Tolar utrzymywał się na poziomie centralnego kursu wymiany w stosunku do euro podczas całego okresu uczestnictwa w ERM II i był sprzedawany według tego kursu w dniu ustalenia kursu wymiany.

W okresie ostatnich dziesięciu lat Słowenia dokonała niezwykłego postępu i osiągnęła niską stopę inflacji. Począwszy od wysokiego poziomu 8,3% w 1997 r., inflacja cen konsumpcyjnych zmniejszała się stopniowo, zatrzymując się w 1999 r. na poziomie 6,1%. Po chwilowej przerwie spowodowanej między innymi wprowadzeniem podatku od towarów i usług (VAT), gwałtownym wzrostem popytu krajowego, silnym wzrostem płac i dynamicznym wzrostem cen importowych, po roku 2000 r. inflacja ponownie zaczęła spadać osiągając 2,5% w 2005 r. W 2006 r. średnia inflacja HICP utrzymywała się na poziomie 2,5%, pomimo stosunkowo wysokiej zmienności wynikającej ze zmiany cen ropy. Ogólnie rzecz biorąc, składnik nieenergetycznych towarów przemysłowych przyczynił się do niedawnego obniżenia tempa inflacji, podczas gdy składnik towarów energetycznych i usług wykazał najsilniejsze tendencje wzrostowe.

Spadek inflacji powinien być oceniany na tle silnego wzrostu gospodarczego. W ciągu ostatniego dziesięciolecia wzrost realnego PKB wynosił średnio 4,0%, czyli powyżej średniej

dla strefy euro. Podczas gdy w latach 2001-2003 r. wzrost realnego PKB został nieco ograniczony, rok 2004 przyniósł jego ponowny wzrost. W 2006 r. stopa wzrostu realnego PKB wyniosła 5,2% w porównaniu z 4,0% w 2005 r. (zob. tabela 15). Taka sytuacja doprowadziła do znacznego postępu w dążeniu do osiągnięcia rzeczywistej konwergencji, przy wzroście PKB na jednego mieszkańca Słowenii (pod względem parytetu siły nabywczej) z poziomu 65% średniej wartości w strefie euro w 1997 r., co stanowiło najlepszy wynik wśród państw Europy Centralnej i Wschodniej, które przystąpiły do UE w maju 2004 r., do 78% w 2006 r. Jeśli chodzi o sytuację zagraniczną, Słowenia wykazała średnio deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym na poziomie 1,6% PKB w ciągu ostatnich 10 lat. W 2006 r. deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym wzrósł do 3,4% , z poziomu 2,4% w 2005 r.

Sytuacja na rynku pracy w ostatniej dekadzie pozostawała dość stabilna, a stopa bezrobocia wahała się na poziomie 6-7%. Wraz ze wzmocnieniem działalności gospodarczej w 2006 r. nastąpił również wzrost zatrudnienia, osiągając 0,6% (w stosunku do 0,3% w 2005 r.). Jednocześnie stopa bezrobocia obniżyła się do 6,0% (z 6,5% w 2005 r.). W wyniku przeprowadzonych w ostatnich latach korekt strukturalnych na rynku pracy zatrudnienie wzrosło w sektorze usług, a spadło w przetwórstwie przemysłowym. Na rynku pracy występują znaczne dysproporcje pomiędzy popytem na wysoko wykwalifikowanych pracowników, a podażą siły roboczej o niskich kwalifikacjach.

Proces konwergencji uzyskał wsparcie ze strony polityki fiskalnej. Od 2000 r. (pierwszego roku, dla którego dostępne są porównywalne dane dotyczące deficytu budżetowego) do 2005 r., stosunek deficytu do PKB zmniejszył się z 3,8% do 1,4%. W 2006 r. wskaźnik deficytu budżetowego w wysokości 1,6% był zasadniczo zgodny z deficytem ogłoszonym w 2005 r. w uaktualnionym programie konwergencji, pomimo wyższego niż oczekiwany wzrostu i korzystniejszego wyniku deficytu w 2005 r.

Szacuje się, że dług publiczny wzrósł lekko do 28,5% w 2006 r. z 28,0% w 2005 r. Zgodnie z uaktualnionym programem stabilności całkowity wskaźnik wydatków nadal spadał w 2006 r., obniżając się o ponad 0,5% PKB Wydatki na emerytury, które kształtowały się na poziomie 10,9% PKB w 2005 r. są dość wysokie w porównaniu z innymi krajami UE i oczekuje się ich wyraźnego wzrostu do 2050 r. z długoterminowym oddziaływaniem na budżet, które według prognoz osiągnie jedną z najwyższych wartości w UE.

Ponadto konwergencji sprzyjała również polityka pieniężna. W 2001 r. Słowenia przyjęła nowe ramy polityki pieniężnej, a główny cel stabilności cen został określony w nowej ustawie o Banka Slovenije. Poprzedni średniookresowy cel wzrostu podaży pieniądza został zastąpiony dwufilarowymi ramami polityki pieniężnej, obejmującymi zarówno rzeczywiste jak i monetarne zmiany gospodarcze. Jednocześnie polityka pieniężna

została uzupełniona o politykę kursową przy uwzględnieniu niezabezpieczonego parytetu stóp procentowych, co przełożyło się na stopniowy spadek wartości tolara wobec euro, pozwalając tym samym Banka Slovenije utrzymać odpowiednio wysokie stopy procentowe sprzyjające dezinflacji. Po 28 czerwca 2004 r., gdy Słowenia przystąpiła do ERM II, polityka pieniężna została ukierunkowana na utrzymanie stabilności kursu wymiany wobec euro.

W 2006 r. polityka pieniężna Banka Slovenije nadal była ukierunkowana na osiągnięcie stabilności cen w ramach ERM II przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnego kursu wymiany wobec euro. Jednocześnie Banka Slovenije stopniowo obniżał stopy procentowe w celu zapewnienia łagodnego przejścia na euro. W styczniu 2006 r. oprocentowanie 60-dniowych obligacji tolarowych wyniosło 4,0%. Do lipca, po tym jak Rada ECOFIN potwierdziła, że Słowenia spełniła wszelkie

Tabela 15 Słowenia: główne wskaźniki ekonomiczne

(roczne zmiany procentowe, chyba że zaznaczono inaczej)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Realny wzrost PKB	4,8	3,9	5,4	4,1	2,7	3,5	2,7	4,4	4,0	5,2
<i>Wkład w realny wzrost PKB:</i>										
Popyt wewnętrzny łącznie z zapasami	5,0	5,2	9,0	1,4	0,8	2,4	4,9	5,3	1,9	5,5
Eksport netto	-0,2	-1,3	-3,6	2,7	1,8	1,1	-2,2	-0,9	2,1	-0,3
Inflacja HICP	8,3	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5
Wynagrodzenie na jednego pracownika	12,6	8,9	7,7	12,4	11,6	8,5	6,6	7,6	5,4	..
Nominalne jednostkowe koszty pracy w całej gospodarce	5,3	4,6	3,6	8,9	9,2	6,5	3,5	3,6	1,6	..
Deflator importu (towarów i usług)	5,0	1,9	1,9	13,9	6,3	2,5	2,0	4,1	5,0	4,7
Saldo na rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowym (jako % PKB)	0,3	-0,6	-3,3	-2,7	0,2	0,4	-1,4	-3,1	-2,4	-3,4
Zatrudnienie ogółem	-1,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	1,5	-0,4	0,5	0,3	0,6
Stopa bezrobocia jako % zasobu siły roboczej ¹⁾	6,9	7,4	7,3	6,7	6,2	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0
Nadwyżka (+)/deficyt (-) instytucji rządowych i samorządowych (jako % PKB)	..	..	-3,1	-3,8	-4,1	-2,5	-2,8	-2,3	-1,4	-1,6
Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych (jako % PKB)	21,4	22,1	24,6	27,6	27,6	29,1	28,5	28,7	28,0	28,5
Trzymiesięczna stopa procentowa, % rocznie ²⁾	8,0	6,8	4,7	4,0	3,6
Długoterminowa stopa zwrotu 10-letnich obligacji rządowych, % rocznie ²⁾	8,7	6,4	4,7	3,8	3,9
Kurs w stosunku do euro ^{2),3)}	181,0	185,9	194,4	206,6	218,0	226,0	233,8	239,1	239,6	239,6

Źródła: EBC i Eurostat.

Uwaga: Dług rządowy sprzed 1999 r. nie jest porównywalny z długiem po 1999 r. z powodu zmian w wykorzystywanej metodologii i źródłach. Podobnie, deficyt rządowy sprzed 2000 r. nie jest porównywalny z deficytem po 2000 r. z powodu zmian w metodologii i źródłach.

1) Skorygowane sezonowo.

2) Roczna średnia wartość poszczególnych okresów.

3) Do końca 1998 r., wartości dotyczą tolara słoweńskiego wobec ECU.

niezbędne warunki do przyjęcia wspólnej waluty, Banka Słowenii obniżył oprocentowanie 60-dniowych obligacji tolarowych do 3,25%. W sierpniu Banka Słowenii zwiększył stopy procentowe o 25 punktów bazowych, co odzwierciedlało podwyżki głównych stóp procentowych EBC w tym miesiącu. Oprocentowanie 60-dniowych obligacji tolarowych do końca roku nie zmieniło się. Po podwyższeniu przez EBC stóp procentowych w październiku i grudniu, oprocentowanie 60-dniowych obligacji tolarowych zostało dostosowane przed końcem roku do minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu.

W 2006 r. słoweńskie trzymiesięczne stopy procentowe rynku pieniężnego zmieniały się zgodnie ze zmianami oficjalnych stóp procentowych banku centralnego. Stopniowe ujednolicenie krótkoterminowych stóp procentowych w Słowenii do poziomu obserwowanego w strefie euro zasadniczo zakończyło się w październiku. Natomiast długoterminowe stopy procentowe kształtowały się na poziomie stóp w strefie euro od połowy 2004 r. Taka sytuacja świadczyła o zaufaniu rynku do ogólnego kierunku procesów gospodarczych i fiskalnych w Słowenii a także o wiarygodności słoweńskiej polityki pieniężnej i kursowej.

Po przyjęciu euro głównym wyzwaniem dla Słowenii pozostaje realizacja odpowiednich polityk krajowych w celu utrzymania silnego wzrostu gospodarczego i zapewnienia wysokiego stopnia trwałej konwergencji. Ze względu na fakt, że Słowenia nie może już realizować niezależnej polityki pieniężnej i kursowej dla osiągnięcia celów gospodarczych, odpowiednia realizacja polityki strukturalnej i fiskalnej jeszcze bardziej zyskała na znaczeniu. W tym kontekście konieczne jest rozwiązanie istniejącego jeszcze problemu sztywnej struktury rynku pracy oraz zwiększenie elastyczności rynku produktów. Dla zapewnienia konkurencyjności gospodarki wskazane jest, aby wzrost płac był wolniejszy niż wzrost wydajności pracy i aby nastąpiła rezygnacja z pozostałej indeksacji płac i niektórych świadczeń socjalnych. Dążenie do konsolidacji fiskalnej będzie odgrywać główną rolę w zapobieganiu ewentualnej presji inflacyjnej wywołanej nadmiernym popytem w nadchodzących latach. Ponadto, wobec postępującego rozwoju rynków finansowych w Słowenii, co wiąże się z szybkim wzrostem kredytów, należy, między innymi, zapewnić skuteczny nadzór finansowy.

Ramka 8

STATYSTYCZNE KONSEKWENCJE ROZSZERZENIA STREFY EURO O SŁOWENIĘ

Rozszerzenie strefy euro o Słowenię z dniem 1 stycznia 2007 r. jest kolejnym przypadkiem, kiedy konieczna jest zmiana szeregów statystycznych strefy euro w związku z włączeniem dodatkowego państwa członkowskiego. Przygotowanie statystyk rozszerzonej strefy euro odbyło się we współpracy z Komisją Europejską.

Wejście Słowenii oznacza, że obywatele słoweńscy stali się rezydentami strefy euro. Fakt ten wpływa na statystyki strefy euro, które nie są zwykłą sumą danych krajowych takich jak statystyki pieniężne, bilansu płatniczego i międzynarodowych pozycji inwestycyjnych, a także rachunki finansowe, ponieważ transakcje realizowane pomiędzy obywatelami Słowenii a pozostałymi rezydentami strefy euro muszą zostać ujednolicone.

Od stycznia 2007 r. Słowenia została zobowiązana do spełnienia wszystkich wymogów statystycznych EBC, tj. do dostarczenia w pełni zharmonizowanych i porównywalnych danych krajowych¹. W związku z tym, że przygotowanie nowych statystyk jest czasochłonne, Banka Słowenije i EBC rozpoczęły przygotowania na długo zanim Słowenia weszła do UE. Banka Słowenije zintensyfikował przygotowania w celu spełnienia wymogów EBC po dołączeniu do ESBC, dzięki czemu w chwili przystępowania do strefy euro był w stanie sprostać zobowiązaniom statystycznym w zakresie statystyk pieniężnych, bankowych, bilansu płatniczego i innych statystyk finansowych. Ponadto, Banka Słowenije musiał przeprowadzić niezbędne przygotowania w ramach integracji słoweńskich instytucji kredytowych z systemem rezerw obowiązkowych EBC oraz spełnić odpowiednie wymogi statystyczne.

Dla podmiotów dostarczających dane i krajowych banków centralnych dotychczasowych państw członkowskich strefy euro rozszerzenie strefy euro oznaczało od stycznia 2007 r. konieczność zgłaszania transakcji (lub przepływów pieniężnych) i pozycji związanych z rezydentami Słowenii jako części danych strefy euro, a nie transakcji i pozycji rezydentów spoza strefy euro.

Ponadto Słowenia i inne kraje strefy euro muszą dostarczać dane zwrotne zawierające szczegółowe informacje geograficzne i sektorowe sięgające wstecz co najmniej do 2004 r., kiedy to Słowenia przystąpiła do UE.

Jeśli chodzi o publikację statystyk strefy euro, EBC zapewnia użytkownikom posiadającym dostęp online dwa rodzaje zestawów danych okresowych, z których jeden zawiera dane dotyczące obecnej strefy euro (tj. z uwzględnieniem Słowenii) sięgające jak najdalej wstecz, a drugi obejmuje dane dotyczące poszczególnych składów strefy euro począwszy od 11 krajów w 1999 r.

¹ Wymogi statystyczne EBC zostały zestawione w dokumencie „Statystyka EBC: przegląd” (ang. „*ECB statistics: an overview*”), kwiecień 2006 r.

2 PRAWNE ASPEKTY INTEGRACJI BANKA SLOVENIJE Z EUROSYSTEMEM

Zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu, EBC dokonał przeglądu statutu Banka Slovenije i innych istotnych przepisów słoweńskich pod względem zgodności z art. 109 Traktatu. EBC pozytywnie ocenił zgodność słoweńskiego ustawodawstwa z Traktatem i ze Statutem ESBC w swoim sprawozdaniu o konwergencji dotyczącym Slovenii i Litwy opublikowanym w maju 2006 r.

EBC i Banka Slovenije wdrożyły szereg instrumentów prawnych mających na celu zapewnienie pełnej integracji Banka Slovenije z Eurosystemem w dniu 1 stycznia 2007 r. Ramy prawne Eurosystemu zostały dostosowane w wyniku decyzji z dnia 11 lipca 2006 r. podjętej przez Radę ECOFIN, której celem było uchylenie derogacji Slovenii¹. Wprowadzenie euro w Slovenii i integracja Banka Slovenije z Eurosystemem wymagały również wprowadzenia zmian do niektórych słoweńskich instrumentów prawnych. Dnia 30 marca 2006 r. statut Banka Slovenije został dostosowany zgodnie z zaleceniami Raportu o Konwergencji Europejskiego Banku Centralnego z 2004 r. Dnia 13 marca 2006 r. Słowenia skonsultowała z EBC projekt zmian do statutu Banka Slovenije. EBC wydał opinię zawierającą propozycję dalszych zmian, które znalazły odzwierciedlenie w ostatecznej wersji statutu Banka Slovenije². W ciągu 2006 r. Słowenia konsultowała z EBC również zmiany innych przepisów dotyczących takich dziedzin jak bankowość³, wymogi dotyczące rezerwy obowiązkowej⁴ i zabezpieczenia finansowe⁵.

Decyzja Rady ECOFIN z dnia 11 lipca 2006 r. wymusiła wprowadzenie zmian w rozporządzeniu Rady (WE) nr 974/98 w celu umożliwienia wprowadzenia euro jako waluty Slovenii⁶ oraz przyczyniła się do przyjęcia rozporządzenia Rady WE nr 1086/2006 zmieniającego rozporządzenie WE nr 2866/98, ustanawiającego nieodwołalny stały kurs wymiany słoweńskiego tolara do euro⁷. Rada skonsultowała z EBC propozycje w sprawie obu tych rozporządzeń a EBC wydał na ich temat opinię⁸.

Aby ułatwić wprowadzenie euro jako waluty Slovenii, EBC przyjął dwa dokumenty zawierające wytyczne. Wytyczne EBC/2006/10 zagwarantowały możliwość wymiany banknotów tolarowych na banknoty i monety euro we wszystkich krajach strefy euro⁹. Wytyczne EBC/2006/9 umożliwiły dostarczenie banknotów i monet euro przed wymianą waluty¹⁰. Ponadto z EBC konsultowano również przygotowania związane z przyjęciem krajowego ustawodawstwa w sprawie wymiany waluty na euro¹¹.

Jeśli chodzi o prawne aspekty integracji Banka Slovenije z Eurosystemem, EBC przyjął niezbędne instrumenty prawne w celu określenia warunków wpłaty pozostałej części kapitału i przekazania rezerw walutowych przez Banka Slovenije do EBC. Zgodnie z art. 27 ust. 1 Statutu ESBC, Rada Prezesów wydała zalecenie w sprawie w sprawie zewnętrznych audytorów Banka Slovenije opracowujących roczne sprawozdania począwszy od roku budżetowego 2007 r.¹² EBC dokonał ponadto przeglądu swoich ram prawnych i wprowadził w stosownych przypadkach zmiany związane

1 Decyzja Rady 2006/495/WE z dnia 11 lipca 2006 r. zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu w sprawie przyjęcia wspólnej waluty przez Słowenię z dniem 1 stycznia 2007 r., Dz.U. L 195 z 15.07.2006, s. 25.

2 CON/2006/17.

3 CON/2006/48.

4 CON/2006/41.

5 CON/2006/24.

6 Rozporządzenie Rady (WE) nr 1647/2006 z dnia 7 listopada 2006 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 974/98 w sprawie wprowadzenia euro, Dz.U. L 309 z 9.11.2006 r., s. 2.

7 Rozporządzenie Rady (WE) nr 1086/2006 z dnia 11 lipca 2006 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 2866/98 w sprawie kursów wymiany między euro a walutami państw członkowskich przyjmujących euro, Dz.U. L 195 z 15.07.2006 r., s. 1.

8 CON/2006/36, Dz.U. C 163 z 14.07.2006 r., s. 10.

9 Wytyczne EBC/2006/10 z dnia 24 lipca 2006 r. w sprawie wymiany banknotów następującej po nieodwołalnym ustaleniu kursu walutowego w związku z wprowadzeniem waluty euro, Dz.U. L 215 z 5.08.2006 r., s. 44.

10 Wytyczne EBC/2006/9 z dnia 14 lipca 2006 r. w sprawie niektórych przygotowań do wymiany pieniądza gotówkowego związanych z wprowadzeniem waluty euro oraz w sprawie zaopatrzenia wstępного i zaopatrzenia wtórnego w banknoty i monety euro podmiotów poza strefą euro, Dz.U. L 207 z 28.07.2006 r., s. 39.

11 CON/2006/29.

12 Zalecenie EBC/2006/14 z dnia 9 października 2006 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Banka Slovenije, Dz.U. C 257 z 25.10.2006 r., s. 19.



z członkostwem Banka Slovenije w Eurosystemie począwszy od dnia 1 stycznia 2007 r. Dotyczyły one systemu podziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych strefy euro¹³. Ponadto, EBC dokonał przeglądu słoweńskich przepisów prawnych wdrażających ramy prawne Eurosystemu dotyczące polityki pieniężnej i systemu TARGET. Umożliwiło to słoweńskim kontrahentom uczestnictwo w głównych operacjach refinansujących Eurosystemu począwszy od dnia 3 stycznia 2007 r. EBC przyjął rozporządzenie dotyczące przepisów przejściowych w zakresie stosowania rezerw obowiązkowych przez Europejski Bank Centralny po wprowadzeniu waluty euro w Słowenii¹⁴. Porozumienie z Banka Slovenije w sprawie ERM II zostało rozwiązane¹⁵.

13 Decyzja EBC/2006/7 z dnia 19 maja 2006 r. zmieniająca decyzję EBC/2001/16 w sprawie rozdziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych uczestniczących państw członkowskich począwszy od roku obrachunkowego 2002, Dz.U. L 148 z 2.06.2006 r., s. 56.

14 Rozporządzenie EBC/2006/15 z dnia 2 listopada 2006 r. dotyczące przepisów przejściowych w zakresie stosowania rezerw obowiązkowych przez Europejski Bank Centralny po wprowadzeniu waluty euro w Słowenii, Dz.U. L 306 z 7.11.2006 r., s. 15.

15 Porozumienie z dnia 21 grudnia 2006 r. pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a krajowymi bankami centralnymi państw członkowskich spoza strefy euro zmieniające porozumienie z dnia 16 marca 2006 r. pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a krajowymi bankami centralnymi państw członkowskich spoza strefy euro określające procedury operacyjne mechanizmu kursów walutowych w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej, Dz.U. C 14 z 20.01.2007 r., s. 6

3 OPERACYJNE ASPEKTY INTEGRACJI BANKA SLOVENIJE Z EUROSYSTEMEM

Po przyjęciu przez Radę ECOFIN decyzji z dnia 11 lipca 2006 r. w sprawie przyjęcia przez Słowenię euro z dniem 1 stycznia 2007 r., EBC poczynił przygotowania techniczne mające na celu pełną integrację Banka Slovenije z Eurosystemem. Zgodnie z postanowieniami Traktatu, Banka Slovenije przystąpił do Eurosystemu z dokładnie takimi samymi prawami i obowiązkami jak krajowe banki centralne państw członkowskich UE, które już wcześniej przyjęły euro.

Przygotowania techniczne mające na celu pełną integrację Banka Slovenije z Eurosystemem zostały przeprowadzone w ścisłej współpracy z Banka Slovenije, która tam, gdzie było to konieczne, przybrała charakter wielostronnej współpracy z 12 krajowymi bankami centralnymi strefy euro. Obejmowały one szeroki zakres dziedzin, zwłaszcza sprawozdawczość finansową i rachunkowość, operacje polityki pieniężnej, zarządzanie rezerwami walutowymi i operacje walutowe, systemy płatnicze, statystyki i produkcję banknotów. W tym obszarze działań przygotowania obejmowały kompleksową analizę instrumentów i procedur wykorzystywanych we wdrażaniu polityki pieniężnej i w operacjach walutowych.

3.1 OPERACJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Przyjęcie euro przez Słowenię dnia 1 stycznia 2007 r. oznaczało objęcie z tym dniem słoweńskich instytucji kredytowych wymogami Eurosystemu w zakresie rezerw. Jednakże, w związku z tym, że dzień 1 stycznia 2007 r. przypadał niemalże w środku standardowego okresu utrzymywania rezerwy Eurosystemu trwającego od dnia 13 grudnia 2006 r. do dnia 16 stycznia 2007 r., zachodziła konieczność wprowadzenia przepisów przejściowych w sprawie minimalnych rezerw obowiązkowych w Słowenii w tym okresie. Przepisy przejściowe były również niezbędne w celu obliczenia podstawy rezerwy słoweńskich kontrahentów. Wykaz 27 słoweńskich instytucji kredytowych objętych wymogami Eurosystemu w zakresie

rezerw został po raz pierwszy udostępniony w serwisie internetowym EBC dnia 29 grudnia 2006 r.

Przystąpienie Słowenii do strefy euro zwiększyło wymogi dotyczące wysokości łącznej rezerwy obowiązkowej dla instytucji kredytowych w strefie euro o 0,3 mld euro. Czynniki autonomiczne determinujące płynność w bilansie Banka Slovenije spowodowały przeciętnie osiągnięcie łącznej rezerwy płynności na poziomie 3,5 mld euro w okresie od 1 do 16 stycznia 2007 r. W celu uzyskania pełnego obrazu wpływu takiej sytuacji na przystąpienie Słowenii do strefy euro, należało wziąć pod uwagę fakt, że niektóre operacje polityki pieniężnej zrealizowane przez Banka Slovenije w 2006 r. nie osiągnęły terminu zapadalności przed 2007 r. Wśród takich operacji należy wymienić depozyty terminowe kontrahentów i certyfikaty dłużne emitowane przez Banka Slovenije. Średnia wartość tych instrumentów wyniosła 2,3 mld euro w okresie od 1 do 16 stycznia 2007 r. Dlatego też średnia nadwyżka płynności netto będąca wkładem Słowenii do strefy euro w tym okresie wyniosła 0,9 mld euro.

EBC uwzględnił wpływ, jaki ta sytuacja wywarła na warunki płynności w strefie euro poprzez dostosowanie kwot przydziału w zakresie głównych operacji refinansujących już na początku 2007 r.

Dnia 1 stycznia 2007 r. Banka Slovenije przyjął również jednolity system zabezpieczeń Eurosystemu i zgłosił słoweńskie aktywa kwalifikowane w wysokości 6,3 mld euro. Aktywa te zostały dodane do listy aktywów kwalifikowanych udostępnionej w serwisie internetowym EBC w dniu 29 grudnia 2006 r. a od 1 stycznia 2007 r. spełniają one kryteria kwalifikacyjne jako zabezpieczenia operacji kredytowych Eurosystemu.

3.2 WKŁAD KAPITAŁU, PRZEKAZANIE REZERW I AKTYWÓW REZERW WALUTOWYCH NA RZECZ EBC

Przystępując do ESBC w dniu 1 maja 2004 r. Banka Slovenije wpłacił 7% swojego udziału w kapitale subskrybowanym EBC jako wkład w koszty operacyjne EBC. Zgodnie z art. 49 Statutu ESBC, Banka Slovenije wpłacił pozostałą część swojej subskrypcji w dniu 1 stycznia 2007 r. Całkowity subskrybowany udział Banka Slovenije wynosi 18,4 mln euro, co stanowi 0,3194% subskrybowanego kapitału EBC wynoszącego 5,761 mld euro na dzień 1 stycznia 2007 r.

Na początku 2007 r., zgodnie z art. 30 i 49 ust. 1 Statutu ESBC, Banka Slovenije przekazał aktywa rezerwy walutowej (191,6 mln euro) na rzecz EBC proporcjonalnie do aktywów rezerwy walutowej przekazanych do EBC przez inne krajowe banki centralne strefy euro, według jego udziału w subskrybowanym kapitale EBC. 15% łącznego wkładu dokonano w złocie, a 85% w dolarach amerykańskich. Banka Slovenije i Banque centrale du Luxembourg zarządzają portfelem aktywów w dolarach jako podmioty działające w imieniu EBC, tworząc w ten sposób pierwszy wspólny portfel rezerw walutowych EBC. W związku z przekazaniem do EBC aktywów rezerw walutowych, Banka Slovenije uzyskał wyrażoną w euro wierzycielność EBC.

4 WYMIANA WALUTY W SŁOWNII

Dnia 1 stycznia 2007 r. banknoty i monety euro zostały wprowadzone do obiegu w Słowenii. Po dwutygodniowym okresie podwójnego obiegu, zastąpiły one całkowicie banknoty i monety denominowane w tolarach słoweńskich.

W ramach przygotowań do tego wydarzenia, w dniu 14 lipca 2006 r. Rada Prezesów przyjęła wytyczne w sprawie niektórych przygotowań do wymiany pieniądza gotówkowego związanych z wprowadzeniem waluty euro oraz w sprawie zaopatrzenia wstępne i zaopatrzenia wtórne w banknoty i monety euro podmiotów poza strefą euro¹⁶. Wytyczne te, które w dużej mierze odzwierciedlają ramy prawne przyjęte w związku z wymianą waluty w 2002 r., stanowiły podstawę ram prawnych Banka Slovenije dla wymiany waluty krajowej.

Banka Slovenije ustanowił ramy prawne dla stron zaangażowanych w zaopatrzenie wstępne i wtórne w banknoty i monety euro w Słowenii. Wdrożono również procedury i metody wymiany banknotów i monet tolarowych na banknoty i monety euro oraz określono warunki transportu, przechowywania, bezpieczeństwa, a także zapewnienia nadzoru statystycznego i nadzoru zabezpieczeń.

W ramach przygotowań do wymiany waluty, a także w celu pokrycia szacowanej krajowej podaży na cały rok 2007, Eurosystem dostarczył Banka Slovenije ze swoich zapasów łącznie 94,5 mln banknotów euro o wartości nominalnej wynoszącej 2.175 mln euro. Ze względów geograficznych i logistycznych banknoty zostały fizycznie dostarczone przez Oesterreichische Nationalbank w imieniu Eurosystemu. Przetarg publiczny na produkcję słoweńskich monet euro wygrała Mennica Finlandii. Wybito łącznie 296,3 mln monet euro o wartości nominalnej 104 mln euro.

Banka Slovenije rozpoczął zaopatrzenie wstępne instytucji kredytowych w monety euro w dniu 25 września 2006 r. a w banknoty euro – w dniu 29 listopada 2006 r. Zaopatrzenie wtórne profesjonalnych osób trzecich (takich jak sprzedawcy detaliczni, podmioty

obsługujące automaty do sprzedaży uruchamiane za pomocą gotówki) przez instytucje kredytowe odbyło się w grudniu. Równolegle przygotowano 150 000 zestawów startowych dla sprzedawców detalicznych, zawierających monety euro o łącznej wartości 201 euro i 450 000 zestawów startowych dla gospodarstw domowych, zawierających monety euro o łącznej wartości 12,52 euro w celu zapewnienia powszechnej dystrybucji monet przed wprowadzeniem euro do obiegu. Do końca 2006 r. Banka Slovenije dostarczył bankom 100% banknotów i monet euro niezbędnych do wymiany waluty, umożliwiając przeprowadzenie sprawnej i szybkiej wymiany.

Kolejnym czynnikiem wpływającym na skuteczność całego procesu było szybkie przestawienie na euro bankomatów i terminali kasowych: wszystkie ogólnie dostępne bankomaty i terminale kasowe zostały przestawione na euro w pierwszym dniu wymiany waluty. Przystawienie automatów do sprzedaży zakończono w ciągu 15 dni.

Art. 52 Statutu ESBC wymaga, aby Rada Prezesów podjęła niezbędne działania, aby zapewnić, że banknoty w walutach, których kurs wymiany z euro został nieodwołalnie ustalony, były wymieniane przez krajowe banki centralne strefy euro według ustalonego parytetu. Zgodnie z tym wymogiem i z przyjętymi w dniu 24 lipca 2006 r. wytycznymi EBC w sprawie wymiany banknotów następującej po nieodwołalnym ustaleniu kursu walutowego w związku z wprowadzeniem waluty euro¹⁷, krajowe banki centralne strefy euro zapewniły, że w ciągu pierwszych dwóch miesięcy 2007 r. banknoty tolarowe można było wymienić na euro do wartości 1.000 euro na jednego klienta/na jedną transakcję dziennie według ustalonego parytetu co najmniej w jednym punkcie w każdym kraju. Banka Slovenije będzie wymieniać banknoty tolarowe przez czas nieograniczony, a monety tolarowe przez okres 10 lat.

¹⁶ Dz.U. L 207 z 28.07.2006 r., s. 39.

¹⁷ Dz.U. L 215 z 5.08.2006 r., s. 44.

KAMPANIA INFORMACYJNA NA TEMAT WPROWADZENIA EURO

W 2006 r. EBC we współpracy z Banka Slovenije zorganizował kampanię informacyjną w ramach przygotowań do wprowadzenia euro w Słowenii w dniu 1 stycznia 2007 r. Celem tej kampanii było zapoznanie podmiotów zajmujących się obsługą znaków pieniężnych i ogółu społeczeństwa z wyglądem i zabezpieczeniami banknotów i monet euro, a także z procedurami związanymi z wymianą waluty. W ramach tej kampanii do słoweńskich gospodarstw domowych rozesłano ponad 700 000 ulotek informacyjnych wyprodukowanych przez EBC dotyczących banknotów i monet euro, wraz z kalkulatorem opracowanym przez Banka Slovenije. Rozmieszczono plakaty i rozdawano ulotki wielkości karty kredytowej przedstawiające zabezpieczenia banknotów euro, a osobom, które zawodowo zajmują się obsługą gotówki przekazano odpowiednie informatory. Ponadto, środowiska biznesowe Słowenii otrzymały z pierwszej ręki informacje dotyczące wyglądu i zabezpieczeń banknotów i monet euro, które mogły wykorzystać we własnych materiałach informacyjnych. W siedzibie EBC odbyło się dwudniowe seminarium dla przedstawicieli słoweńskich środków masowego przekazu, podczas którego mogli oni uzyskać wyczerpujące informacje dotyczące organizacji, obowiązków i działań EBC/Eurosystemu. Następnie, Banka Slovenije we współpracy z EBC zorganizował Konferencję na temat wprowadzenia euro w Słowenii w 2007r. (ang. "€ Conference Slovenia 2007"), której celem było stworzenie forum wymiany doświadczeń i wspieranie dialogu na temat wpływu wprowadzenia euro i wymiany waluty na gospodarkę. W konferencji, która odbyła się dnia 15 stycznia 2007 r., wzięli udział przedstawiciele środowisk biznesowych, władz państwowych i mediów.



ROZDZIAŁ 4

STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA

I STABILNOŚĆ FINANSOWA

Eurosystem przyczynia się do sprawnej realizacji polityki prowadzonej przez właściwe władze krajowe w zakresie nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi oraz stabilności systemu finansowego. Oferuje również tym władzom i Komisji Europejskiej usługi doradcze 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 wstrząsów¹. Uwaga skupiona jest na bankach, ponieważ są one nadal głównymi pośrednikami w procesie transferu środków, a przez to również głównym potencjalnym kanałem rozprzestrzeniania się ryzyka w systemie finansowym. Jednocześnie, rosnące znaczenie innych instytucji finansowych i rynków oraz ich powiązań z bankami sprawia, że konieczne jest, aby ESBC monitorował słabe punkty tych elementów składowych systemu finansowego.

ZMIANY KONIUNKTURALNE

W 2006 r. sytuacja finansowa instytucji finansowych strefy euro uległa dalszej poprawie, utrwalając proces zmian, który można obserwować od 2003 r. Instytucje finansowe odniosły korzyści ze sprzyjających warunków makroekonomicznych i finansowych, pomimo początkowego ograniczenia globalnej płynności, oraz, w przypadku zakładów ubezpieczeń, z braku poważnych katastrof naturalnych. Podatność instytucji finansowych strefy euro na niekorzystne zmiany uległa znacznemu zmniejszeniu dzięki utrzymaniu dodatnich wyników, a perspektywy na przyszłość są nadal optymistyczne. Pewien stopień ryzyka jest jednak nadal obecny. Pomimo pewnych zmian międzynarodowych wzorców wzrostu oraz ostatnich obniżek cen ropy naftowej, duża nierównowaga finansowa na świecie w dalszym ciągu stanowi źródło średnioterminowego

ryzyka. Ponadto, mogło ulec zwiększeniu prawdopodobieństwo wystąpienia niekorzystnej zmiany cyklu kredytowego, podobnie jak możliwość gwałtownej korekty „lewarowanych” pozycji spekulacyjnych. Jednocześnie zwiększyło się narażenie na ryzyko kredytowe banków strefy euro w wyniku ekspansji kredytów bankowych, pomimo wykorzystywania przez banki instrumentów transferu ryzyka kredytowego do eliminacji ryzyka. Niektórych banków dotyczyło również w większym stopniu krótkoterminowe finansowanie lewarowane, zwłaszcza w odniesieniu do transakcji typu private equity, w przypadku których konkurencja w zakresie coraz większych transakcji mogła mieć wpływ na standardy kredytowe banków. Ponadto, ciągle niski stopień zmienności rynków finansowych mógł również zachęcić banki do rozszerzenia swoich pozycji w poszczególnych klasach aktywów, zwiększając tym samym narażenie na ryzyko rynkowe. W tym kontekście, coraz większe wykorzystywanie przez banki nowych i złożonych instrumentów finansowych na rynku hurtowym zwiększyło ryzyko nowych kontrahentów związane z kwestiami prawnymi oraz dotyczącymi reputacji.

W 2006 r. rentowność dużych banków strefy euro uległa dalszemu wzmocnieniu. Pomimo iż nierównomierne przejście na Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) w strefie euro utrudnia dokonanie bieżącej oceny, w dużym stopniu zachowana została porównywalność głównych wskaźników wydajności, a dane na temat rentowności wskazują na wystąpienie znaczącej poprawy. Wysoka rentowność wynika przede wszystkim z silnego przyrostu kredytów, zarówno tych udzielanych gospodarstwom domowym, jak i kredytów dla sektora przedsiębiorstw, chociaż

¹ Od końca 2004 r. EBC publikuje dwa razy do roku raport o stabilności systemu finansowego strefy euro pt. Financial Stability Review. W 2006 r. wydał również piątą edycję raportów w sprawie „Stabilności sektora bankowego UE” (oraz „Struktur bankowych UE”). Publikacje te prezentują główne wnioski oparte na regularnym monitorowaniu stabilności sektora bankowego przez Komitet Nadzoru Bankowego. Są one dostępne w serwisie internetowym EBC.

wzrost przychodów netto z tytułu odsetek powstrzymywany był przez ciągle ograniczane marże odsetkowe oraz płaską krzywą dochodowości. Na wzrost przychodów wpłynęły również dochody z tytułu opłat i prowizji oraz dochód handlowy. Ponadto, zyski wspomagane były przez środki mające na celu ograniczenie kosztów oraz odpisy aktualizacyjne z tytułu utraty wartości, które uzyskały nowy, rekordowo niski poziom dzięki poprawie zarządzania ryzykiem przez banki oraz dzięki bardzo sprzyjającym warunkom kredytowym. Oczekuje się, że chociaż pewna liczba banków spodziewa się pogorszenia cyklu kredytowego w perspektywie krótkoterminowej, pozycja większości dużych banków strefy euro umożliwia absorpcję wiążącego się z tym stopniowego wzrostu odpisów aktualizacyjnych z tytułu utraty wartości, szczególnie dlatego, że podstawa tych odpisów pozostaje bardzo niska.

Współczynnik wypłacalności banków strefy euro odnotował w 2006 r. nieznaczny spadek, czego powodem był silny wzrost aktywów ważonych ryzykiem; współczynniki wypłacalności tych banków utrzymały się jednak na wysokim poziomie znacznie przekraczającym poziom ustanowiony przez wymogi regulacyjne. Było to wynikiem stałego wzrostu przychodów, jaki miał miejsce w ciągu ostatnich trzech lat, który wspomagał znaczący wzrost kapitału wewnętrznego oraz zatrzymywanie zysków.

Według ostatniej oceny europejskich organów nadzoru ubezpieczeniowego, w 2006 r. ponownie odnotowano poprawę rentowności sektora ubezpieczeń strefy euro, utrzymując trwającą od 2004 r. korzystną koniunkturę finansową tej branży. Odnotowany w ostatnim okresie wzrost łącznych rzeczywistych składek na ubezpieczenia był większy w przypadku zakładów oferujących ubezpieczenia na życie, niż w przypadku zakładów oferujących inne formy ubezpieczenia. Dobre wyniki zakładów ubezpieczeń na życie wspomagane były przez wysoką sprzedaż produktów powiązanych z jednostkami funduszy inwestycyjnych wobec



rosnących cen akcji oraz przez wzrost sprzedaży innych, bardziej tradycyjnych produktów. Również znacząca transformacja strukturalna rynku ubezpieczeń strefy euro, która była skutkiem przede wszystkim realizowanej reformy podatkowej oraz długotrwałego wzrostu poziomu udziału ubezpieczeń w gospodarce, przyczyniła się do przyrostu składek ubezpieczeniowych. W przypadku sektora ubezpieczeń innych niż ubezpieczenia na życie, przyrost składek ubezpieczeniowych, który stymulował wzrost dochodów ze składek w latach poprzednich uległ w ostatnim okresie spowolnieniu, co było w dużym stopniu odzwierciedleniem silnej konkurencji w sektorze. Pozycja finansowa funduszy emerytalnych uległa dalszej poprawie w stosunku do lat poprzednich, nadal jednak podlegała negatywnym wpływom niskiej dochodowości obligacji w 2006 r.

W 2006 r. branża globalnych funduszy zabezpieczających oraz inwestowania w akcje przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie (ang. *private equity*) i kapitału wysokiego ryzyka nadal się rozwijała. Po okresie odpływu środków netto z sektora globalnych funduszy w ostatnim kwartale 2005 r., w pierwszej połowie 2006 r. nastąpiła poprawa łącznych wpływów netto, które osiągnęły poziom

zblizony do najwyzszego w 2004 r. Niektóre fundusze globalne, zwlaszcza fundusze posiadajace strategie kierunkowa (tzn. strategie opierajaca sie na oczekiwaniach dotyczacych kierunku zmian rynkowych) poniosly straty finansowe, glownie wskutek zawirowan, jakie wystapily na rynkach finansowych w maju i czerwcu 2006 r. oraz w wyniku niekorzystnych zmian na rynku gazu naturalnego w sierpniu i wrzesniu. Pomimo to caly sektor w dalszym ciagu odnotowywal zyski.

ZMIANY STRUKTURALNE

Zmiany strukturalne w sektorze bankowym moga miec wplyw na charakter i stabilnosc szerszego systemu finansowego. W 2006 r. nadal wystepowaly dlugookresowe tendencje w zakresie konsolidacji, integracji oraz umiędzynarodowienia sektora bankowego UE. Zmiany te moga byc korzystne dla klientow dzieki wiekszej konkurencji, wyzszej jakosci uslug i wprowadzanym innowacjom, jednoczesnie niosą one jednak ze soba ryzyko latwiejszego transgranicznego rozprzestreniania sie zakloceń finansowych. Pomimo iz tendencje te wystepuja w wiekszości państw czlonkowskich, mozna dostrzec miedzy nimi znaczące różnice, w szczegolności w odniesieniu do konsolidacji, która jest zjawiskiem najbardziej dominujacym w bardziej dojrzalych gospodarkach.

Proces konsolidacji, czego dowodzi spadek liczby instytucji kredytowych, przebiegal równolegle ze wzrostem transgranicznych fuzji i przejęć (M&A) w sektorze bankowości UE w 2005 r. i w pierwszej polowie 2006 r. Sfinalizowanie kilku duzych transakcji oraz wyzszy poziom dzialan w zakresie M&A moze oznaczac zakonczenie obserwowanej od 2000 r. tendencji spadkowej. W przeprowadzonych w ostatnim okresie transgranicznych M&A uczestniczyli również w coraz wiekszym stopniu posrednicy na rynku detalicznym.

Stalemu wzrostowi aktywow bankowych towarzyszył proces odchodzenia od posrednictwa bankowego (ang. *disintermediation*), poniewaz aktywa posrednikow finansowych nie będadcych

bankami (takich jak przedsiebiorstwa ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne i emerytalne) odnotowaly również znaczący wzrost. Wydaje sie, ze banki dostosowuja sie do tej tendencji poprzez poszerzenie zakresu swojej dzialalności związanej z uzyskiwaniem dochodow z tytulow oplac, obejmujacej bankowosc inwestycyjna oraz zarzadzanie aktywami. Nastepujaca w efekcie tego procesu dywersyfikacja zrodel dochodu moze przyczynic sie do obnizenia ryzyka, na ktore narazone sa banki oraz do stabilizacji ich zyskow. Niemniej jednak przenoszenie ryzyka ze strony bankow na innych, czesto mniej regulowanych posrednikow finansowych moze zwiekszyc również ogolny poziom niepewności związanej z ryzykiem.

W UE zachodzą obecnie istotne zmiany demograficzne, które moga miec wplyw również na sektor bankowy. Skutkiem zmiany sredniej dlugosci zycia, wskaźnikow urodzen oraz migracji moga byc naciski zmierzajace do obnizenia wskaźnika posrednictwa oraz popytu na kredyty konsumenckie i hipoteczne, zmniejszajac tym samym dochod netto z tytulow odsetek. W odpowiedzi banki moga zaferowac nowe produkty dostosowane do potrzeb starszych klientow, jak również uslugi w zakresie zarzadzania aktywami oraz uslugi doradcze, co poskutkuje wzrostem dochodow pozaodsetkowych. Moga one również dokonac dywersyfikacji miedzynarodowej, stajac sie bardziej aktywne na arenie wschodzacych gospodarek rynkowych o zróżnicowanych strukturach demograficznych.

Depozyty klientow w duzym stopniu w dalszym ciagu stanowia zrodlo finansowania bankow UE, chociaz staja sie one coraz bardziej zróżnicowane, zarówno pod wzgledem sektorow, jak i geograficznym. Rosnaca komercjalizacja coraz bardziej zlozonych instrumentow depozytowych na rzecz szerszego kręgu inwestorow moze narazic banki na ryzyko utraty reputacji. Nastapilo niewielkie przesuniecie w kierunku finansowania rynkowego (przede wszystkim krótkoterminowego), natomiast banki staly sie

w coraz większym stopniu zależne od takich instrumentów jak listy zastawne czy sekurytyzacja. Instrumenty te zapewniają korzyści skali, są jednak droższe od finansowania przez depozyty. Zaobserwować było można również rosnącą centralizację zarządzania płynnością w ramach grupy, zapewniającą wyraźne korzyści w zakresie efektywności wewnętrznego przepływu kapitału, ale której skutkiem może być również wyższe ryzyko „zarażenia” [kryzysem] transgranicznym oraz wewnątrz grupy (ang. *contagion risk*).

I.2 WSPÓŁPRACA W SYTUACJACH KRYZYSU FINANSOWEGO

Porozumienia dotyczące postępowania w sytuacji kryzysu finansowego, zawarte pomiędzy władzami odpowiedzialnymi za zabezpieczenie stabilności finansowej na szczeblu UE, podlegały dalszemu udoskonaleniu w 2006 r. Przyjęta w czerwcu 2006 r. dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych przekłada zweryfikowane wymogi kapitałowe dla instytucji kredytowych oraz firm inwestycyjnych na ustawodawstwo UE i ustanawia pewną liczbę przepisów, które w bezpośredni sposób odnoszą się do sytuacji kryzysowych. Dyrektywa ta reguluje w szczególności przepływ informacji pomiędzy władzami, które mogą być potencjalnie zaangażowane w zarządzanie kryzysem transgranicznym, do których zaliczają się organy nadzorcze oraz banki centralne.

Komitet Nadzoru Bankowego (KNB) wspólnie z Komitetem Europejskich Nadzorców Bankowych (KENB) dokonały znaczących postępów w zakresie określania praktyk banków centralnych i władz nadzorczych w zakresie wymiany informacji oraz współpracy w sytuacjach transgranicznych kryzysów finansowych. Prace tych organów mają na celu zwiększenie efektywności operacyjnej istniejących ustaleń oraz zidentyfikowanie dziedzin, w których niezbędny jest dalszy postęp.

Aby zwiększyć poziom znajomości praktycznego wdrażania ustaleń UE, przeprowadzono wiele symulacji sytuacji kryzysu finansowego. W kwietniu 2006 r. odbyły się ćwiczenia symulacyjne dla całej UE, zorganizowane pod egidą Komitetu Ekonomiczno-Finansowego, których celem było poddanie testom zawartego w 2005 r. porozumienia (ang. *Memorandum of Understanding*)². ESBC wniósł swój wkład w przygotowanie i przeprowadzenie tych ćwiczeń.

Również banki centralne strefy euro przeprowadziły symulacje kryzysu finansowego w celu zbadania możliwości Eurosystemu w zakresie skutecznego działania w sytuacji kryzysu finansowego, który może mieć konsekwencje transgraniczne i systemowe. Ostatnie ćwiczenia odbyły się w maju 2006 r. i dotyczyły prowadzenia działań z zakresu polityki pieniężnej, nadzoru i funkcjonowania infrastruktury rynkowej oraz zabezpieczania stabilności finansowej. Z uwagi na wysoki stopień integracji finansowej strefy euro, podczas ćwiczeń położono szczególny nacisk na wzajemne powiązania pomiędzy instytucjami finansowymi, rynkami oraz infrastrukturą rynkową zarówno na szczeblu krajowym, jak i międzynarodowym. Przeprowadzone ćwiczenia potwierdziły przygotowanie Eurosystemu do postępowania w sytuacjach potencjalnych awarii systemowych, które mogłyby wpłynąć na system finansowy strefy euro.

² Więcej informacji na temat tego porozumienia można znaleźć w Raporcie Rocznym EBC za rok 2005, s. 120-121.

2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR

2.1 ZAGADNIENIA OGÓLNE

W grudniu 2005 r. Komisja Europejska opublikowała Białą Księgę na temat polityki w dziedzinie usług finansowych na lata 2005-2010. Dokument ten, nadający kształt programowi średnioterminowej polityki Komisji w dziedzinie usług finansowych, ma na celu wspomaganie dalszej integracji w sektorze finansów UE poprzez dynamiczną konsolidację ram regulacyjnych, które zostały wcześniej określone w planie działania w zakresie usług finansowych. Eurosystem szeroko poparł ogólny cel Białej Księgi, uczestnicząc w publicznych konsultacjach Komisji nad tym dokumentem³. Biorąc pod uwagę fakt, że aktualnie trwa proces wdrażania Białej Księgi, EBC będzie kontynuował swoją współpracę z Komisją i monitorował jej program polityki, dopilnowując, by Eurosystem został zaangażowany w odpowiednim czasie w dziedzinie podlegające jego kompetencji. EBC zapewni również wsparcie techniczne tych działań Komisji, które mogą dotyczyć stabilności finansowej oraz integracji europejskich rynków finansowych.

Jeżeli chodzi o proces Lamfalussy'ego⁴, Komisja wraz z Parlamentem Europejskim podjęła decyzję o dokonaniu przeglądu procedur komitologii (system komitetów przyjmujących wspólnotowe akty prawne) nadających Parlamentowi uprawnienia do przeprowadzania kontroli środków przyjmowanych przez Komisję na potrzeby wdrażania ramowych aktów prawnych poziomu 1. Dzięki temu komitety Lamfalussy'ego będą mogły nadal efektywnie uczestniczyć w procesie tworzenia ustawodawstwa dotyczącego usług finansowych UE⁵. Efektem przyjęcia przez Radę ECOFIN zaleceń Komitetu ds. Usług Finansowych⁶ będzie dalszy rozwój niektórych istniejących narzędzi nadzorczych w celu optymalnego wykorzystania procesu Lamfalussy'ego. W tym kontekście KENB kontynuował swoje prace w zakresie wdrażania dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych mając na uwadze zapewnienie konwergencji nadzoru

w praktyce. Również Komitet Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators* – CESR) skupił się na zapewnieniu rzeczywistej konwergencji nadzorczej w sektorze papierów wartościowych (poziom 3).

23 października 2006 r. EBC opublikował raport przedstawiający ogólny zarys najnowszych zmian w strukturach nadzoru w 25 wówczas państwach członkowskich UE oraz dwóch państwach przystępujących⁷. W raporcie przedstawiono następujące tendencje. Po pierwsze, istnieje wyraźna tendencja w kierunku konsolidacji organów nadzoru na szczeblu krajowym w celu zwiększenia skuteczności i efektywności. Wśród przyczyn ujednoczenia obowiązków w zakresie nadzoru wymienić można zacieranie się linii podziału pomiędzy sektorami finansowymi, czy też obecność stosunkowo małych rynków finansowych. Nie wszystkie państwa członkowskie stosują jednak ten sam model nadzoru, ponieważ wybrana struktura instytucjonalna zależy od specyficznych uwarunkowań krajowych. Po drugie, banki centralne pełnią istotną funkcję w prawie wszystkich krajowych systemach nadzoru. W niektórych przypadkach posiadają one

3 Zob. Raport Roczny EBC za rok 2005, s. 122.

4 *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 lutego 2001 r. Raport jest dostępny w serwisie internetowym Komisji Europejskiej. Zob. również Raport Roczny EBC za rok 2003, s. 111. Metoda Lamfalussy'ego to czteroetapowy proces zatwierdzania ustawodawstwa dotyczącego papierów wartościowych, bankowości oraz ubezpieczeń. Na poziom 1 składają się zasady ramowe w formie dyrektyw lub rozporządzeń, które muszą zostać przyjęte w drodze standardowych procedur legislacyjnych UE. Poziom 2 określa wdrażanie szczegółowych przepisów zgodnie z zasadami ramowymi poziomu 1. Poziom 3 obejmuje poszerzoną współpracę oraz tworzenie sieci współpracy pomiędzy organami nadzoru EU w celu zapewnienia spójnej i jednakowej transpozycji ustawodawstwa poziomu 1 i 2. Poziom 4 obejmuje wzmocnione wprowadzenie przepisów w życie, w szczególności poprzez działania Komisji wprowadzające w życie ustawodawstwo wspólnotowe, wspomagane przez większą współpracę pomiędzy państwami członkowskimi, ich organami regulacyjnymi oraz sektorem prywatnym.

5 Zob. decyzja Rady z dnia 17 lipca 2006 r. zmieniająca decyzję 1999/468/WE, Dz.U. L 200 z 22.07.2006 r., s. 11.

6 „Raport w sprawie nadzoru finansowego”, Komitet ds. Usług Finansowych, luty 2006 r.

7 Podobny przegląd został przeprowadzony w 2003 r. Oba raporty są dostępne w serwisie internetowym EBC.

bezpośrednie obowiązki w zakresie nadzoru lub zawarły porozumienia o współpracy z krajowymi organami nadzoru, na mocy których podejmują określone zadania nadzorcze. W pewnej liczbie państw dążenie do większej efektywności poskutkowało zawarciem porozumień, w ramach których środki dzielone są pomiędzy banki centralne i organy nadzoru. Wreszcie, prawie wszystkie państwa członkowskie dążą do zawarcia formalnych porozumień zapewniających współpracę oraz przekazywanie informacji pomiędzy bankami centralnymi a organami nadzoru bankowego. Porozumienia dotyczące głównych zagadnień polityki lub zarządzania kryzysowego często obejmują ministerstwa finansów.

2.2 BANKOWOŚĆ

W 2006 r. EBC w dalszym ciągu wносił wkład w prace KENB oraz Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego (BKNB) uczestnicząc w pracach głównych komitetów oraz niektórych podkomitetów. Po zdefiniowaniu elementów koncepcyjnych znowelizowanych zasad międzynarodowej konwergencji pomiarów kapitału i standardów kapitałowych (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – Bazylea II*), w maju 2006 r. BKNB postanowił zachować parametry ilościowe bez zmian, ustalając tym samym znowelizowane zasady. Decyzję tę potwierdziły wyniki piątego badania wpływu ilościowego (QIS 5), procesu gromadzenia danych zorganizowanego przez BKNB celem dokonania oceny wpływu znowelizowanych zasad kapitałowych na banki. KENB odgrywał wiodącą rolę w przeprowadzeniu QIS 5 na poziomie UE. Ogólnie rzecz biorąc, wyniki QIS 5 były zgodne z zawartą w zasadach strukturą motywującą instytucje kredytowe do stosowania bardziej zaawansowanych metod obliczania swoich wymogów kapitałowych.

W czerwcu 2006 r. przyjęta została dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych, przekształcająca znowelizowane zasady

kapitałowe w prawo wspólnotowe. Proces legislacyjny Bazylei II jest zatem zakończony na szczeblu UE, a znowelizowane zasady kapitałowe, w tym stosowanie bardziej zaawansowanych metod, będą w pełni obowiązywać od stycznia 2008 r. Od stycznia 2007 r. instytucje mogą już stosować mniej zaawansowane metody obliczania wymogów kapitałowych w odniesieniu do ryzyka kredytowego i operacyjnego. Rozwiązania dla okresu przejściowego dotyczące planowego wdrożenia wspomnianych zasad w Stanach Zjednoczonych mogą różnić się od rozwiązań przyjętych na terytorium UE, w związku z tym, że Stany Zjednoczone pragną udostępnić swoim bankom wyłącznie najbardziej zaawansowane metody z zachowaniem rocznego okresu zwłoki. EBC w dalszym ciągu monitoruje te zmiany, aby ocenić ich ewentualny wpływ na sektor bankowy UE.

18 grudnia 2006 r. EBC wydał opinię w sprawie propozycji Komisji dotyczącej zmiany obowiązujących zasad ostrożnościowej oceny przypadków nabycia lub zwiększenia dopuszczalnej wielkości udziałów w instytucjach finansowych⁸. Propozycja ta ma na celu wyjaśnienie obowiązującej procedury oraz kryteriów oceny. EBC przyjął tę propozycję z zadowoleniem, traktując ją jako istotny środek mający na celu zapewnienie, by tego rodzaju oceny były przeprowadzane wyłącznie z zachowaniem wysoce ostrożnościowych kryteriów oraz aby były one przejrzyste dla uczestników rynku i zostały konsekwentnie wdrożone we wszystkich państwach. Jednocześnie EBC wyraził pewne obawy dotyczące niektórych elementów przedstawionej propozycji. Zaproponował w szczególności, aby kryteria oceny ostrożnościowej były ściślej powiązane z kryteriami branżowymi pod uwagę w procedurze wydawania zezwolenia oraz aby wyjaśnić, że nabywana instytucja musi spełniać wszystkie obowiązujące wymogi ostrożnościowe. EBC zasugerował ponadto, aby Komisja, działając w ścisłej współpracy z organami nadzoru,

⁸ CON/2006/60.

powtórnie rozważyła proponowane limity czasowe celem zapewnienia możliwości podjęcia właściwej i odpowiednio uzasadnionej decyzji.

2.3 PAPIERY WARTOŚCIOWE

W 2006 r. zakończony został proces tworzenia nowych ram regulacyjnych dla sektora papierów wartościowych przewidzianych w planie działania w zakresie usług finansowych wraz z przyjęciem pozostałych przepisów wykonawczych poziomu 2 wdrażających dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych (*Markets in Financial Instruments Directive*) oraz dyrektywę w sprawie przejrzystości (*Transparency Directive*). Na początku 2007 r. Komisja przyjęła ponadto dyrektywę poziomu 2 w celu wyjaśnienia niektórych przepisów dyrektywy Rady 85/611/EWG określających, które aktywa kwalifikują się do zainwestowania przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (ang. *Undertakings for Collective Instruments in Transferable Securities* – UCITS). Zapewni to spójność wdrażania i wykładni ustawodawstwa dotyczącego UCITS na terytorium całej UE. Z uwagi na znaczenie tych przepisów dla integracji europejskich rynków finansowych i zwiększenia stabilności finansowej EBC uważnie śledził postęp prac w tej dziedzinie oraz wniósł swój wkład poprzez udział w pracach Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych.

Eurosystem dokonywał regularnej oceny tego, czy przepisy wykonawcze poziomu 2, które miały zostać przyjęte przez Komisję, wchodziły w zakres kompetencji doradczych EBC, co skutkowałoby wydaniem formalnej opinii przez EBC. EBC wydał opinię w sprawie wymienionej wyżej dyrektywy w odniesieniu do aktywów kwalifikowanych dla UCITS, ponieważ jej projekt zawierał przepisy, które mogłyby mieć wpływ na funkcjonowanie europejskich rynków pieniężnych, co jest

istotne dla wdrażania polityki pieniężnej strefy euro.

Po zakończeniu przeprowadzonych przez Komisję Europejską w 2005 r. publicznych konsultacji w sprawie Zielonej Księgi – w których uczestniczył Eurosystem – oraz po zakończeniu prac grup ekspertów ds. rynku, w których uczestniczył również EBC, w listopadzie 2006 r. Komisja opublikowała Białą Księgę w sprawie udoskonalenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych. W księdze tej przedstawiony został pakiet działań mających na celu uproszczenie środowiska, w którym działają fundusze inwestycyjne. Działania te będą obejmować ściśle określone zmiany w dyrektywie w sprawie funduszy UCITS w celu uproszczenia istniejących zasad umożliwiających sprzedawanie jednostek funduszy inwestycyjnych wewnątrz UE, zwiększenia uprawnień funduszy UCITS oraz ich dyrektorów oraz usprawnienia współpracy w zakresie nadzoru. EBC szeroko popierał cele i działania przedstawione w Białej Księdze Komisji.

2.4 RACHUNKOWOŚĆ

Przez cały rok EBC wносił swój wkład w prace prowadzone w dziedzinie rachunkowości poprzez uczestniczenie w pracach podzespołów ds. rachunkowości działających w ramach BKNB i w KENB oraz pracach Rady Doradczej ds. Standardów przy Radzie Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (*Standards Advisory Council of the International Accounting Standards Board*).

Korzystając z uprawnień do przeprowadzania oceny zmian regulacyjnych oraz zmian w dziedzinie nadzoru pod kątem stabilności finansowej, KNB opracował raport dotyczący oceny standardów rachunkowości⁹. W raporcie tym skoncentrowano się na wprowadzonych niedawno w Europie nowych, opierających się

9 Raport ten jest dostępny w serwisie internetowym EBC.

na MSSF, zasadach rachunkowości poddając analizie ewentualne konsekwencje tego procesu dla sektora bankowego i innych przedsiębiorstw finansowych oraz jego stosowność z punktu widzenia stabilności finansowej całego systemu. Podstawowym założeniem tego raportu jest stwierdzenie, że rachunkowość ma duże znaczenie dla stabilności finansowej i powinna, o ile jest to możliwe, skutecznie przyczynić się do jej dalszego wzmocnienia. Raport przedstawia dziesięć wzorcowych kryteriów oceny standardów rachunkowości. Opierając się na analizie stopnia wypełnienia tych kryteriów przez MSSF, przedstawia on pozytywne aspekty niektórych cech MSSF, jak również związane z nimi obawy, oraz wskazuje dziedziny, w których powinna nastąpić poprawa z punktu widzenia stabilności finansowej. Propozycje te koncentrują się na trzech głównych dziedzinach, a mianowicie, na wiarygodności „godziwych” wartości, podstawach ekonomicznych rachunkowości transakcji zabezpieczających oraz systemie tworzenia rezerw na potrzeby ryzyka kredytowego.

3 INTEGRACJA FINANSOWA

Eurosystem jest żywo zainteresowany integracją finansową w Europie, ponieważ dobrze zintegrowany system finansowy wspomaga płynną i skuteczną transmisję polityki pieniężnej w obrębie całej strefy euro i oddziałuje również na zadania Eurosystemu dotyczące zapewnienia stabilności finansowej. Integracja finansowa wspiera także skuteczne działanie i sprawne funkcjonowanie systemów płatności i systemów rozrachunku. Ponadto, integracja finansowa, która jest priorytetowym celem Wspólnoty, może wspomóc rozwój systemu finansowego, zwiększając tym samym potencjał wzrostu gospodarczego.

Eurosystem rozróżnia cztery rodzaje działań, poprzez które przyczynia się do wzrostu integracji finansowej w Europie: a) zwiększanie świadomości w zakresie integracji finansowej i jej monitorowanie, b) występowanie w charakterze katalizatora działań sektora prywatnego poprzez wspieranie działań zbiorowych, c) doradztwo w zakresie ram prawnych i regulacyjnych systemu finansowego oraz bezpośredniego tworzenia ustawodawstwa oraz d) świadczenie przez banki centralne usług sprzyjających integracji finansowej. W 2006 r. EBC kontynuował działania we wszystkich czterech wymienionych dziedzinach.

ZWIĘKSZANIE ŚWIADOMOŚCI W ZAKRESIE INTEGRACJI FINANSOWEJ I JEJ MONITOROWANIE

We wrześniu 2006 r. EBC opublikował raport na temat wskaźników integracji finansowej głównych segmentów systemu finansowego strefy euro¹⁰. Raport ten rozszerzył zakres analizy przeprowadzonej w 2005 r., w szczególności poprzez uwzględnienie dodatkowych wskaźników dotyczących banków i infrastruktur finansowych. Analiza rynków bankowych została poszerzona o wskaźniki odnoszące się do obecności banków ze strefy euro na arenie międzynarodowej oraz do bankowości korporacyjnej. Wskaźniki dotyczące infrastruktur finansowych przypisane są do głównego rynku finansowego obsługiwanego przez odpowiednią infrastrukturę, ponieważ infrastruktury finansowe pełnią istotną rolę w integracji

rynków finansowych. Ponadto, systematycznie obliczane były ilościowe wskaźniki integracji finansowej głównych segmentów rynku. W związku z postępami, jakie dokonały się w zakresie badań i analiz ekonomicznych oraz dostępnością większej liczby danych statystycznych, oczekuje się, że w przyszłości liczba wskaźników powiększy się, na przykład o wskaźniki dotyczące integracji rynków ubezpieczeń. Patrząc na to zagadnienie z szerszej perspektywy, EBC będzie wykorzystywał wskaźniki ilościowe do monitorowania postępów integracji finansowej, identyfikowania obszarów, w których występuje brak integracji oraz do pogłębienia analizy aktualnych zagadnień odnoszących się do polityki w zakresie integracji finansowej.

W 2006 r. EBC był nadal zaangażowany w działanie sieci badawczej ds. rynków kapitałowych oraz integracji finansowej w Europie, którą prowadzi wspólnie z Centrum Studiów Finansowych. Sieć w dalszym ciągu organizowała serię konferencji prowadzonych z naukowcami, uczestnikami rynku i decydentami przy aktywnym udziale poszczególnych KBC. Zorganizowana w dniach 28-29 września 2006 r. siódma konferencja, której gospodarzem był Deutsche Bundesbank, dotyczyła głównie tematu „Modernizacja systemu finansowego a wzrost gospodarczy” (ang. *Financial System Modernisation and Economic Growth*). W dniach 30 listopada – 1 grudnia 2006 r. odbyła się ósma konferencja pod hasłem „Integracja i stabilność finansowa w Europie” (ang. *Financial Integration and Stability in Europe*), której gospodarzem był Banco de España.

W ramach działania sieci EBC przyznaje co roku pięć stypendiów Lamfalussy’ego (*Lamfalussy Fellowships*) dla młodych naukowców. Jednym z powodów zainteresowania EBC promowaniem badań

¹⁰ „Wskaźniki integracji finansowej w strefie euro” (ang.), wrzesień 2006 r. Przeprowadzane dwa razy w roku aktualizacje wskaźników są dostępne w serwisie internetowym EBC <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en>.

w tej dziedzinie jest fakt, że oczekuje się, iż integracja finansowa będzie miała wpływ na rozwój systemu finansowego oraz na wzrost gospodarczy. Działania EBC w zakresie integracji finansowej są zatem ściśle powiązane z szerszą analizą czynników wspomagających poprawne funkcjonowanie systemów finansowych. W 2006 r. kontynuowane były prace w tym zakresie. Ich celem było ustanowienie ram koncepcyjnych pomiaru wydajności systemów finansowych.

20 września 2006 r. EBC opublikował raport na temat różnic stóp procentowych MIF w krajach strefy euro, opracowany przez Komitet Polityki Pieniężnej i Komitet ds. Statystyki. W uzupełnieniu tego raportu, Eurosystem publikuje obecnie tabele przedstawiające przegląd 15 rodzajów średniego oprocentowania depozytów i kredytów w poszczególnych państwach strefy euro. Udostępniając szczegółowe i kompleksowe informacje na temat średnich stóp procentowych MIF, Eurosystem stara się zapewnić, aby porównania pomiędzy krajami dokonywane były w oparciu o dobrej jakości informacje. 25 października 2006 r. EBC opublikował roczny raport na temat struktur bankowych UE (zob. również podrozdział 1.1 niniejszego rozdziału).

Oprócz statystyk MIF, ESBC opracowuje również informacje statystyczne na temat instytucji innych niż MIF, takich jak inwestorzy instytucjonalni (np. fundusze inwestycyjne). Wspomniane dane statystyczne mają duże znaczenie z punktu widzenia polityki pieniężnej i wspomagają one również monitorowanie procesu integracji finansowej. Obecnie opracowywane jest rozporządzenie EBC w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej dla funduszy inwestycyjnych. Trwają również prace w zakresie oceny konieczności oraz możliwości poszerzenia dostępnych informacji statystycznych na temat instytucji ubezpieczeniowych oraz funduszy emerytalnych, koncentrujące się na sposobach zwiększenia dostępności śródrocznych (głównie kwartalnych) danych finansowych.

WYSTĘPOWANIE W CHARAKTERZE KATALIZATORA DZIAŁAŃ SEKTORA PRYWATNEGO

Postępy w europejskiej integracji finansowej zależą w dużej mierze od inicjatyw sektora prywatnego dotyczących wykorzystania istniejących możliwości działalności transgranicznej. Organy władzy publicznej wspierają tego rodzaju wysiłki sektora prywatnego w zakresie koordynacji. W 2006 r. Eurosystem występował w charakterze katalizatora dwóch takich inicjatyw: inicjatywy dotyczącej emisji europejskich krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych (ang. *Short-Term European Paper* – STEP) oraz inicjatywy Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (JOPE) (ang. *Single Euro Payments Area* – SEPA).

EBC wspiera inicjatywę STEP od samego jej początku w 2001 r. Ma ona na celu wspomaganie integracji europejskich rynków krótkoterminowych papierów wartościowych poprzez konwergencję standardów i praktyk rynkowych. 11 lipca 2006 r. EBC zorganizował, wspólnie z SRF – Stowarzyszeniem Rynków Finansowych oraz Europejską Federacją Bankową konferencję, aby dokonać oficjalnego uruchomienia rynku STEP. Wkład Eurosystemu w funkcjonowanie rynku STEP koncentruje się na dwóch działaniach. Po pierwsze, do czerwca 2008 r. EBC wraz z dziewięcioma krajowymi bankami centralnymi będzie zapewniał pomoc techniczną Sekretariatowi STEP w procesie przyznawania znaku STEP, dzięki czemu Sekretariat STEP będzie nadal odpowiedzialny za przyznawanie i wycofywanie znaku STEP. Po drugie, EBC będzie regularnie przygotowywał dane statystyczne dotyczące rentowności i wolumenów rynku STEP i będzie publikował je w swoim serwisie internetowym.

Oczekuje się, że dane statystyczne STEP będą odgrywały dużą rolę w popieraniu integracji tego rynku, zapewniając jego większą przejrzystość. Zgodnie z przyjętym podejściem stopniowym, EBC najpierw opublikował pełne dane statystyczne STEP na temat comiesięcznych wartości zadłużenia od września 2006 r., a następnie przygotował do

publikacji dane statystyczne STEP dotyczące dochodowości i wolumenów STEP w ujęciu dziennym, uzyskane od wybranych dostawców danych. Oczekuje się, że statystyki dzienne dla wszystkich dostawców danych będą publikowane od 2008 r. 14 września 2006 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o przyjęciu rynku STEP jako rynku nieregulowanego, jako zabezpieczenie operacji kredytowych Eurosystemu, bezpośrednio po opublikowaniu danych statystycznych STEP dotyczących dochodowości w serwisie internetowym EBC.

Projekt JOPE został uruchomiony w 2002 r. przez Europejską Radę ds. Płatności (EPC) w celu stworzenia w pełni zintegrowanego rynku dla detalicznych usług płatności w strefie euro, a Eurosystem od początku występował w charakterze katalizatora tego projektu. W 2006 r. EBC przedstawił uaktualniony przegląd postępów osiągniętych w finalizowaniu JOPE i określił swoje oczekiwania na następny okres¹¹. 4 maja 2006 r. EBC i Komisja Europejska wydały wspólne oświadczenie przedstawiające ich wizję JOPE oraz potwierdzające chęć ścisłej współpracy podczas realizacji projektu. W szczególności, europejski sektor bankowy oraz inni znaczący interesariusze zostali zachęcani do stworzenia odpowiednich warunków dla realizacji JOPE przed rozpoczęciem 2008 r. oraz do osiągnięcia masy krytycznej transakcji JOPE przed końcem 2010 r. W 2006 r. Eurosystem zorganizował liczne spotkania z różnymi zainteresowanymi stronami, tj. spotkania JOPE na wysokim szczeblu z przedstawicielami sektora bankowego oraz spotkania z użytkownikami końcowymi i dostawcami infrastruktury. EBC sponsorował również kongres JOPE podczas Europejskiego Tygodnia Finansowego (Euro Finance Week). W listopadzie 2006 r. EBC uczestniczył ponadto w charakterze obserwatora w posiedzeniach plenarnych EPC i pracach grup roboczych. W 2006 r. Eurosystem w dalszym ciągu udzielał pomocy sektorowi bankowemu w zakresie projektowania i opracowywania nowych instrumentów i zasad JOPE, czego przykładem może być utworzenie wspólnego zbioru zasad

dla przelewów uznaniowych oraz poleceń zapłaty (ang. *direct debit*) JOPE, opracowanie szczegółowych wytycznych dla sektora bankowego dotyczących płatności kartami kredytowymi¹² oraz standardów technicznych i wytycznych dotyczących wdrażania, mających na celu zapewnienie sprawnego i bezpiecznego funkcjonowania różnych programów. W zakresie infrastruktury Eurosystem należało, aby rynek terminowo opracował systemy płatności detalicznych, które mogą przetwarzać instrumenty JOPE i w pełni ze sobą współpracują. Zalecił również, aby infrastruktury rynkowe korzystały z efektu skali i stosowały nowoczesną technologię do obniżania kosztów. Eurosystem wniósł również swój wkład w przygotowanie procesu wdrożenia i migracji JOPE oraz w dalszym ciągu wspomagał projekt JOPE poprzez swoje narzędzia komunikacji (takie jak komunikaty prasowe, raporty, przemówienia oraz, w ostatnim okresie, broszura informacyjna na temat JOPE).

DORADZTWO W ZAKRESIE RAM PRAWNYCH I REGULACYJNYCH SYSTEMU FINANSOWEGO ORAZ BEZPOŚREDNIEGO TWORZENIA USTAWODAWSTWA

EBC i Eurosystem regularnie współpracują przy tworzeniu ram prawnych i regulacyjnych UE poprzez doradztwo w zakresie głównych zmian polityki i podejmowanych inicjatyw.

W 2006 r. aktywność dotycząca ram prawnych UE w zakresie nadzoru finansowego nastawiona była na zapewnienie skutecznego wdrażania znowelizowanych ram instytucjonalnych (zob. również podrozdział 2 niniejszego rozdziału). Wydana przez Komisję Europejską Biała Księga dotycząca polityki w dziedzinie usług finansowych w latach 2005-2010, w opracowaniu której uczestniczył Eurosystem, jak również opublikowany przez Komitet ds.

11 „W kierunku Jednolitego Obszaru Płatności w Euro – Cele i terminy” (czwarty raport z postępów) (ang. *Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (Fourth Progress Report)*), luty 2006 r.

12 Szczegółowe informacje można znaleźć w „Pogląd Eurosystemu na JOPE w zakresie kart” (ang. *The Eurosystem's view of a 'SEPA for cards'*), 20 listopada 2006 r.



Usług Finansowych „Raport w sprawie nadzoru finansowego” (ang. *Report on Financial Supervision*), nad którym pracował również EBC, określają odpowiednie instrumenty polityki w tym zakresie. W ramach swojej funkcji doradczej, EBC, zgodnie z art. 105 ust. 4 Traktatu, regularnie udziela porad na temat propozycji Komisji dotyczących ustawodawstwa poziomu 2 (zob. podrozdział 2).

EBC kontynuował prace nad integracją europejskich rynków kredytów hipotecznych po tym, jak pod koniec 2005 r. Eurosystem uczestniczył w opracowaniu Zielonej Księgi Komisji Europejskiej na ten temat¹³. Dalsza integracja i rozwój rynków kredytów hipotecznych (oraz innych rynków bankowości detalicznej) ma duże znaczenie dla transmisji polityki pieniężnej w obrębie strefy euro. Ponadto, integracja finansowa może mieć znaczący wpływ na stabilność finansową. Po zakończeniu konsultacji w sprawie Zielonej Księgi oczekuje się, że w maju 2007 r. Komisja opublikuje Białą Księgę. EBC przyczynia się do integracji w tej dziedzinie między innymi poprzez swój udział w pracach działającej przy Komisji grupy ekspertów ds. finansowania hipotecznego oraz grupy EFMLG (*European Financial Markets Lawyers Group*), której prace dotyczą przeszkód prawnych dla sekurytyzacji transgranicznej w UE.

W dziedzinie infrastruktury finansowej EBC wniósł również swój wkład w zakresie kwestii związanych z integracją systemów

rozrachunku papierów wartościowych i systemów płatności. Obecne rozdrobnienie infrastruktury rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych UE stanowi główną przeszkodę dla dalszej integracji europejskich rynków obligacji i rynków akcji. W lipcu 2006 r. Komisja Europejska zwróciła uwagę na znaczenie inicjatyw uczestników rynku w tej dziedzinie i zasugerowała, aby sektor rozliczeń i rozrachunku opracował, opierając się na najlepszych praktykach rynkowych, kodeks postępowania. Wspomniany „Europejski kodeks postępowania w zakresie rozliczeń i rozrachunków” (ang. *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*) został podpisany 7 listopada 2006 r. Jego celem jest wspieranie konkurencyjności i poprawa efektywności, na przykład poprzez zapewnienie przejrzystości cen i usług. Jednocześnie kontynuowane były działania w zakresie polityki społecznej, zmierzające do ograniczenia przeszkód prawnych i podatkowych. EBC jest aktywnie zaangażowany w te prace poprzez swój udział w Grupie Ekspertów ds. Doradztwa i Monitoringu Rozliczeń (*Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group*) oraz Grupie Pewności Prawnej (*Legal Certainty Group*). EBC monitoruje również prace grupy ekspertów podatkowych FISCO (*Clearing and Settlement Fiscal*

13 *The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosystem contribution to the public consultation* („Zielona Księga w sprawie kredytu hipotecznego w Unii Europejskiej – wkład Eurosystemu w konsultacje społeczne”), 1 grudnia 2005 r.

Compliance Expert Group), będącej organem doradczym Komisji w zakresie możliwych sposobów pokonywania barier podatkowych stanowiących przeszkodę dla transgranicznego rozliczania i rozrachunku w UE. W odniesieniu do integracji usług płatniczych, problem ograniczeń technicznych i handlowych podejmowany jest w kontekście projektu JOPE (zob. powyżej), a EBC wydał opinię o projekcie dyrektywy w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, której celem jest zniesienie ograniczeń prawnych¹⁴. EBC z zadowoleniem przyjął projekt tej dyrektywy, ponieważ ustanawia ona spójne ramy prawne dla usług płatniczych w UE. Stwierdzono, że harmonizacja ram regulacyjnych dla usług płatniczych zapewniłaby pewność prawną rozszerzonego, transgranicznego świadczenia tego rodzaju usług, a terminowe przyjęcie dyrektywy i jej transpozycja byłyby wsparciem dla działań sektora bankowego na rzecz wprowadzenia JOPE. EBC podkreślił, że pozabankowi dostawcy usług płatniczych powinni podlegać regulacji proporcjonalnie do zakresu prowadzonej przez nich działalności. Przyjęcie projektowanej dyrektywy nie powinno być opóźniane, ponieważ mogłoby zostać zagrożone wprowadzenie regulacji krajowych zgodnych ze standardami JOPE w dniu 1 stycznia 2008 r. oraz pełne przejście na instrumenty JOPE do 2010 r. Pod tym względem tytuły III i IV projektowanej dyrektywy mają decydujące znaczenie, gdyż wprowadzają one zharmonizowany zestaw zasad dotyczących wymogów informacyjnych, autoryzacji, realizacji i odpowiedzialności w związku z transakcjami płatniczymi.

ŚWIADCZENIE PRZEZ BANKI CENTRALNE USŁUG SPRZYJAJĄCYCH INTEGRACJI FINANSOWEJ

21 października 2005 r. Eurosystem potwierdził rozpoczęcie działania systemu TARGET2 w dniu 19 listopada 2007 r. W 2006 r. kontynuowano prace nad nowym systemem (zob. podrozdział 2.2 rozdziału 2).

Aby w pełni skorzystać z wprowadzenia systemu TARGET2, Eurosystem rozpoczął analizę możliwości dostarczania usług na rzecz

CSD w zakresie rozrachunków w pieniądzu banku centralnego dla transakcji papierami wartościowymi w euro. Stworzona przez system TARGET2 możliwość zcentralizowania rozliczeń pieniężnych w jednym rachunku przyczyni się prawdopodobnie również do wzrostu popytu rynkowego w zakresie centralizacji rozrachunku papierów wartościowych za pomocą pojedynczego rachunku. Celem tej nowej usługi, nazwanej TARGET2-Papiery wartościowe, będzie zapewnienie wspólnej infrastruktury technicznej dla rozliczenia w euro transakcji papierami wartościowymi w pieniądzu banku centralnego, realizowanych przez CSD oraz obsługa zarówno rozrachunku papierów wartościowych, jak i rozliczeń pieniężnych w ramach jednolitej platformy technicznej (zob. podrozdział 2.3 rozdziału 2).

20 października 2006 r. EBC ogłosił, że Rada Prezesów omówiła reakcję rynku na nieformalne konsultacje w sprawie propozycji zaoferowania takiej usługi i zwróciła się do Komitetu ds. Płatności i Systemów Rozrachunku z prośbą o opracowanie szczegółowego studium wykonalności tego projektu.

Jeżeli chodzi o system zabezpieczeń Eurosystemu, w 2006 r. Eurosystem określił kryteria kwalifikacyjne dla nierynkowych aktywów, które mają być umieszczone na wspólnej liście zabezpieczeń. Kryteria te zostały przedstawione w opublikowanym 15 września 2006 r. dokumencie „Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro: Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu” (ang. The implementation of monetary policy in the euro area. General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures). Włączenie od 1 stycznia 2007 r. nierynkowych aktywów na wspólną listę będzie końcowym etapem stopniowego zastępowania dwupoziomowego systemu zabezpieczeń Eurosystemu.

14 COM(2005) 603, wersja ostateczna.

3 sierpnia 2006 r. Rada Prezesów postanowiła również przedłużyć działanie systemu banków centralnych korespondentów dla transgranicznego transferu zabezpieczeń w ramach Eurosystemu (zob. również podrozdział 2.4 rozdziału 2) na okres wykraczający poza rok 2007.

4 NADZÓR NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ

Jednym z głównych zadań Eurosystemu jest sprawowanie nadzoru nad systemami płatności. Nadzorując systemy płatności, w szczególności te o znaczeniu systemowym¹⁵, Eurosystem przyczynia się do zapewnienia bezpieczeństwa i efektywności infrastruktury finansowej, a tym samym do zapewnienia efektywności strumieni płatności za towary, usługi i aktywa finansowe w gospodarce. Ścisła zależność pomiędzy systemami płatności a systemami rozliczeń i rozrachunków oznacza, że, ogólnie rzecz biorąc, banki centralne, a w szczególności Eurosystem, są również żywo zainteresowane rozliczaniem i rozrachunkiem papierów wartościowych. Realizowany przez Eurosystem cel ogólny to ograniczenie do minimum ryzyka systemowego.

4.1 NADZÓR NAD SYSTEMAMI I INFRASTRUKTURĄ WYSOKOKWOTOWYCH PŁATNOŚCI W EURO

Eurosystem nadzoruje wszystkie systemy i infrastruktury płatności, które przetwarzają i/lub rozliczają transakcje w euro, włącznie z tymi, które są zarządzane przez sam Eurosystem. Eurosystem stosuje te same standardy nadzoru zarówno do własnych systemów, jak i obsługiwanych przez operatorów prywatnych. Standardy te to „Podstawowe zasady dla systemowo ważnych systemów płatności (ang. *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*), określone przez Komitet ds. Płatności i Systemów Rozrachunku grupy G10 i przyjęte przez Radę Prezesów w 2001 r. W 2006 r. Rada Prezesów przedstawiła swoje oczekiwania dotyczące utrzymania ciągłości działalności gospodarczej w odniesieniu do systemów płatności o znaczeniu systemowym. Stanowią one integralną część zasad nadzoru Eurosystemu i pomagają zapewnić wystarczający i stały poziom elastyczności wszystkich systemów płatności o znaczeniu systemowym, które znajdują się w strefie euro i obsługują transakcje w euro.

TARGET

Zgodnie ze wspólnymi zasadami nadzoru oraz celami systemu TARGET, w związku z zachodzącymi zmianami EBC wraz z krajowymi bankami centralnymi regularnie przeprowadza działania nadzorcze w odniesieniu do systemów RTGS, które uczestniczą w systemie TARGET lub są do niego podłączone oraz w odniesieniu do mechanizmu płatności EBC. W przypadku wprowadzania do systemu TARGET znaczących zmian, odpowiednie ustawienia, zanim zaczną działać, poddawane są kontroli nadzorczej. Realizując wspólną politykę nadzorczą, Eurosystem przeprowadził w 2006 r. pogłębioną ocenę nadzorczą wpływu przyłączenia systemu rozliczeń brutto w czasie rzeczywistym (RTGS) Eesti Pank do istniejącego systemu TARGET za pośrednictwem systemu RTGS Banca d'Italia. Stwierdzono, że połączenie to nie wpłynęłoby negatywnie na płynne funkcjonowanie systemu TARGET. W związku z wejściem Słowenii do strefy euro, Banka Slovenije postanowił nie opracowywać własnego systemu RTGS dla rozliczeń w euro, tylko wykorzystać system RTGS używany przez Deutsche Bundesbank. W rezultacie uznano, że analiza nadzorcza nie jest konieczna, ponieważ do systemu TARGET nie włączono żadnej nowej infrastruktury.

Przyszły system TARGET2 będzie musiał zachowywać zgodność ze standardami nadzorczymi Eurosystemu tak samo, jak każdy inny system płatności o znaczeniu systemowym w strefie euro i w związku z tym będzie on podlegać kontroli nadzorczej. Od momentu wdrożenia ogólnych ram organizacyjnych dla nadzoru systemu TARGET2, EBC prowadzi i koordynuje działania nadzorcze nad tym systemem. Krajowe banki centralne są odpowiedzialne za nadzór dotyczący lokalnych funkcji systemu, tam gdzie są one istotne wyłącznie dla sytuacji danego kraju. Będą one

¹⁵ Uznaje się, że dany system płatności ma znaczenie systemowe, jeżeli zakłócenie jego działania mogłoby wywołać zakłócenia lub spowodować dalsze przekazanie zakłóceń do innych uczestników oraz, na końcu, spowodować zakłócenia w szerszym systemie finansowym.

również uczestniczyć w działaniach nadzorczych dotyczących centralnych funkcji systemu TARGET2. W związku z tym, że system TARGET2 znajduje się w dalszym ciągu w fazie projektowej, w 2006 r. organy nadzorcze systemu TARGET przeprowadziły wstępną ocenę projektu tego systemu. W dalszym ciągu monitorują one rozwój systemu TARGET2 i przed jego wdrożeniem przeprowadzą jego kompleksową ocenę.

EURO 1

EURO1 jest największym działającym w strefie euro systemem płatności dla przelewów uznaniowych w euro, którego operatorem jest podmiot prywatny. Operatorem tego systemu jest spółka rozliczeniowa Euro Banking Association, EBA CLEARING. EURO1 działa w oparciu o saldowanie wielostronne. Pozycje uczestników EURO1 na koniec dnia są ostatecznie rozliczane za pośrednictwem systemu TARGET. W 2006 r. działania nadzorcze EBC skupiły się na ocenie nowej funkcji zarządzania płynnością, tzw. liquidity bridge, przed jej wdrożeniem. Funkcja liquidity bridge ma na celu stworzenie uczestniczącym bankom możliwości śróddziennego przemieszczania zdolności płatniczej do i z EURO1, dzięki czemu banki te mogą dostosować swoją zdolność przetwarzania w ramach EURO1 do indywidualnych potrzeb płatniczych. Ocena nadzorcza liquidity bridge nie wykazała żadnego negatywnego wpływu na przestrzeganie przez EURO1 podstawowych zasad. EBC będzie nadal monitorował działanie tej funkcji oraz wszystkie późniejsze zmiany wprowadzane do EURO1.

ZINTEGROWANY SYSTEM ROZRACHUNKU CIĄGŁEGO

Zintegrowany system rozrachunku ciągłego (ang. *Continuous linked settlement system – CLS*) zapewnia usługi rozliczeniowe w odniesieniu do transakcji walutowych w 15 głównych walutach świata. System ten, którym zarządza CLS, eliminuje znaczną część ryzyka kursowego w rozrachunkach, równocześnie rozliczając strony biorące udział w transakcji walutowej, tj. na zasadzie płatność za płatność i tylko wtedy, kiedy dostępne są

wystarczające środki. Stałe bezpieczeństwo i efektywność CLS ma podstawowe znaczenie dla Eurosystemu, ponieważ system ten jest największym, pod względem wartości, systemem rozrachunku transakcji euro poza strefą euro. W ramach ustaleń dotyczących współpracy nadzorczej nad CLS pod przewodnictwem Systemu Rezerwy Federalnej EBC jest podstawowym organem nadzorczym dla rozrachunku transakcji w euro.

W grudniu 2006 r. CLS przetwarzał średnio 290,000 transakcji walutowych dziennie, a ich przeciętna dzienna wartość sięgała 2,6 bilionów euro.¹⁷ Dzięki 19% udziałowi we wszystkich transakcjach rozliczanych w CLS, euro nadal było najważniejszą, po dolarze amerykańskim, walutą w rozrachunkach (46%). Przeciętna dzienna wartość transakcji CLS rozliczanych w euro wynosiła 489 mld euro.

W 2006 r. Eurosystem uczestniczył w badaniu przeprowadzonym przez BRM wśród największych uczestników rynku transakcji walutowych, które miało na celu ustalenie, z jakich metod minimalizacji ryzyka korzystają w celu ograniczenia ryzyka kursowego rozliczenia. Wyniki tego badania zostaną udostępnione w 2007 r. i będą stanowić dla banków centralnych podstawę do oceny przedstawionej w raporcie Banku Rozrachunków Międzynarodowych z 1996 r. „Ryzyko rozliczeniowe w transakcjach walutowych” (ang. *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*) strategii grupy G10 mającej na celu zmniejszenie ryzyka kursowego rozliczeń.

CIĄGŁOŚĆ DZIAŁANIA

W maju 2006 r. Rada Prezesów zatwierdziła raport „Oczekiwania nadzorcze dotyczące ciągłości działania w odniesieniu do systemów płatniczych o znaczeniu systemowym (SIPS)” (ang. *Business Continuity Oversight Expectations for Systemically Important*

¹⁷ Każda operacja walutowa obejmuje dwie transakcje, po jednej dla każdej zastosowanej waluty. Tak więc w grudniu 2006 r. w systemie CLS dokonano rozrachunku operacji o średniej dziennej wartości równoważnej około 1,3 bilionów euro.

Payment Systems – SIPS). Celem tego raportu jest ustanowienie zharmonizowanych zasad nadzoru ciągłości działania w strefie euro, promując w ten sposób równe reguły gry (ang. *level playing field*). Zawiera on wytyczne dotyczące nadzoru dla operatorów SIPS, mające na celu osiągnięcie wystarczającego i stałego poziomu elastyczności poprzez wspieranie działań rynku ukierunkowanych na poprawę zdolności do powrotu do normalnego stanu i wznowienia działania. Raport przedstawia konkretne oczekiwania dotyczące wdrożenia w pełni operacyjnej dodatkowej lokalizacji oraz kładzie nacisk na potrzebę regularnego testowania i szkolenia pracowników zajmujących kluczowe stanowiska. Testy te powinny uwzględniać różne prawdopodobne scenariusze, a ich wyniki powinny być przekazywane innym zainteresowanym stronom. Raport zwraca również uwagę na to, że konieczne jest, aby SIPS a) wprowadził przejrzyste procedury zarządzania i komunikacji w sytuacjach kryzysowych, b) posiadał alternatywne środki komunikacji na potrzeby przekazywania informacji po ustaniu sytuacji kryzysowej oraz c) zapewnił odpowiednie kanały komunikacji z właściwymi organami. Niektóre z oczekiwań mają wpływ na kluczowych uczestników SIPS oraz strony trzecie będące dostawcami podstawowych usług zewnętrznych dla SIPS. SIPS powinien zrealizować oczekiwania nadzorcze i poddać je odpowiednim testom do czerwca 2009 r., natomiast kluczowi uczestnicy i strony trzecie będące dostawcami usług - do czerwca 2010 r. Do czerwca 2009 r. Eurosystem będzie przeprowadzał regularny przegląd w celu dokonania pomiaru postępów SIPS w zakresie realizacji oczekiwań oraz aby ocenić ryzyko ewentualnych opóźnień.

We wrześniu 2006 r. EBC zorganizował konferencję, której celem było przekazanie informacji i doświadczeń w tym zakresie oraz omówienie zagadnień dotyczących ciągłości działania w zintegrowanej strefie euro. W konferencji tej wzięli udział przedstawiciele banków centralnych, instytucji finansowych oraz operatorów infrastruktury rynku

płatniczego i rynku papierów wartościowych z UE i spoza UE.

SWIFT

SWIFT sam w sobie nie jest ani systemem płatności, ani systemem rozrachunków i jako taki nie jest podmiotem regulowanym. Niemniej jednak, z uwagi na jego systemowe znaczenie dla globalnego rynku finansowego, zdaniem banków centralnych grupy G10 SWIFT powinien podlegać nadzorowi ze strony banków centralnych, z Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique jako głównym organem nadzorczym. Nadzór nad SWIFT koncentruje się wokół celów dotyczących bezpieczeństwa, niezawodności eksploatacyjnej, ciągłości działania oraz elastyczności infrastruktury SWIFT. Aby zapewnić realizację tych celów przez SWIFT, organy nadzorcze przeprowadzają regularną ocenę tego, czy SWIFT wprowadza odpowiednie zasady zarządzania, struktury, procesy, procedury zarządzania ryzykiem oraz kontrole pozwalające na efektywne zarządzanie potencjalnym ryzykiem, które może zagrażać stabilności finansowej oraz stabilności infrastruktury finansowej. Obecnie nadzór nad SWIFT opiera się na powszechnie akceptowanych zasadach i wspólnych praktykach rynkowych. Stanowią one podstawę metodologii nadzoru koncentrującego się na ryzyku, która ma zastosowanie do działań biznesowych SWIFT, istotnych dla stabilności finansowej. W kontekście udziału we wspólnym nadzorze nad SWIFT, w 2006 r. EBC, wspólnie z bankami centralnymi grupy G10, prowadził prace mające na celu określenie oczekiwań dotyczących wysokiej jakości nadzoru, które byłyby odpowiednie na potrzeby oceny SWIFT, uwzględniając jego istniejącą strukturę, procesy, kontrole i procedury. Prace na oczekiwaniach nadzorczych zostaną prawdopodobnie sfinalizowane, a wyniki uwzględnione włączone w stosowanej przez grupę nadzorczą metodologii nadzoru ukierunkowanej na ryzyko w 2007 r. (zob. także podrozdział 2 rozdziału 6).

4.2 DETALICZNE USŁUGI PŁATNICZE

Prowadzony przez Eurosystem nadzór obejmuje również systemy płatności detalicznych. W 2006 r. Eurosystem w dalszym ciągu monitorował sprawne funkcjonowanie pierwszej paneuropejskiej automatycznej izby rozliczeniowej dla płatności grupowych w euro, STEP2, zarządzanej i obsługiwanej przez EBA CLEARING. Ponieważ oceny nadzorcze systemów płatności detalicznych podlegających nadzorowi Eurosystemu zostały zakończone w 2005 r., uznano, że nie ma potrzeby przeprowadzenia nowej tury skoordynowanych ocen w roku 2006 r.

4.3 ROZLICZANIE I ROZRACHUNEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Eurosystem poświęca dużo uwagi sprawnemu funkcjonowaniu systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, ponieważ zakłócenia w rozliczaniu, rozrachunku i przechowywaniu zabezpieczeń mogłyby zagrozić realizacji polityki pieniężnej, sprawnemu funkcjonowaniu systemów płatniczych oraz utrzymaniu stabilności finansowej.

Eurosystem ocenia zgodność systemów rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement systems – SSS*) w strefie euro ze „Standardami użytkowania systemów rozrachunku papierów wartościowych UE w operacjach kredytowych ESBC” (ang. *Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations*), znanymi jako „standardy użytkownika Eurosystemu”; oceniana jest również wzajemna zgodność połączeń pomiędzy tymi systemami.

W 2006 r. EBC przyczynił się do podjęcia przez Komisję Europejską i Radę UE prac nad przeglądem dyrektywy w sprawie zamknięcia rozliczeń oraz debaty na temat tego, czy Wspólnota powinna asygnować haską konwencję o papierach wartościowych (ang. *Hague Securities Convention*). EBC wniósł

również swój wkład w trwające obecnie prace nad raportem Komitetu ds. Płatności i Systemów Rozrachunku na temat zasad rozliczania i rozrachunku dla pozagiełdowych instrumentów pochodnych¹⁷. W kwietniu 2006 r. EBC współorganizował razem z Bankiem Rezerw Federalnych w Chicago konferencję, która odbyła się we Frankfurcie, poświęconą zagadnieniom rozliczeń partnerów centralnych.

OCENA SYSTEMÓW ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH POD KĄTEM STANDARDÓW UŻYTKOWNIKA

W 2006 r. wdrożone zostały nowe zasady emisji, przechowywania oraz rozrachunku międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych. Takie papiery wartościowe, emitowane wspólnie przez dwa międzynarodowe centralne depozyty papierów wartościowych (MCDPW) (ang. *international central securities depositories – ICSD*) – belgijski Euroclear Bank oraz Clearstream Banking Luxembourg – stanowią znaczną część papierów wartościowych, które mogą być prawnie wykorzystywane w operacjach kredytowych Eurosystemu. W ramach nowej, ocenionej przez Eurosystem struktury, emisję papierów wartościowych reprezentuje nowa forma globalnego certyfikatu na okaziciela – „nowy globalny skrypt dłużny” (*the „New Global Note” – NGN*). Międzynarodowe dłużne papiery wartościowe w formie globalnego certyfikatu na okaziciela wyemitowane przez MCDPW po 31 grudnia 2006 r. będą kwalifikowane jako zabezpieczenia dla operacji Eurosystemu wyłącznie pod warunkiem zastosowania formy NGN. Papiery wartościowe wyemitowane przed tą datą lub w tym dniu nadal będą kwalifikować się do wykorzystania jako zabezpieczenie przez cały okres ich ważności.

Roczna ocena SSS w strefie euro, jak również ocena *ad hoc* połączeń pomiędzy tymi systemami, potwierdziły wysoki ogólny poziom zgodności ze standardami oraz fakt, że SSS

¹⁷ <http://www.bis.org/press/p060213b.htm>.

nadal prowadziły starania zmierzające do dalszego zwiększenia zgodności.

W ramach przygotowań do wejścia Słowenii do strefy euro 1 stycznia 2007 r., Rada Prezesów przeprowadziła ocenę słoweńskiego SSS (KDD). Szczegółowa analiza wykazała, że słoweński system kwalifikuje się do wykorzystania na potrzeby polityki pieniężnej Eurosystemu oraz śróddziennych operacji kredytowych.

OPRACOWANIE STANDARDÓW ROZLICZANIA I ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ

W 2001 r. Rada Prezesów zatwierdziła zasady współpracy ESBC i Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators – CESR*) w zakresie systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych. W 2004 r. grupa robocza ESBC-CESR opracowała projekt raportu na temat „Standardów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej” (ang. *Standards for Securities Clearing and a Settlement in the European Union*) w celu dostosowania zaleceń CPSS-IOSCO dotyczących SSS do środowiska UE. W kolejnych dwóch latach grupa robocza ESBC-CESR kontynuowała prace w tym zakresie, których celem było opracowanie „metodologii oceny” stanowiącej wytyczne odnoszące się do skutecznego wdrażania standardów. Wiele zagadnień otwartych, jak na przykład szczególne wymagania dla CSD posiadających licencję bankową oraz współpraca pomiędzy właściwymi organami, poddanych zostało analizie przeprowadzonej w ścisłej współpracy z uczestnikami rynku i organami nadzoru bankowego. W 2006 r. dokonany został jednak niewielki postęp w tej dziedzinie.

11 lipca 2006 r. Komisja Europejska zachęciła przedstawicieli sektora do obniżenia kosztów rozliczania i rozrachunków w UE. W tym celu, 7 listopada 2006 r. przedstawiciele Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych,

Europejskiego Stowarzyszenia Izb Rozliczeniowych Partnerów Centralnych, Europejskiego Stowarzyszenia Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych (*Federation of European Securities Exchanges, the European Association of Central Counterparty Clearing Houses, the European Securities Depositories Association*) oraz członkowie innych instytucji należących do tych grup podpisali kodeks postępowania. Kodeks ten ma na celu wspieranie konkurencji oraz poprawę efektywności rozliczania i rozrachunku w UE, zapewniając przejrzystość cen, prawa dostępu, współdziałanie infrastruktur, segmentację usług oraz rachunkowość regulacyjną. Nie poświęca on jednak uwagi stabilności finansowej oraz harmonizacji ustawodawstwa, a zatem nadal aktualna jest potrzeba opracowania standardów ESBC-CESR.



ROZDZIAŁ 5

STOSUNKI EUROPEJSKIE I MIĘDZYNARODOWE

I ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE

W 2006 r. EBC nadal utrzymywał regularne kontakty z instytucjami i organami UE, w szczególności z Parlamentem Europejskim, Radą ECOFIN, Eurogrupą oraz Komisją Europejską (zob. rozdział 6). Prezes EBC uczestniczył w posiedzeniach Rady ECOFIN, podczas których omawiano sprawy związane z zadaniami i celami ESBC, oraz w posiedzeniach Eurogrupy. Prezes Eurogrupy oraz Komisarz ds. Gospodarczych i Walutowych uczestniczyli, gdy uznali to za stosowne, w spotkaniach Rady Prezesów.

I.1 ZAGADNIENIA STRATEGICZNE

PAKT STABILNOŚCI I WZROSTU

W 2006 r. pięć państw członkowskich należących do strefy euro (Niemcy, Grecja, Francja, Włochy i Portugalia) oraz siedem państw członkowskich spoza strefy euro (Republika Czeska, Cypr, Węgry, Malta, Polska, Słowacja oraz Wielka Brytania) nadal podlegało procedurze nadmiernego deficytu. W dniu 1 stycznia 2006 r. Rada ECOFIN potwierdziła wystąpienie nadmiernego deficytu w Wielkiej Brytanii. Procedura nadmiernego deficytu została natomiast zakończona w stosunku do Cypru w czerwcu 2006 r., a w stosunku do Francji w styczniu 2007 r., po uzyskaniu potwierdzenia, że państwa te na trwałe i w sposób wiarygodny obniżyły swój deficyt poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB.

W marcu 2006 r. Rada ECOFIN wezwała Niemcy, zgodnie z art. 104 ust. 9 Traktatu, do podjęcia działań mających na celu obniżenie deficytu. Był to drugi przypadek zastosowania przez Radę ECOFIN tego rodzaju środka, w tym pierwszy raz po nowelizacji Paktu Stabilności i Wzrostu w marcu 2005 r. W tym kontekście Rada postanowiła wydłużyć termin na skorygowanie deficytu przez Niemcy do 2007 r. W październiku 2006 r. Rada ECOFIN wydała zmienione zalecenia dla Węgier, w których, z uwagi na pogarszającą się sytuację budżetową w tym kraju, termin skorygowania nadmiernego deficytu został wydłużony z roku 2008 na rok

2009. W listopadzie 2006 r. Rada przyjęła decyzję stwierdzającą, zgodnie z art. 104 ust. 8 Traktatu, że działania podjęte przez Polskę są niewystarczające, aby skorygować jej nadmierny deficyt do 2007 r.

We wszystkich innych przypadkach działania podejmowane przez państwa członkowskie w odpowiedzi na otrzymane zalecenia i wezwania nie poskutkowały podjęciem dalszych czynności proceduralnych. Niemniej jednak, w niektórych państwach (w szczególności we Włoszech i Portugalii) stwierdzono braki dotyczące zgodności z pośrednimi celami konsolidacyjnymi oraz zagrożenia dla planowanych ścieżek konsolidacji, które wymagają dokładnego monitorowania. Dane z ostatniego okresu wskazują, że Niemcy, Grecja, Malta oraz Wielka Brytania prawdopodobnie zgłoszą osiągnięcie deficytu na poziomie poniżej 3% PKB w 2006 r. Zanim jednak procedury nadmiernego deficytu w stosunku do tych państw zostaną zakończone, wyniki te wymagają potwierdzenia i oceny pod kątem stabilności.

W 2006 r. dokonany został dalszy postęp w zakresie oceny długoterminowej stabilności finansów publicznych w państwach członkowskich UE. W lutym Komitet Polityki Gospodarczej UE (KPG) wraz z Komisją Europejską opublikowały raport na temat wpływu starzenia się społeczeństwa na sytuację budżetową¹. Raport ten, aktualizujący raporty KPG/Komisji z 2001 r. i 2003 r. na temat starzenia się społeczeństwa, zawierał szacunkowe obliczenia dotyczące obciążeń fiskalnych spowodowanych starzeniem się

¹ „Wpływ starzenia się społeczeństwa na poziom wydatków publicznych: projekcje dla 25 państw członkowskich UE dotyczące emerytur i rent, opieki zdrowotnej, opieki długoterminowej, edukacji oraz wypłat zasiłków dla osób bezrobotnych (2004-2005)” (*The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2005)*), Raport specjalny dotyczący gospodarki europejskiej nr 1/2006, Komitet Polityki Gospodarczej i Komisja Europejska (*European Economy Special Report no. 1/2006, Economic Policy Committee and European Commission*).

społeczeństwa dotykających państwa członkowskie UE. Obliczenia te zostały przeprowadzone w oparciu o wspólnie ustalone założenia dotyczące zachowań kluczowych zmiennych demograficznych i makroekonomicznych. W przypadku strefy euro, oraz w przypadku całej UE, badanie to wykazało, że do osiągnięcia stabilnej pozycji niezbędna będzie poprawa strukturalnej sytuacji budżetowej o około 3,5% PKB w porównaniu z poziomem w 2005 r. Aktualne obliczenia są jednak ściśle uzależnione od przyjętych założeń, co podkreśla znaczenie dalszego udoskonalania istniejących metodologii. Zamieszczone w raporcie szacunkowe obliczenia posłużyły jako dane wyjściowe do kolejnych analiz długoterminowej stabilności fiskalnej w państwach członkowskich UE, zarówno w kontekście analizy programów stabilności i konwergencji, jak również w opublikowanym w listopadzie 2006 r. pierwszym raporcie Komisji na temat stabilności². W tej sytuacji kontynuowane są również prace nad opracowaniem odpowiedniej metodologii uwzględniającej zobowiązania niejawnie przy ocenie średniookresowych celów budżetowych państw członkowskich.

STRATEGIA LIZBOŃSKA

Jesienią 2006 r. państwa członkowskie złożyły raporty z postępów w realizacji krajowych programów reform na lata 2005-2008, zgodnie z przedstawionymi w 2005 r. wnioskami Rady Europejskiej z przeglądu realizacji strategii lizbońskiej – szeroko zakrojonego programu reform gospodarczych, społecznych i środowiskowych w ramach UE³. Programy te przedstawiają strategię reform strukturalnych państw członkowskich oraz przegląd postępów, jakie państwa te poczyniły do tej pory w zakresie realizacji swoich zobowiązań. Obejmują one zapewnienie stabilności finansów publicznych (w szczególności poprzez reformę emerytur i systemów opieki zdrowotnej), zreformowanie rynków pracy i produktów oraz systemów ubezpieczeń społecznych, inwestycje w działalność badawczo-rozwojową i innowacje oraz poprawę przepisów prawnych dotyczących

działalności gospodarczej (zob. również rozdział 1).

Raporty z postępów prac nad realizacją krajowych programów reform zostały poddane ocenie przez Radę ECOFIN, przy współpracy z Komitetem Polityki Gospodarczej, oraz przez Komisję Europejską, która w grudniu 2006 r. opublikowała swój drugi roczny raport z postępów w zakresie wzrostu i zatrudnienia (ang. *Annual Progress Report on Growth and Jobs*). EBC przywiązuje duże znaczenie do wdrażania reform strukturalnych i z zadowoleniem przyjmuje determinację Komisji i państw członkowskich w realizacji strategii lizbońskiej na szczeblu Wspólnoty i na szczeblu krajowym. Szczególnie istotne jest, aby kraje strefy euro działały w sposób kompleksowy przy wprowadzaniu reform, ponieważ państwa te ponoszą wspólną odpowiedzialność za zapewnienie płynnego funkcjonowania UGW.

DYREKTYWA W SPRAWIE USŁUG NA RYNKU WEWNĘTRZNYM

W ramach realizacji celu zakładającego uzupełnienie Rynku Wewnętrznego, w styczniu 2004 r. Komisja Europejska przedstawiła projekt dyrektywy znoszącej bariery prawne i administracyjne w odniesieniu do transgranicznego świadczenia usług. Po wprowadzeniu istotnych zmian w trakcie procesu legislacyjnego, 15 listopada 2006 r. Parlament Europejski oraz Rada UE osiągnęły porozumienie w sprawie projektowanej dyrektywy, która została przyjęta 12 grudnia 2006 r.

Odpowiednie wdrożenie tej dyrektywy przyniesie wymierne korzyści zarówno dla dostawców usług, jak również dla użytkowników. Będzie ona zakazywać wprowadzania określonych ograniczeń

2 „Długoterminowa stabilność finansów publicznych w Unii Europejskiej” (ang. „*The long-term sustainability of public finances in the European Union*”), Gospodarka Europejska nr 4/2006, Komisja Europejska (ang. *European Economy No. 4/2006, European Commission*).

3 Zob. Raport Roczny EBC za 2005 r. s. 140-141.

w zakresie świadczenia usług transgranicznych i ustanowi przejrzyste kryteria dla wymogów, jakie państwa członkowskie mogą stosować wobec dostawców usług z innych państw UE. Będzie również sprzyjać „swobodzie przedsiębiorczości”, ułatwiając dostawcom usług zakładanie działalności gospodarczej w innych państwach członkowskich.

Dyrektywa ta powinna umożliwić UE eksploatację niewykorzystanego jeszcze potencjału wzrostu gospodarczego i zwiększenie poziomu zatrudnienia w sektorze usług, w szczególności poprzez zwiększenie konkurencji transgranicznej oraz obniżenie kosztów prowadzenia działalności gospodarczej. W rezultacie oczekuje się, że dyrektywa ta przyniesie poprawę wydajności pracy i produkcji, będzie wspomagać wzrost gospodarczy w perspektywie średnio- i długoterminowej oraz przyczyni się do obniżenia cen w sektorze usług, zapewniając tym samym korzyści konsumentom. Korzyści będą prawdopodobnie odnosić również inne gałęzie gospodarki wykorzystujące usługi jako jeden z czynników swojego procesu produkcyjnego⁴.

1.2 ZAGADNIENIA INSTYTUCJONALNE

RAPORTY O KONWERCENCJI

W odpowiedzi na wniosek Litwy i Słowenii, zarówno EBC, jak również Komisja Europejska, przygotowały, zgodnie z art. 122 Traktatu, raporty o konwergencji dotyczące postępów tych dwóch państw w realizacji warunków wymaganych do przystąpienia do strefy euro. Opierając się na tych raportach, opublikowanych w dniu 16 maja 2006 r., oraz na propozycji Komisji, Rada ECOFIN podjęła w dniu 11 lipca 2006 r. decyzję o zezwoleniu Słowenii na wprowadzenie euro jako waluty państwa z dniem 1 stycznia 2007 r. (zob. rozdział 3). W dniu 5 grudnia 2006 r. EBC i Komisja Europejska opublikowały swoje stałe, przygotowywane raz na dwa lata, raporty o konwergencji, w których przedstawiono sytuację Republiki Czeskiej, Estonii, Cypru,

Łotwy, Węgier, Malty, Polski, Słowacji i Szwecji. Żadne z tych państw członkowskich nie spełniło warunków niezbędnych dla przyjęcia euro.

W nawiązaniu do dyskusji prowadzonej w Radzie ECOFIN, Komisja Europejska i EBC wyjaśniły interpretację i zastosowanie kryterium stabilności cen w odniesieniu do rozszerzenia strefy euro. W dniu 10 października 2006 r. Rada ECOFIN ponownie potwierdziła, że wartość referencyjną dla stabilności cen należy obliczać jako średnią stopę inflacji trzech państw członkowskich UE uzyskujących najlepsze wyniki powiększoną o 1,5 punktu procentowego.

TRAKTAT KONSTYTUCYJNY

W 2006 r. EBC w dalszym ciągu śledził proces ratyfikacyjny Traktatu ustanawiającego Konstytucję dla Europy (Traktat Konstytucyjny), ponieważ wiele zawartych w nim postanowień odnosi się do ESBC. EBC zauważył, że proces ratyfikacyjny był kontynuowany pomimo odrzucenia Traktatu Konstytucyjnego we Francji i Holandii w 2005 r. Liczba państw członkowskich, które ratyfikowały Traktat Konstytucyjny, lub które są bliskie formalnego zakończenia procesu ratyfikacyjnego, wzrosła do 18. Są to następujące kraje: Belgia, Bułgaria, Niemcy, Estonia, Grecja, Hiszpania, Włochy, Cypr, Łotwa, Litwa, Luksemburg, Węgry, Malta, Austria, Rumunia, Słowenia, Słowacja i Finlandia.

EBC wspiera cele Traktatu Konstytucyjnego, który dąży do przejrzystego przedstawienia prawnych i instytucjonalnych ram UE oraz do zwiększenia możliwości działania UE zarówno na szczeblu europejskim, jak i międzynarodowym, oraz do potwierdzenia istniejących ram polityki pieniężnej. Podczas

⁴ Dodatkowe informacje można odnaleźć w dokumencie „Konkurencja, produktywność i ceny w sektorze usług strefy euro” (ang. *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*), Dokument Okolicznościowy EBC nr 44, kwiecień 2006r. (ang. *ECB Occasional Paper No. 44, April 2006*).

Prezydencji Niemiec i Portugalii w UE w 2007 r. kontynuowane są dyskusje na temat dalszych postępów w zakresie reformy instytucjonalnej UE.

PRZEDSTAWICIELSTWO ZEWNĘTRZNE

Od początku istnienia Unii Walutowej, EBC odgrywa rolę kluczowego partnera na szczeblu międzynarodowym i ma swoich przedstawicieli w odpowiednich instytucjach międzynarodowych.

W dziedzinie spraw gospodarczych, porozumienia dotyczące przedstawicielstwa zewnętrznego UGW odzwierciedlają fakt, że polityka gospodarcza pozostała w dużej mierze w zakresie kompetencji państw członkowskich. W ostatnich latach dokonany został jednak pewien postęp w kierunku bardziej ujednoliconego przedstawicielstwa.

W ostatnim okresie Eurogrupa i Rada ECOFIN rozważały propozycje wzmocnienia przedstawicielstwa w kwestiach dotyczących UGW na szczeblu międzynarodowym oraz propozycje usprawnienia wewnętrznej koordynacji w tym zakresie. Zatwierdzony został w szczególności aktywny udział Prezesa Eurogrupy w spotkaniach grupy G7 oraz uczestnictwo Komisji Europejskiej w organach międzynarodowych, takich jak grupa G20.

REFORMA PROCEDUR KOMITOLOGII UE

W lipcu 2006 r. Rada UE, Parlament Europejski oraz Komisja Europejska uzgodniły reformę systemu komisji, w ramach którego przyjmowane jest ustawodawstwo wspólnotowe, znanego jako procedury komitologii. Głównym elementem tej reformy jest wprowadzenie „procedury ustawodawczej połączonej z kontrolą”, która w znaczący sposób wzmacnia uprawnienia Parlamentu Europejskiego w zakresie środków wykonawczych.

Reforma ta ma szczególne znaczenie dla procesu Lamfalussy’ego w odniesieniu do rynku sektora finansowego, którego główną cechą jest przyznanie uprawnień



wykonawczych Komisji. Dzięki tej reformie proces Lamfalussy’ego nadal będzie mógł odgrywać znaczącą rolę w ułatwianiu i przyspieszaniu integracji finansowej UE (zob. również rozdział 4).

I.3 SYTUACJA W PAŃSTWACH PRZYSTĘPUJĄCYCH I KANDYDUJĄCYCH DO CZŁONKOWSTWA W UE ORAZ KONTAKTY Z NIMI

EBC zacieśnił swoją współpracę z bankami centralnymi państw przystępujących oraz kandydujących, przyjmując za cel zapewnienie sprawnego procesu integracji walutowej w UE. Współpraca ta rozwijała się równolegle z ogólnym dialogiem instytucjonalnym pomiędzy UE a tymi państwami.

Po podpisaniu w dniu 25 kwietnia 2005 r. Traktatu Akcesyjnego przez Bułgarię i Rumunię, prezesa Banca Națională a României i Bułgarska narodna banka (Българска народна банка) od 16 czerwca 2005 r. uczestniczyli w charakterze obserwatorów w posiedzeniach Rady Ogólnej EBC, a eksperci z tych dwóch banków brali udział jako obserwatorzy w posiedzeniach komitetów ESBC. Ponadto, coroczne spotkania na wysokim szczeblu z Banca Națională a României oraz Bułgarska narodna banka (Българска народна банка) odbyły się we Frankfurcie, odpowiednio, 15 listopada i 6 grudnia 2006 r. W październiku 2006 r. trzy banki centralne strefy euro (Banque de France, Banca d’Italia oraz De Nederlandsche Bank) zakończyły swoją współpracę techniczną z Banca Națională a României realizowaną w formie finansowanego przez UE programu współpracy bliźniaczej, który został zainicjowany na początku 2005 r. Podobny system został wprowadzony w Bułgarska narodna banka

(Българска народна банка) w październiku 2006 r.

26 września 2006 r. Komisja Europejska uznała, że Bułgaria i Rumunia poczyniły znaczące postępy w swoich przygotowaniach do wstąpienia do UE. Komisja zaproponowała zastosowanie dodatkowych środków celem dalszego monitorowania wdrażania wymogów UE w ograniczonej liczbie obszarów, z których żaden nie dotyczył jednak sfery monetarnej. Bułgaria i Rumunia przystąpiły do UE 1 stycznia 2007 r., a ich banki centralne stały się pełnoprawnymi członkami ESBC.

Po otwarciu negocjacji akcesyjnych z Turcją w dniu 3 października 2005 r., w dniu 12 czerwca 2006 r. Komisja rozpoczęła negocjacje w sprawie poszczególnych rozdziałów *acquis communautaire*. W dniu 29 listopada 2006 r. przedstawiła ona swoje zalecenia dotyczące kontynuowania negocjacji w sprawie przystąpienia Turcji. Komisja zaleciła, aby rozdziały, w zakresie których zakończone zostały przygotowania techniczne, pozostały otwarte, natomiast rozpoczęcie negocjacji w sprawie kolejnych ośmiu rozdziałów powinno zostać zawieszane do momentu wypełnienia przez Turcję jej zobowiązań. Na posiedzeniu, które odbyło się w dniach 14-15 grudnia 2006 r., Rada Europejska podjęła decyzję o realizacji zaleceń Komisji. EBC kontynuował prowadzony od dawna strategiczny dialog na wysokim szczeblu z Centralnym Bankiem Republiki Turcji, w ramach którego w dniu 28 czerwca 2006 r. odbyło się spotkanie na szczeblu Zarządu. Dyskusje dotyczyły najnowszych zmian makroekonomicznych i finansowych w Turcji, przyjęcia w polityce pieniężnej Turcji strategii celu inflacyjnego oraz sytuacji gospodarczej i monetarnej w strefie euro.

Po podjętej 3 października 2005 r. decyzji Rady UE o rozpoczęciu negocjacji akcesyjnych z Chorwacją, pierwszy etap negocjacji rozpoczął się w czerwcu 2006 r. EBC zacieśnił kontakty dwustronne z Chorwackim Bankiem Narodowym, goszcząc jego Prezesa na

pierwszym spotkaniu wysokiego szczebla w ramach dialogu przedakcesyjnego, które odbyło się we Frankfurcie w październiku 2006 r.

W grudniu 2005 r. Była Jugosłowiańska Republika Macedonii uzyskała status kandydata. Rada Europejska postanowiła jednak, że negocjacje nie rozpoczną się dopóki nie zostaną spełnione określone warunki, w tym skuteczne wdrożenie podpisanego z UE Układu o Stabilizacji i Stowarzyszeniu. W 2006 r. nasiliły się kontakty pomiędzy EBC oraz Narodowym Bankiem Republiki Macedonii, co znalazło swoje odzwierciedlenie, między innymi, w zapewnieniu przez EBC dodatkowej pomocy technicznej, oprócz pomocy ze strony wielu krajowych banków centralnych.

2 ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE

2.1 NAJWAŻNIEJSZE KIERUNKI ROZWOJU MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU MONETARNEGO I FINANSOWEGO

NADZÓR NAD POLITYKĄ MAKROEKONOMICZNĄ W GOSPODARCE GLOBALNEJ

Eurosystem odgrywa znaczącą rolę w procesie międzynarodowego, wielostronnego nadzoru nad polityką makroekonomiczną, uczestnicząc w spotkaniach organizacji międzynarodowych, takich jak MFW, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) i BRM oraz forach, takich jak spotkania ministrów finansów i prezesów banków centralnych państw z grupy G7 i G20. We wszystkich znaczących instytucjach i forach przyznano EBC status członkowski (np. w grupie G20) lub statut obserwatora (np. MFW). EBC ocenia kierunki rozwoju międzynarodowej polityki gospodarczej w celu działania na rzecz stabilności środowiska makroekonomicznego oraz właściwej polityki makroekonomicznej i finansowej.

Najważniejszą tendencją w zakresie międzynarodowej polityki gospodarczej w 2006 r. było utrzymywanie się znaczącej globalnej nierównowagi obrotów bieżących⁵. W Stanach Zjednoczonych deficyt na rachunkach obrotów bieżących osiągnął prawie 6,6% PKB, w porównaniu z 6,4% w poprzednim roku; obecnie Stany Zjednoczone pochłaniają około 75% globalnych oszczędności netto. Główne odpowiedniki dla deficytu Stanów Zjednoczonych odnaleźć można w Azji i w krajach eksportujących ropę naftową. W Azji utrzymywały się znaczne nadwyżki obrotów bieżących, sięgające średnio około 4,3% PKB, co jest wartością zbliżoną do poziomu z 2005 r. W szczególności, nadwyżki obrotów bieżących osiągnęły ponad 7,2% w Chinach, około 3,7% w Japonii i 2,7% w grupie „pozostałych azjatyckich krajów rozwijających się”. W 2006 r. kraje eksportujące ropę naftową odnotowały średnio znacznie wyższą nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (18,2% PKB), niż w 2005 r. (15,1%)⁶. Niektóre gospodarki azjatyckie i eksportujące ropę naftową nadal gromadziły też znaczne

ilości rezerw. Ich akumulacja była szczególnie wysoka w przypadku Chin, w których poziom rezerw walutowych osiągnął ok. 1biliona USD.

Eurosystem wielokrotnie zwracał uwagę na ryzyko i niepewność związane z taką nierównowagą, deklarując pełne poparcie dla wspólnych wysiłków zmierzających do rozwiązania tej kwestii, jak to zostało przedstawione w komunikatach grupy G7 z dnia 21 kwietnia oraz 16 września 2006 r. Wszystkie najważniejsze gospodarki powinny przyczynić się do ciągłej i uporządkowanej korekty nierównowagi, aby zachować i wzmocnić perspektywę globalnego wzrostu i stabilności. Ta międzynarodowa strategia przewidywałaby: a) zwiększenie oszczędności prywatnych i publicznych w krajach wykazujących deficyt; b) przeprowadzenie dalszych reform strukturalnych w krajach o dojrzałej gospodarce, ale stosunkowo niskim potencjale wzrostu oraz na rynkach rozwijających się, gdzie występuje potrzeba zwiększenia absorpcji krajowej i poprawy alokacji kapitału oraz c) działanie na rzecz uelastycznienia kursów wymiany walut w dużych krajach i regionach, tam gdzie elastyczności tej brakuje. Pomimo iż, wiele zmian i strategii obrało w 2006 r. właściwy kierunek, co obejmuje również zwiększenie dziennej zmienności kursu chińskiego renminbi w porównaniu z początkiem roku, dla znacznego zmniejszenia globalnej nierównowagi niezbędne są dalsze korekty.

Przedmiotem nadzoru międzynarodowej polityki gospodarczej jest również strefa euro. Zarówno MFW, jak i Komitet Przeglądów Gospodarczych i Rozwoju OECD dokonywały regularnych przeglądów strefy euro w ramach uzupełnienia przeglądów poszczególnych

5 Dane szacunkowe dotyczące 2006 r. przedstawione w tej sekcji oparte są na projekcjach zawartych w raporcie MFW. „World Economic Outlook” z września 2006 r.

6 Wyrażone jako procent światowego PKB; dane za rok 2006, na podstawie danych MFW; obejmowały deficyt około 1,8% w przypadku Stanów Zjednoczonych oraz nadwyżki wynoszące około 0,4% w przypadku Chin, 0,35% w przypadku Japonii, 0,2% w przypadku grupy „azjatyckich krajów rozwijających się” oraz 1,2% w przypadku państw eksportujących ropę naftową.

państw strefy. Podczas tych przeglądów badano politykę pieniężną, finansową i gospodarczą strefy euro. Konsultacje MFW, przeprowadzone w ramach Artykułu IV, oraz przegląd dokonany przez Komitet Przeglądów Gospodarczych i Rozwoju OECD doprowadziły do wartościowej wymiany poglądów pomiędzy tymi międzynarodowymi organizacjami a EBC, prezydencją Eurogrupy i Komisją Europejską. W wyniku tych dyskusji MFW i OECD opracowały raport przedstawiający ocenę polityki strefy euro⁷.

MIĘDZYNARODOWA ARCHITEKTURA FINANSOWA

MFW kontynuuje prace nad przeglądem strategicznym, którego celem jest określenie średniookresowych priorytetów działań oraz poprawa skuteczności instrumentów operacyjnych Funduszu. ESBC monitoruje i wnosi swój wkład w toczące się dyskusje, które odbywają się nie tylko w ramach samego Funduszu, ale również na różnych forach międzynarodowych, takich jak grupa G7 i G20. Ważne obszary objęte tym przeglądem to nadzór MFW, rola Funduszu na rynkach rozwijających się oraz kwestie związane z zarządzaniem, takie jak udział oraz prawo głosu w MFW.

Reforma ram nadzorczych MFW przybiera konkretne formy. Członkowie Funduszu zgodnie uznali, że nadzór powinien w sposób bardziej szczegółowy obejmować kwestie dotyczące rynków finansowych i kapitałowych. Uznano ponadto, że w przyszłości istotne będzie zwrócenie większej uwagi na kwestie wielostronne oraz kwestie związane z międzynarodowymi konsekwencjami działań podejmowanych na szczeblu krajowym. W czerwcu 2006 r. MFW rozpoczął nowy proces konsultacji wielostronnych, mający stanowić forum dla debaty pomiędzy zainteresowanymi stronami wspólnej kwestii gospodarczej, charakteryzującej się wzajemnymi powiązaniem pomiędzy tymi stronami oraz powiązaniem z innymi gospodarkami. W uzupełnieniu dwustronnego nadzoru MFW, pierwsze wielostronne konsultacje dotyczą realizacji polityki mającej na celu wyeliminowanie globalnej

nierównowagi w sposób uporządkowany, podtrzymując jednocześnie proces globalnego wzrostu. Pięć stron-uczestników konsultacji to Stany Zjednoczone, Japonia, Chiny, Arabia Saudyjska oraz strefa euro, reprezentowana przez prezydencję Eurogrupy, Komisję Europejską i EBC. Ponadto, mając na uwadze poprawę skuteczności nadzoru, członkowie MFW nadal zastanawiają się nad koniecznością wprowadzenia zmian w podstawach prawnych dotyczących nadzoru Funduszu. Trwają również dyskusje na temat sposobu rozwiązywania kwestii dotyczących kursów walutowych w kontekście działań nadzorczych MFW.

Jeżeli chodzi o znaczenie MFW na rynkach rozwijających się, członkowie Funduszu prowadzą dyskusje nad wprowadzeniem nowego instrumentu płynności, oraz jego cechami, przeznaczonego dla państw posiadających dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych oraz prowadzących twardą i zdecydowaną politykę gospodarczą.

Dokonano również znaczących postępów w zakresie umacniania zarządzania MFW, kwestii szeroko dyskutowanej w ostatnich latach. Celem jest zapewnienie wszystkim członkom MFW sprawiedliwych i odpowiednich praw głosu. Mówiąc bardziej dokładnie, alokacja praw głosu powinna odpowiadać pozycji państw w gospodarce światowej, przy czym zwiększone powinny zostać prawa głosu państw rozwijających się i państw w okresie przejściowym. Podczas dorocznego spotkania, które odbyło się we wrześniu 2006 r., członkowie MFW podjęli decyzję o zwiększeniu ad hoc udziałów czterech państw (Chin, Korei, Meksyku i Turcji). Nadal będą prowadzone prace nad kwestią udziałów i praw głosu, w tym nad nową formułą rozdziału udziałów, drugą turą zwiększenia udziałów – w oparciu o nową formułę – większej liczby państw oraz zwiększeniem

⁷ Raport MFW: „Euro Area Policies: Staff Report for the 2006 Article IV Consultation”, czerwiec 2006 r.; Raport OECD: „Economic Survey of the Euro Area”, styczeń 2007 r. Oba raporty podkreślają potrzebę przyspieszenia tempa reform strukturalnych w strefie euro.

liczby głosów podstawowych, celem rozszerzenia prawa głosu i udziału w MFW państw uzyskujących niskie dochody oraz państw w okresie przejściowym. Ten zestaw reform powinien zostać zrealizowany najpóźniej przed kolejnym corocznym spotkaniem, które odbędzie się w 2008 r. Jeżeli chodzi o finanse MFW, w maju 2006 r. Dyrektor Zarządzający powołał komisję, której zadaniem jest opracowywanie szczegółowych zaleceń dotyczących zrównoważonego, długoterminowego finansowania kosztów bieżących MFW w obliczu gwałtownie obniżającego się poziomu przychodów z kredytowania oraz braków strukturalnych aktualnego modelu finansowania. Komisja przedstawiła swoje wnioski w pierwszym kwartale 2007 r.



Od kilku lat ważną kwestią poruszaną przez wspólną międzynarodową jest promowanie przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym oraz działanie na rzecz rozwiązywania ich w sposób systematyczny. Zasady stabilnego przepływu kapitałów i sprawiedliwej restrukturyzacji długów w krajach rozwijających się zatwierdzone przez grupę G20 w 2004 r. zyskują międzynarodowe poparcie i obecnie trwają prace związane z wdrażaniem tych zasad. Celem tych rynkowych i dobrowolnych zasad jest dostarczenie wytycznych dotyczących zachowań suwerennych emitentów oraz ich prywatnych wierzycieli w zakresie wymiany informacji, dialogu i ścisłej współpracy. Jak dotąd, ponad 30 państw-emitentów wyraziło swoje poparcie dla tych Zasad i przejawiało szczególne zainteresowanie postępami w ich wdrażaniu. Jeżeli chodzi o inwestorów, Zasady popiera coraz większa liczba instytucji finansowych. Podczas spotkania, które odbyło się w Melbourne 19 listopada 2006 r. ministrowie finansów oraz prezesi banków centralnych z zadowoleniem przyjęli fakt kontynuacji prac w tym zakresie. Procesem wdrażania Zasad kieruje Grupa Doradcza ds. Zasad, w skład której wchodzi wyżsi urzędnicy finansowi i urzędnicy banków centralnych z państw rozwijających się oraz przedstawiciele społeczności prywatnego sektora finansowego.

Na potrzeby wdrażania i rozwoju Zasad powołana została Grupa Autorytetów (ang. *Group of Trustees*), w skład której wchodzi wybitni przedstawiciele świata finansów. Podczas spotkania inauguracyjnego, które odbyło się we wrześniu 2006 r. w Singapurze, Grupa Autorytetów skoncentrowała swoje dyskusje na przeglądzie Zasad i procesu ich wdrażania w ramach międzynarodowej architektury finansowej.

2.2 WSPÓŁPRACA Z KRAJAMI SPOZA UE

Eurosystem, w ramach swojej działalności międzynarodowej, nadal rozwijał kontakty z bankami centralnymi spoza UE, głównie organizując seminaria i warsztaty. Celem tych kontaktów jest gromadzenie informacji i wymiana poglądów na temat sytuacji gospodarczej i monetarnej w różnych regionach świata, z uwzględnieniem jej potencjalnego wpływu na gospodarkę światową oraz strefę euro. W tym kontekście współpraca techniczna stała się istotnym narzędziem wspomagającym rozwój instytucjonalny, zwiększającym możliwości oraz poprawiającym faktyczną zgodność z europejskimi i międzynarodowymi standardami. Eurosystem poszerzył swoją współpracę z bankami centralnymi z państw

sąsiadujących, a EBC zleca pewnej liczbie swoich pracowników zadanie koordynowania pomocy technicznej Eurosystemu.

W październiku 2006 r. Eurosystem wspólnie z Bankiem Centralnym Federacji Rosyjskiej (Centralny Bank Rosji) przeprowadził w Dreźnie trzecie dwustronne seminarium, w którym uczestniczyli urzędnicy wysokiego szczebla, zorganizowane wspólnie przez Deutsche Bundesbank oraz EBC. Celem tego seminarium było wzmocnienie dialogu oraz rozszerzenie kontaktów pomiędzy Centralnym Bankiem Rosji a Eurosystemem, które w ostatnich latach uległy nasileniu. Uczestnicy seminarium wymienili poglądy na temat aktualnych wyzwań stojących przed polityką pieniężną i walutową Rosji, a także na temat znaczenia zasad fiskalnych w strefie euro i Rosji. Omawiano również długoterminowe perspektywy wzrostu gospodarki rosyjskiej. Podobne wydarzenia będą organizowane regularnie – kolejnym będzie seminarium organizowane w Moskwie jesienią 2007 r.

Trzecie seminarium wysokiego szczebla Eurosystemu z udziałem prezesów banków centralnych partnerów UE z basenu Morza Śródziemnego odbyło się 25 stycznia 2006 r. w Napflion, a czwarte seminarium odbędzie się 28 marca 2007 r. w Walencji. Dyskusje prowadzone w Napflion dotyczyły, między innymi, procesu liberalizacji obrotów kapitałowych oraz postępów w modernizacji procedur operacyjnych dotyczących polityki pieniężnej. W dniu 4 grudnia 2006 r. w Madrycie odbyło się trzecie seminarium wysokiego szczebla Eurosystemu z udziałem przedstawicieli banków centralnych Ameryki Łacińskiej. Głównymi zagadnieniami, które omawiano podczas tego seminarium były monetarne i finansowe konsekwencje globalizacji, zarządzanie polityką pieniężną oraz akumulacja rezerw walutowych. W dniu 21 listopada 2006 r. w Sydney odbyło się trzecie seminarium wysokiego szczebla Eurosystemu z udziałem przedstawicieli banków centralnych regionu Azji Wschodniej i Pacyfiku, dotyczące, między innymi, stanu globalnej nierównowagi

i stabilności finansowej oraz integracji finansowej na poziomie regionalnym.

W dniu 1 stycznia 2007 r. Eurosystem zorganizował w Paryżu, wspólnie z Banque de France oraz EBC, seminarium wysokiego szczebla z udziałem przedstawicieli banków centralnych Afryki zachodniej i środkowej⁸. Seminarium to stało się owocną platformą dla dyskusji na temat doświadczeń związanych z integracją gospodarczą i monetarną na poziomie regionalnym, wpływu zmian cen towarów na politykę monetarną i fiskalną regionu oraz zagadnień dotyczących zarządzania bankami centralnymi.

EBC, wspólnie z czterema krajowymi bankami centralnymi (Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banque de France oraz Banca d'Italia), kontynuował swoją współpracę z Centralnym Bankiem Egiptu poprzez realizację programu pomocy technicznej, finansowanym przez UE w ramach programu pomocy dla państw basenu Morza Śródziemnego (Mediterranean Aid – MEDA). Program pomocy technicznej został uruchomiony 1 grudnia 2005 r. i miał być realizowany przez dwa lata, a jego zadaniem miało być wspieranie realizowanej przez Centralny Bank Egiptu kompleksowej reformy nadzoru bankowego. Program skupia się na wprowadzeniu nowych procedur i narzędzi nadzoru bankowego, opracowywanych i wdrażanych wspólnie przez Eurosystem i Centralny Bank Egiptu. Jego celem jest również rozwijanie możliwości Centralnego Banku Egiptu w dziedzinie nadzoru makroostrożnościowego, regulacji i szkoleń. Ponadto, EBC oddelegował do Centralnego Banku Egiptu eksperta, który, działając pod egidą MFW,

⁸ W seminarium wzięli udział przedstawiciele banków centralnych z Republiki Zielonego Przylądka, Demokratycznej Republiki Konga, Gambii, Gwinei, Liberii, Mauretanii, Nigerii, Wysp Św. Tomasza i Książęcej oraz Sierra Leone, Bank Centralny Państw Afryki Zachodniej (bank centralny unii walutowej reprezentujący Benin, Burkina Faso, Wybrzeże Kości Słoniowej, Gwineę Bissau, Mali, Niger, Senegal i Togo) oraz Bank Centralny Państw Afryki Środkowej (bank centralny unii walutowej reprezentujący Kamerun, Republikę Środkowoafrykańską, Czad, Kongo, Gwineę Równikową i Gabon).

pomagał w reformowaniu procedur operacyjnych polityki pieniężnej.

EBC nadal zacieśniał swoje relacje z państwami zachodnich Bałkanów. W dniach 10-11 kwietnia 2006 r. odbyła się we Frankfurcie, zorganizowana przez EBC, konferencja na temat „Polityki pieniężnej i stabilności finansowej w Europie południowo-wschodniej”. W konferencji wzięli udział eksperci reprezentujący banki centralne wszystkich państw Europy południowo-wschodniej oraz przedstawiciele Komisji Europejskiej, organizacji międzynarodowych i środowisk akademickich.

W dniu 16 lutego 2007 r. EBC podpisał, w imieniu własnym i w imieniu ośmiu partnerskich krajowych banków centralnych (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank oraz Banka Slovenije) trójstronny protokół z Centralnym Bankiem Bośni i Hercegowiny oraz Przedstawicielstwem Komisji w Bośni i Hercegowinie, otwierając w ten sposób drogę dla bliższej współpracy pomiędzy tymi stronami. Począwszy od marca 2007 r. przez okres sześciu miesięcy, EBC wraz ze swoimi ośmioma partnerami będzie przeprowadzać ocenę potrzeb, w celu wskazania dziedzin, w których Centralny Bank Bośni i Hercegowiny będzie musiał poczynić postępy w nadchodzących latach, aby przyspieszyć przygotowania operacyjne do wdrożenia standardów zgodnych ze standardami przyjętymi przez ESBC. Program oceny potrzeb jest finansowany przez Komisję Europejską w ramach programu pomocy wspólnotowej na rzecz odbudowy, rozwoju i stabilizacji (ang. *Community Assistance for Reconstruction, Development and Stabilisation programme – CARDS*), a za jego koordynację odpowiada EBC.

W czerwcu 2006 r., po zakończeniu negocjacji rozpoczętych w 2003 r., Albania podpisała z UE Układ o Stabilizacji i Stowarzyszeniu. EBC, wraz z innymi instytucjami międzynarodowymi

i bankami centralnymi, uczestniczył w dialogu z Bankiem Albanii na temat najlepszego sposobu wdrożenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w polityce pieniężnej.

W lutym 2006 r. Rada Współpracy Państw Arabskich Zatoki Perskiej (*Cooperation Council for the Arab States of the Gulf – GCC*), której członkami są Bahrajn, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska i Zjednoczone Emiraty Arabskie, zwróciła się do EBC z prośbą o pomoc w utworzeniu unii monetarnej w państwach członkowskich GCC, w tym również opracowanie odpowiednich ram instytucjonalnych. EBC pozytywnie ustosunkował się do tego prośby i przekazał dokument roboczy określający główne cechy prawne i operacyjne, które właściwe organy GCC muszą rozważyć podczas opracowywania ram instytucjonalnych dla unii monetarnej.



ROZDZIAŁ 6

ODPOWIEDZIALNOŚĆ

I ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC SPOŁECZEŃSTWA I PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO

W przypadku niezależnego banku centralnego odpowiedzialność jest powszechnie rozumiana jako obowiązek wyjaśniania i uzasadniania swoich decyzji społeczeństwu i jego wybranym przedstawicielom, co umożliwia rozliczanie banku centralnego z realizacji celów. Odpowiedzialność jest więc ważnym uzupełnieniem niezależności banku centralnego.

EBC zawsze w pełni rozumiał fundamentalne znaczenie odpowiedzialności za decyzje w zakresie prowadzonej polityki i prowadził regularny dialog ze społeczeństwem UE oraz Parlamentem Europejskim. EBC nie ogranicza się do przestrzegania określonych w Traktacie wymogów dotyczących sprawozdawczości, na przykład publikuje Biuletyn Miesięczny zamiast wymaganego sprawozdania kwartalnego. Po pierwszym w danym miesiącu posiedzeniu Rady Prezesów organizuje także konferencje prasowe. Liczne publikacje i przemówienia wygłoszone w 2006 r. przez członków Rady Prezesów, wyjaśniające decyzje EBC dotyczące jego polityki świadczą także o dużym znaczeniu, jakie EBC przywiązuje do zasady odpowiedzialności.

Na poziomie instytucjonalnym, Parlament Europejski jako organ, którego legitymacja pochodzi bezpośrednio od obywateli UE, odgrywa kluczową rolę w egzekwowaniu odpowiedzialności EBC. W 2006 r., zgodnie z postanowieniami art. 113 Traktatu, Prezes przedstawił na sesji plenarnej Parlamentu Europejskiego Raport Roczny EBC za 2005 r. Ponadto Prezes regularnie zdawał sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej i innych zadań EBC podczas kwartalnych wystąpień przed Komisją Gospodarczą i Monetarną (ang. *Committee on Economic and Monetary Affairs*). Prezes został także poproszony o wyjaśnienie przed Parlamentem Europejskim roli EBC w nadzorze systemu SWIFT (zob. podrozdział 2 niniejszego rozdziału).

Inni członkowie Zarządu byli również wielokrotnie zapraszani do występowania przed Parlamentem Europejskim. Wiceprezes

przedstawił Komisji Gospodarczej i Monetarnej Raport Roczny EBC za 2005 r. Gertrude Tumpel-Gugerell dwa razy wystąpiła przed Komisją wyjaśniając opinię EBC na temat kwestii dotyczących systemów płatności oraz najnowszych tendencji w obszarze rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych.

Podobnie jak w poprzednich latach delegacja Komisji Gospodarczej i Monetarnej odwiedziła EBC, aby wymienić z członkami Zarządu poglądy na wiele tematów. EBC nadal stosował także praktykę dobrowolnego odpowiadania na pisemne pytania przedstawiane przez członków Parlamentu Europejskiego, dotyczące kwestii leżących w kompetencjach EBC.

Art. 112 Traktatu stanowi, że Parlament Europejski opiniuje kandydatów na członków Zarządu przed ich nominacją. W tym celu Parlament poprosił Jürgena Starke, aby przedstawił Komisji Gospodarczej i Monetarnej swoje poglądy i odpowiedział na pytania członków Komisji. Po przesłuchaniu Parlament zaaprobował jego nominację.

2 WYBRANE TEMATY PORUSZANE PODCZAS SPOTKAŃ Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM

Wymiana poglądów między EBC a Parlamentem Europejskim dotyczyła wielu tematów. Najważniejsze kwestie poruszane przez Parlament Europejski w czasie tej wymiany poglądów zostały wymienione poniżej.

WKŁAD POLITYKI PIENIĘŻNEJ DO OGÓLNEJ POLITYKI GOSPODARZEJ WSPÓLNOTY

Wkład polityki pieniężnej do ogólnej polityki gospodarczej Wspólnoty był jedną z kwestii poruszanych podczas wystąpień Prezesa przed Parlamentem Europejskim. Prezes wskazał, że stabilność cen była zarówno warunkiem wstępnym, jak i środkiem do poprawy trwałego wzrostu gospodarczego i dobrobytu. Poprzez wiarygodne dążenie do stabilności cen oraz ciągłe stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych, EBC w największym możliwym stopniu przyczyniał się do tworzenia środowiska sprzyjającego wzrostowi gospodarczemu oraz zatrudnieniu. W uchwale w sprawie Raportu Rocznego EBC za 2005 r. Parlament Europejski pochwalił EBC za skupianie się na utrzymaniu stabilności cen oraz zachęcił Bank do kontynuowania polityki ciągłego stabilizowania oczekiwań inflacyjnych na poziomach zgodnych z definicją stabilności cen.

INFLACJA I WZROST PRODUKTU: RÓŻNICE POMIĘDZY PAŃSTWAMI STREFY EURO

Członkowie Parlamentu Europejskiego zajęli się kwestią różnic pomiędzy państwami strefy euro w zakresie poziomu inflacji i wzrostu produkcji. W uchwale w sprawie Raportu Rocznego EBC za 2005 r. Parlament Europejski uznał, że różnice te „stanowią poważne zagrożenie dla UGW w perspektywie długoterminowej”.

Prezes wyjaśnił, że obecne różnice w poziomie inflacji i wzroście produkcji pomiędzy krajami strefy euro są umiarkowane i porównywalne z innymi ważnymi obszarami walutowymi. Różnice mogą być wynikiem procesów nadrabiania zaległości, różnych tendencji demograficznych lub bieżących korekt prowadzących do korzystniejszej alokacji zasobów. Jednak utrzymywanie się różnic

w poziomie inflacji i wzrostu w dłuższych okresach, jeżeli jest skutkiem strukturalnego braku elastyczności lub źle prowadzonej polityki, może być niepokojące. W tym kontekście Prezes podkreślił konieczność przeprowadzenia odpowiednich reform strukturalnych i zapowiedział wsparcie dla rządów, które przeprowadzały takie reformy (zob. ramka 5).

INTEGRACJA FINANSOWA I ZWIĄZANE Z NIĄ PRZEPISY

Parlament Europejski i EBC kontynuowały także bliski dialog na temat kwestii dotyczących integracji finansowej i stabilności. Parlament podkreślił szczególne znaczenie silnego wzrostu sektora funduszy zabezpieczających. W uchwale w sprawie Raportu Rocznego EBC za 2005 r. Parlament Europejski wyraził zaniepokojenie tym faktem i wezwał EBC do pogłębienia analizy w tym obszarze.

Prezes przypomniał korzystny wpływ funduszy zabezpieczających na zwiększanie płynności rynku oraz rozwój innowacyjności finansowej. Wspomniał jednocześnie o potencjalnych zagrożeniach dla stabilności finansowej wynikających z ich dynamicznie rosnącej obecności w systemie finansowym (zob. podrozdział 1 rozdziału 4) oraz o związanym z tym zamiarze kontynuowania przez władze, także EBC, uważnego śledzenia zmian. Wyjaśnił także, że wszelkie ulepszenia istniejących ram prawnych będą musiały być uzgadniane na szczeblu międzynarodowym.

EBC poinformował także Parlament Europejski o działaniach prowadzonych w obszarze systemów płatności oraz rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych obejmujących także postępy w tworzeniu systemu TARGET2. Gertrude Tumpel-Gugerell wystąpiła przed Komisją Gospodarczą i Monetarną wyjaśniając opinię EBC o projekcie dyrektywy w sprawie usług płatności w ramach rynku wewnętrznego, utworzeniu Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (ang. *Single Euro Payments Area – SEPA*) oraz standardach dotyczących rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych



opracowywanych wspólnie przez ESBC i Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych. Poinformowała także Parlament o możliwości utworzenia infrastruktury Eurosystemu do świadczenia usług rozrachunku papierów wartościowych w pieniądzu banku centralnego, zwanej systemem TARGET2-Papiery wartościowe. Parlament Europejski zapowiedział wsparcie wdrożenia TARGET2 i SEPA. Parlament wspominał także o ewentualnym utworzeniu systemu TARGET2-Papiery wartościowe i wezwał EBC do stworzenia odpowiednich ram zarządczych przed wprowadzeniem takiego systemu.

ROLA EBC W NADZORZE SYSTEMU SWIFT

W dniu 6 lipca 2006 r. Parlament przyjął uchwałę w sprawie przechwytywania danych o przekazach bankowych z systemu SWIFT przez służby specjalne USA, w której wezwał Komisję Europejską, Radę UE i EBC do wyjaśnienia, w jakim stopniu instytucje te wiedziały o istnieniu porozumienia między SWIFT a rządem Stanów Zjednoczonych. W dniu 4 października 2006 r. prezes EBC został zaproszony na publiczne konsultacje zorganizowane przez Parlament na ten temat. Prezes wyjaśnił, że SWIFT nie jest ani instytucją kredytową, ani systemem płatności. Jednak wobec systemowego znaczenia SWIFT jako globalnego systemu przekazywania informacji finansowych banki centralne krajów G-10 i EBC zdecydowały, za zgodą SWIFT, o utworzeniu grupy nadzorczej (zob. podrozdział 4.1 rozdziału 4). Zadaniem grupy nadzorczej jest zapewnianie odpowiednich ram zarządczych dla SWIFT w celu uniknięcia

ryzyka systemowego. Nadzoruje ona działalność SWIFT jedynie w zakresie, w jakim wpływa to na sprawne funkcjonowanie systemów płatności i stabilność finansową. Grupa nadzorcza nie ma kompetencji do nadzorowania SWIFT pod kątem przestrzegania prawa dotyczącego ochrony danych. Kompetencje takie posiadają organy ds. ochrony danych. Grupa nadzorcza została poinformowana o amerykańskim programie śledzenia finansowania terroryzmu w związku ze SWIFT. Została także poinformowana, że SWIFT otrzymał odpowiednią instrukcję prawną Stanów Zjednoczonych i UE. Grupa nadzorcza uznała, że zastosowanie się SWIFT do wniosków Stanów Zjednoczonych nie będzie miało wpływu na stabilność finansową i dlatego nie podlega nadzorowi. Ponadto z uwagi na fakt, że EBC musi przestrzegać ścisłych zasad poufności, nie ma on prawa do wykorzystywania informacji, które otrzymał w ramach nadzoru do innych celów, ani do przekazywania tych informacji organom ds. ochrony danych lub organom ścigania.



ROZDZIAŁ 7

KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA

I POLITYKA KOMUNIKACJI

Komunikacja społeczna w EBC ma na celu poprawę powszechnego rozumienia decyzji EBC. Stanowi integralną część polityki pieniężnej EBC oraz jego działalności w innych dziedzinach. W działaniach komunikacyjnych EBC kieruje się dwiema zasadami – otwartości i przejrzystości, co przyczynia się do skuteczności, efektywności oraz wiarygodności polityki pieniężnej Banku. Zasady te sprzyjają również staraniom EBC mającym na celu wyczerpujące informowanie o prowadzonej działalności, co szczegółowo omówiono w rozdziale 6.

Wdrażana od 1999 r. koncepcja bieżącej, systematycznej i wszechstronnej prezentacji ocen oraz decyzji w zakresie polityki pieniężnej odzwierciedla szczególne podejście EBC do kwestii prowadzenia otwartej i przejrzystej komunikacji. Decyzje dotyczące polityki pieniężnej są przedstawiane na konferencji prasowej bezpośrednio po ich podjęciu przez Radę Prezesów. Prezes składa szczegółowe oświadczenie wstępne na konferencji prasowej i wyjaśnia decyzje Rady Prezesów. Następnie Prezes i Wiceprezes odpowiadają na pytania dziennikarzy. Od grudnia 2004 r. decyzje podejmowane przez Radę Prezesów, oprócz decyzji dotyczących stóp procentowych, są również publikowane co miesiąc w serwisach internetowych banków centralnych Eurosystemu.

Akty prawne EBC są publikowane we wszystkich językach urzędowych UE, podobnie jak skonsolidowane sprawozdania finansowe Eurosystemu¹. Inne publikacje statutowe EBC – Raport Roczny, kwartalne wydanie Biuletynu Miesięcznego oraz Raport o konwergencji² – są publikowane w językach urzędowych UE³. W ramach przejrzystości działań i odpowiedzialności EBC publikuje także inne dokumenty we wszystkich językach urzędowych – w szczególności komunikaty prasowe o decyzjach dotyczących polityki pieniężnej, projekcje makroekonomiczne opracowywane przez ekspertów oraz stanowiska w kwestiach gospodarczych istotnych dla szerszych kręgów społecznych.

Przygotowanie, publikacja i dystrybucja najważniejszych publikacji EBC w różnych wersjach językowych są prowadzone w ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnymi.

1 Wyjątek stanowi język irlandzki.

2 Jeżeli chodzi o Raport o konwergencji, jedynie wprowadzenie i streszczenie są dostępne we wszystkich językach.

3 Czasowe odstępstwo stosowane wobec języka maltańskiego zostanie zniesione w maju 2007 r.

2 DZIAŁALNOŚĆ KOMUNIKACYJNA

EBC musi zwracać się do wielu odbiorców – ekspertów finansowych, dziennikarzy, rządów, parlamentów oraz społeczeństw – o różnym poziomie wiedzy finansowej i ekonomicznej. Zadania oraz decyzje Banku są zatem objaśniane przy wykorzystaniu szerokiego zestawu narzędzi i działań komunikacyjnych, które są stale udoskonalane w celu osiągnięcia ich jak największej skuteczności.

EBC publikuje wiele studiów i raportów, takich jak Raport Roczny, który stanowi przegląd działalności EBC w poprzednim roku, co daje możliwość rozliczenia Banku z jego działań. Biuletyn Miesięczny przedstawia regularnie uaktualniane oceny EBC w zakresie sytuacji gospodarczej i monetarnej oraz szczegółowe informacje leżące u podstaw decyzji podejmowanych przez Bank, natomiast Przegląd Stabilności Finansowej (*Financial Stability Review*) ocenia stabilność systemu finansowego strefy euro pod kątem jego zdolności do absorpcji wstrząsów.

W celu wzmocnienia tożsamości Eurosystemu oraz jego społecznego odbioru, w 2006 r. Rada Prezesów zatwierdziła wprowadzenie wspólnego znaku „Eurosystem” zgodnie z misją Eurosystemu⁴. Do stycznia 2007 r. EBC i wszystkie krajowe banki centralne strefy euro umieściły słowo „Eurosystem” w swoim logo.

Wszyscy członkowie Rady Prezesów bezpośrednio uczestniczą w przedsięwzięciach mających na celu rozpowszechnianie wiedzy o zadaniach i polityce Eurosystemu; składając oświadczenia przed Parlamentem Europejskim i parlamentami krajowymi, wygłaszając publiczne przemówienia oraz przekazując informacje do mediów. W 2006 r. Prezes EBC sześć razy przemawiał przed Parlamentem Europejskim. W 2006 r. członkowie Zarządu wygłosili około 200 przemówień i udzielili licznych wywiadów, jak również publikowali artykuły w periodykach naukowych, czasopismach i gazetach.

Krajowe banki centralne strefy euro również odgrywają ważną rolę w upowszechnianiu



informacji i komunikatów na temat Eurosystemu wśród społeczeństw oraz zainteresowanych podmiotów, zwracając się do różnorodnych grup odbiorców na szczeblu regionalnym i krajowym w ich własnym języku i środowisku.

EBC działa na rzecz rozpowszechnienia wyników badań poprzez publikowanie dokumentów roboczych i okresowych raportów, a także poprzez organizowanie konferencji naukowych, seminariów i warsztatów. W 2006 r. odbyła się czwarta konferencja na temat działalności EBC. Konferencja zgromadziła szefów banków centralnych, naukowców, uczestników rynku oraz media z całego świata. Tematem dyskusji była „Rola pieniądza: pieniądz i polityka monetarna w dwudziestym pierwszym wieku” (zob. podrozdział 5.2 rozdziału 2).

W 2006 r. EBC we współpracy z Banka Slovenije zorganizował kampanię informacyjną przygotowującą wprowadzenie euro w Słowenii w dniu 1 stycznia 2007 r. Kampania informacyjna, która przypominała akcję zorganizowaną w 2002 r. z okazji pierwszego wprowadzenia waluty euro, miała na celu zapoznanie podmiotów zajmujących się obsługą gotówki oraz społeczeństwa z wyglądem i zabezpieczeniami banknotów i monet euro, a także z organizacją przejścia na inną walutę (zob. rozdział 3).

W 2006 r. 10.000 osób odwiedziło siedzibę EBC we Frankfurcie. Odwiedzający otrzymali informacje z pierwszej ręki w postaci prezentacji i wykładów wygłaszanych przez pracowników EBC. Większość odwiedzających

⁴ Deklaracja misji Eurosystemu została opublikowana 5 stycznia 2005 r.

stanowili studenci uczelni wyższych oraz specjaliści z sektora finansowego.

Wszystkie dokumenty publikowane przez EBC oraz informacje na temat działalności Banku są udostępniane w serwisie internetowym EBC. W 2006 r. odpowiedziano na około 90.000 zapytań zawierających prośby o informacje na temat różnych aspektów działalności EBC.

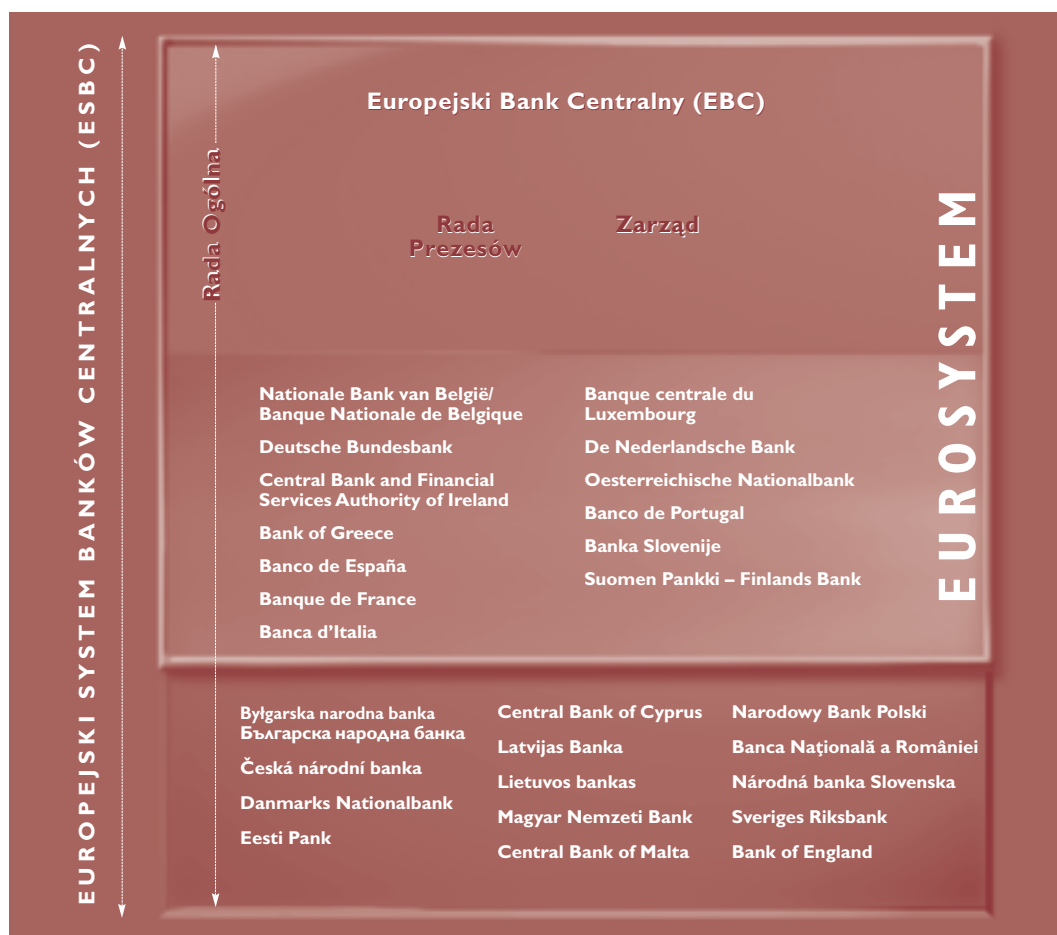
EBC organizuje coroczne Dni Kultury mające na celu przybliżenie społeczeństwu oraz samym pracownikom EBC i Eurosystemu różnorodności kulturowej państw członkowskich UE. Co roku inicjatywa ta koncentruje się na bogactwie i kulturze konkretnego kraju UE, przyczyniając się w ten sposób do lepszego zrozumienia wśród narodów UE. W roku 2006 Dni Kultury poświęcone były Austrii, w 2005 – Węgrom, a w 2004 – Polsce. Program imprez powstał przy ścisłej współpracy z Oesterreichische Nationalbank. Imprezy odbywały się pomiędzy 18 października a 14 listopada.



**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 Europejski Bank Centralny (EBC) oraz krajowe banki centralne (KBC) państw członkowskich UE, których walutą jest euro (od 1 stycznia 2007 r. jest to trzynaście państw). Rada Prezesów przyjęła termin „Eurosystem”, aby ułatwić zrozumienie struktury powiązań między bankami centralnymi w strefie euro. Termin ten podkreśla wspólną tożsamość oraz współpracę wszystkich członków tworzących system.

ESBC obejmuje EBC oraz KBC wszystkich państw członkowskich UE (od 1 stycznia 2007 r. jest to 27 państw), czyli również KBC tych państw członkowskich, które jeszcze nie przyjęły euro.

EBC jest trzonem Eurosystemu oraz ESBC i gwarantuje realizację ich zadań zarówno poprzez działania własne, jak i krajowych banków centralnych. W świetle międzynarodowego prawa publicznego EBC posiada osobowość prawną.

W świetle prawa krajowego poszczególnych państw każdy KBC posiada osobowość prawną. Krajowe banki centralne strefy euro, stanowiące integralną część Eurosystemu, wykonują zadania powierzone Eurosystemowi zgodnie z zasadami ustalonymi przez organy decyzyjne EBC. KBC wnoszą również wkład w prace Eurosystemu i ESBC poprzez uczestnictwo w pracach komitetów Eurosystemu/ESBC (zob. podrozdział 1.5 niniejszego rozdziału). Banki te

mogą 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 kierowane przez organy decyzyjne EBC: Radę Prezesów oraz Zarząd. Trzecim organem decyzyjnym EBC jest Rada Ogólna, która będzie działać dotąd, dopóki istnieją kraje członkowskie UE, które nie przyjęły jeszcze euro. Funkcjonowanie organów decyzyjnych podlega postanowieniom Traktatu, Statutu ESBC i odpowiednich regulaminów¹. Decyzje w ramach Eurosystemu i ESBC są podejmowane w sposób scentralizowany. EBC i banki centralne krajów strefy euro realizują jednak wspólne cele strategiczne i operacyjne Eurosystemu z pełnym poszanowaniem zasady decentralizacji, zgodnie ze Statutem ESBC.

1.2 RADA PREZESÓW

W skład Rady Prezesów wchodzi członkowie Zarządu EBC oraz prezesi krajowych banków centralnych państw członkowskich, które przyjęły euro. Zgodnie z Traktatem do najważniejszych zadań Rady należą:

- uchwalanie wytycznych i podejmowanie decyzji niezbędnych do zapewnienia wykonania zadań powierzonych Eurosystemowi;
- ustalanie polityki pieniężnej strefy euro, włącznie z odpowiednimi decyzjami w sprawie pośrednich celów pieniężnych, podstawowych stóp procentowych i wielkości rezerw w ramach Eurosystemu oraz określanie wytycznych koniecznych do ich realizacji.

Rada Prezesów zbiera się zazwyczaj dwa razy w miesiącu w siedzibie EBC we Frankfurcie nad Menem w Niemczech. Na pierwszym posiedzeniu każdego miesiąca dokonuje między innymi dogłębnej oceny sytuacji pieniężnej i gospodarczej oraz podejmuje odpowiednie decyzje. Drugie posiedzenie jest zazwyczaj

poświęcone sprawom związanym z innymi zadaniami i obowiązkami EBC oraz Eurosystemu. W 2006 r. dwa posiedzenia odbyły się poza Frankfurt: gospodarzem jednego z nich był Banco de España w Madrycie, a drugiego Banque de France w Paryżu.

Podejmując decyzje w sprawie polityki pieniężnej oraz innych zadań EBC i Eurosystemu, członkowie Rady Prezesów nie działają jako przedstawiciele swoich krajów, lecz występują całkowicie niezależnie. Odzwierciedla to przyjęta przez Radę zasada „jeden członek, jeden głos”.

¹ Informacje dotyczące Regulaminu EBC można znaleźć w Decyzji EBC/2004/2 z 19 lutego 2004 r. przyjmującej Regulamin Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 80 z 18.03.2004 r., s. 33; Decyzji EBC/2004/12 z 17 czerwca 2004 r. przyjmującej Regulamin Rady Ogólnej EBC, Dz.U. L 230 z 30.06.2004 r., s. 61 oraz Decyzji EBC/1999/7 z 12 października 1999 r. w sprawie Regulaminu Zarządu EBC, Dz.U. L 314 z 08.12.1999 r., s. 34. Regulaminy te są również dostępne w serwisie internetowym EBC.

RADA PERZESÓW



Jean-Claude Trichet

Prezes EBC

Lucas D. Papademos

Wiceprezes EBC

Lorenzo Bini Smaghi

Członek Zarządu EBC

Jaime Caruana (do 11 lipca 2006 r.)

Prezes Banco de España

Vítor Constâncio

Prezes Banco de Portugal

Vincenzo Desario (do 15 stycznia 2006 r.)

Pełniący obowiązki Prezesa Banca d'Italia

Mario Draghi (od 16 stycznia 2006 r.)

Prezes Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

(od 12 lipca 2006 r.)

Prezes Banco de España

Nicholas C. Garganas

Prezes Banku Grecji

Mitja Gaspari² (od 1 stycznia 2007 r.)

Prezes Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Członek Zarządu EBC

John Hurley

Prezes Central Bank and Financial Services

Authority of Ireland

Otmar Issing (do 31 maja 2006 r.)

Członek Zarządu EBC

Klaus Liebscher

Prezes Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Prezes Suomen Pankki – Banku Finlandii

Yves Mersch

Prezes Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Prezes Banque de France

Guy Quaden

Prezes Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Jürgen Stark (od 1 czerwca 2006 r.)

Członek Zarządu EBC

Gertrude Tumpel-Gugerell

Członek Zarządu EBC

Axel A. Weber

Prezes Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Prezes De Nederlandsche Bank

Ostatni rząd (od lewej):

Erkki Liikanen, Nicholas C. Garganas, Guy Quaden, Mario Draghi, Jürgen Stark

Środkowy rząd (od lewej):

Axel A. Weber, Christian Noyer, Klaus Liebscher, Vítor Constâncio, John Hurley, Nout Wellink

Pierwszy rząd (od lewej):

José Manuel González-Páramo, Miguel Fernández Ordóñez, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Gertrude Tumpel-Gugerell, Yves Mersch, Lorenzo Bini Smaghi

² Prezes Banka Slovenije brał udział w posiedzeniach Rady Prezesów w 2006 r. jako „gość specjalny”, zgodnie z decyzją podjętą przez Radę ECOFIN w dniu 11 lipca 2006 r. o uchyleniu derogacji Słowenii ze skutkiem od 1 stycznia 2007 r.

I.3 ZARZĄD

W skład Zarządu wchodzi Prezes i Wiceprezes EBC oraz czterech innych członków mianowanych za wspólnym porozumieniem szefów państw lub rządów państw członkowskich strefy euro. Zarząd zbiera się zazwyczaj raz w tygodniu, a do jego głównych obowiązków należą:

- przygotowywanie posiedzeń Rady Prezesów;
- realizowanie polityki pieniężnej strefy euro zgodnie z wytycznymi i decyzjami Rady

- kierowanie bieżącą działalnością EBC;
- wykonywanie uprawnień delegowanych przez Radę Prezesów, w tym niektórych uprawnień regulacyjnych.

Zarząd jest wspierany przez Komitet ds. Zarządzania w sprawach dotyczących zarządzania, planowania działalności i opracowywania rocznego budżetu EBC. Komitet ds. Zarządzania składa się z jednego członka Zarządu, który pełni rolę przewodniczącego, oraz z kilku osób pełniących wyższe funkcje kierownicze.

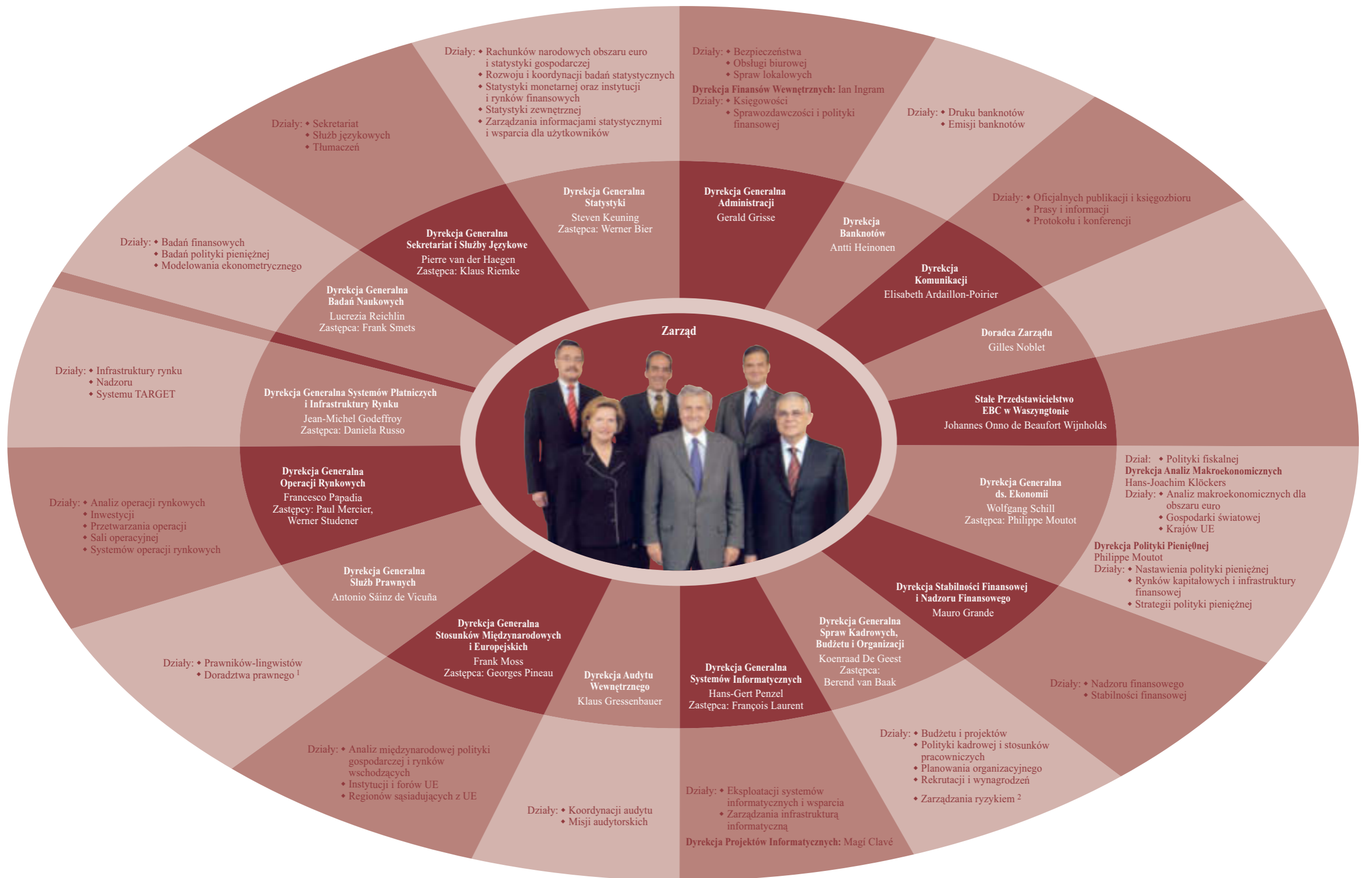
Drugi rząd (od lewej):
Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

Pierwszy rząd (od lewej):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet
Prezes EBC
Lucas D. Papademos
Wiceprezes EBC
Lorenzo Bini Smaghi
Członek Zarządu EBC
José Manuel González-Páramo
Członek Zarządu EBC

Otmar Issing (do 31 maja 2006 r.)
Członek Zarządu EBC
Jürgen Stark (od 1 czerwca 2006 r.)
Członek Zarządu EBC
Gertrude Tumpel-Gugerell
Członek Zarządu EBC



Zarząd

W górnym rzędzie od lewej: Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi
 W dolnym rzędzie od lewej: Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Prezes), Lucas D. Papademos (Wiceprezes)

¹ W tym komórka ds. ochrony danych osobowych.
² Podlega bezpośrednio Zarządowi.

I.4 RADA OGÓLNA

Rada Ogólna składa się z Prezesa i Wiceprezesa EBC oraz prezesów KBC wszystkich państw członkowskich UE. Rada jest odpowiedzialna przede wszystkim za wykonywanie tych zadań przejętych od EIW, które muszą nadal być realizowane przez EBC w związku z tym, że nie wszystkie państwa członkowskie przyjęły euro.

W 2006 r. Rada Ogólna zebrała się sześć razy. Od stycznia 2007 r. prezesi Bułgarska narodna banka (Българска народна банка) oraz Banca Națională a României są członkami Rady Ogólnej. Po podpisaniu Traktatu Akcesyjnego w kwietniu 2005 r. państwa te uczestniczyły w posiedzeniach Rady w charakterze obserwatorów.



Ostatni rząd (od lewej):

Zsigmond Járαι, Ivan Šramko,
Nils Bernstein, Zdeněk Tůma,
Nicholas C. Garganas, Guy Quaden,
Stefan Ingves, Mario Draghi,
Reinoldijus Šarkinas,
Leszek Balcerowicz, Mitja Gaspari

Środkowy rząd (od lewej):

Erkki Liikanen, Axel A. Weber,
Christian Noyer, Klaus Liebscher,
Vítor Constâncio, John Hurley,
Nout Wellink

Pierwszy rząd (od lewej):

Ilmārs Rimšēvičs, Michael C.
Bonello, Miguel Fernández Ordóñez,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Christodoulos Christodoulou,
Yves Mersch, Andres Lipstok

Uwaga: Mervyn King
nie był obecny na posiedzeniu,
podczas którego zrobiono
tę fotografię.

Jean-Claude Trichet Prezes EBC
Lucas D. Papademos Wiceprezes EBC
Leszek Balcerowicz (do 10 stycznia 2007 r.)
Prezes Narodowego Banku Polskiego
Nils Bernstein
Prezes Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello
Prezes Centralnego Banku Malty
Jaime Caruana (do 11 lipca 2006 r.)
Prezes Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Prezes Centralnego Banku Cypru
Vítor Constâncio Prezes Banco de Portugal
Vincenzo Desario (do 15 stycznia 2006 r.)
Pełniący obowiązki Prezesa Banca d'Italia
Mario Draghi (od 16 stycznia 2006 r.)
Prezes Banca d'Italia
Miguel Fernández Ordóñez (od 12 lipca 2006 r.)
Prezes Banco de España
Nicholas C. Garganas Prezes Banku Grecji
Mitja Gaspari Prezes Banka Slovenije
John Hurley Prezes Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland
Stefan Ingves Prezes Sveriges Riksbank
Mugur Constantin Isărescu (od 1 stycznia 2007 r.)
Prezes Banca Națională a României

Ivan Iskrov (od 1 stycznia 2007 r.)
Prezes Bułgarska narodna banka
(Българска народна банка)
Zsigmond Járαι (do 2 marca 2007 r.)
Prezes Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Prezes Bank of England
Klaus Liebscher
Prezes Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Prezes Suomen Pankki – Banku Finlandii
Andres Lipstok Prezes Eesti Pank
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
Sławomir Skrzypek (od 11 stycznia 2007 r.)
Prezes Narodowego Banku Polskiego
András Simor (od 3 marca 2007 r.)
Prezes Magyar Nemzeti Bank
Ivan Šramko Prezes Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma Prezes Česká národní banka
Axel A. Weber Prezes Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Prezes De Nederlandsche Bank

I.5 KOMITETY EUROSISTEMU/ESBC, KOMITET BUDŻETOWY ORAZ KONFERENCJA DS. ZASOBÓW LUDZKICH



Komitety Eurosystemu/ESBC nadal odgrywają ważną rolę wspomagając organy decyzyjne EBC w realizacji ich zadań. Na wniosek Rady Prezesów i Zarządu komitety wydawały opinie w zakresie swoich kompetencji ułatwiając podejmowanie decyzji. W skład komitetów wchodzi zazwyczaj wyłącznie pracownicy banków centralnych Eurosystemu. Jeżeli jednak komitet zajmuje się sprawami, które wchodzi w zakres kompetencji Rady Ogólnej, w jego zebraniach uczestniczą przedstawiciele KBC państw, które nie przyjęły jeszcze euro. W razie potrzeby mogą być również zapraszani przedstawiciele innych właściwych instytucji, takich jak krajowe organy nadzorcze w przypadku Komitetu Nadzoru Bankowego. Obecnie działa dwanaście komitetów Eurosystemu/ESBC, które zostały powołane zgodnie z art. 9 Regulaminu EBC.

Komitet Budżetowy, który powstał na mocy art. 15 Regulaminu, wspomaga Radę Prezesów w kwestiach związanych z budżetem EBC. Konferencja ds. Zasobów Ludzkich została powołana w 2005 r. na mocy art. 9a Regulaminu jako forum wymiany doświadczeń, wiedzy oraz informacji między bankami centralnymi Eurosystemu/ESBC w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi

I.6 ŁAD KORPORACYJNY

Oprócz organów decyzyjnych, system ładu korporacyjnego EBC składa się z wielu szczebli kontroli zewnętrznej i wewnętrznej, trzech kodeksów postępowania a także z zasad dotyczących publicznego dostępu do dokumentów EBC.

SZCZEBLE KONTROLI ZEWNĘTRZNEJ

Statut ESBC przewiduje dwa szczeble kontroli zewnętrznej. Pierwszym z nich jest audytor zewnętrzny, którego zadaniem jest kontrola rocznych sprawozdań finansowych EBC (zgodnie z art. 27.1 Statutu ESBC), a drugim – Europejski Trybunał Obrachunkowy, kontrolujący skuteczność zarządzania EBC (art. 27.2). Raport roczny Trybunału wraz z odpowiedzią EBC jest publikowany w serwisie internetowym EBC oraz Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej. W celu zagwarantowania pełnej niezależności audytora zewnętrznego EBC stosowana jest zasada rotacji firm audytorskich³.

SZCZEBLE KONTROLI WEWNĘTRZNEJ

System kontroli wewnętrznej EBC jest oparty na podejściu funkcjonalnym. Każda jednostka organizacyjna (sekcja, dział, dyrekcja lub dyrekcja generalna) jest odpowiedzialna za własną kontrolę wewnętrzną i sprawność działania. W związku z tym jednostki wdrażają procedury kontroli operacyjnej w ramach swojego obszaru odpowiedzialności i określają możliwy do przyjęcia poziom ryzyka. Na przykład obowiązujący zestaw zasad i procedur zwanych „chińskim murem” ma zapobiec przedostawaniu się wewnętrznym informacjom z jednostek odpowiedzialnych za politykę pieniężną do jednostek zajmujących się zarządzaniem rezerwami walutowymi EBC i portfelem funduszy własnych. Oprócz narzędzi kontroli stosowanych przez wszystkie jednostki organizacyjne, poszczególne działy w obrębie Dyrekcji Generalnej ds. Kadrowych, Budżetu i Organizacji monitorują proces kontrolny, zgłaszając propozycje mające na celu usprawnienie procesu identyfikacji, oceny oraz redukcji ryzyka na szczeblu EBC.

Niezależnie od systemu kontroli i monitorowania ryzyka EBC, Dyrekcja Audytu Wewnętrznego przeprowadza kontrole zlecane przez Zarząd. Zgodnie z mandatem określonym w Karcie Audytu EBC⁴, audytorzy wewnętrzni oceniają doraźnie prawidłowość i skuteczność funkcjonowania systemu kontroli wewnętrznej EBC oraz jakość pracy EBC przy realizacji

powierzonych zadań. Audytorzy wewnętrzni EBC kierują się Międzynarodowymi Standardami Profesjonalnej Praktyki Audytu Wewnętrznego oraz Kodeksem Etyki opracowanymi przez Instytut Audytorów Wewnętrznych.

Komitet ds. Audytu Wewnętrznego – Komitet Eurosystemu/ESBC, w skład którego wchodzi dyrektorzy działów audytu wewnętrznego EBC i KBC – odpowiada za koordynację audytów dotyczących wspólnych projektów i systemów operacyjnych Eurosystemu/ESBC.

Celem dalszego umocnienia ram nadzorczych EBC i Eurosystemu Rada Prezesów podjęła decyzję o utworzeniu od kwietnia 2007 r. Komitetu Rewizyjnego EBC, w skład którego wejdą jej trzech członkowie.

KODEKSY POSTĘPOWANIA

EBC obowiązują trzy Kodeksy Postępowania. Pierwszy obowiązuje członków Rady Prezesów odzwierciedlając fakt, że ponoszą oni odpowiedzialność za ochronę zasad i reputacji Eurosystemu oraz za skuteczność jego funkcjonowania⁵. Kodeks ten zawiera wytyczne i ustanawia normy etyczne dla członków Rady Prezesów oraz ich zastępców, gdy pełnią funkcje członków Rady Prezesów. Rada Prezesów powołała też doradcę, który udziela jej członkom wskazówek odnośnie niektórych zasad postępowania. Drugim kodeksem jest Kodeks Postępowania EBC, zawierający wytyczne i ustanawiający wzorce dla pracowników EBC i członków Zarządu, którzy są zobowiązani do przestrzegania wysokich standardów etyki zawodowej podczas wykonywania swoich obowiązków⁶. Zgodnie

3 W wyniku przetargu przeprowadzonego w 2002 r. audytorem zewnętrznym EBC na pięcioletni okres obejmujący lata finansowe 2003–2007 została firma KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

4 Aby zapewnić przejrzystość systemu audytu EBC, Karta została opublikowana w serwisie internetowym Banku.

5 Zob. Kodeks Postępowania członków Rady Prezesów, Dz.U. C 123 z 24.05.2002 r., s. 9, jego poprawkę, Dz.U. C 10 z 16.1.2007 r. oraz serwis internetowy EBC.

6 Zob. Kodeks Postępowania Europejskiego Banku Centralnego zgodnie z art. 11.3 Regulaminu EBC, Dz.U. C 76 z 08.03.2001 r., s. 12, oraz serwis internetowy EBC.

z zawartymi w Kodeksie Postępowania zasadami przeciwdziałania nieuprawnionemu wykorzystaniu informacji, pracowników EBC i członków Zarządu obowiązuje zakaz wykorzystywania informacji niedostępnych publicznie w prywatnych transakcjach finansowych dokonywanych na własne ryzyko i rachunek lub na ryzyko i rachunek osób trzecich⁷. Trzecim kodeksem jest Uzupełniający kodeks kryteriów etycznych dla członków Zarządu⁸. Uzupełnia on dwa pozostałe kodeksy poprzez bardziej szczegółowe opisanie zasad etycznych obowiązujących członków Zarządu. Wyznaczony przez Zarząd Doradca ds. Etyki zapewnia spójną interpretację powyższych zasad.

ZWALCZANIE NADUŻYĆ FINANSOWYCH

W 1999 r. Parlament Europejski i Rada UE przyjęły rozporządzenie⁹ w celu nasilenia walki z nadużyciami finansowymi, korupcją i wszelką inną nielegalną działalnością na szkodę interesów finansowych Wspólnot Europejskich. Rozporządzenie to przewiduje m.in., że w przypadku podejrzeń o nadużycia finansowe Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych (OLAF) może prowadzić dochodzenia wewnętrzne w instytucjach, organach, urzędach i agencjach Wspólnoty.

Rozporządzenie na temat OLAF przewiduje, że każda z wymienionych jednostek podejmie decyzje umożliwiające przeprowadzanie takich dochodzeń w jej obrębie. W czerwcu 2004 r. Rada Prezesów podjęła decyzję¹⁰ dotyczącą warunków prowadzenia przez OLAF dochodzeń w Europejskim Banku Centralnym; weszła ona w życie z dniem 1 lipca 2004 r.

PUBLICZNY DOSTĘP DO DOKUMENTÓW EBC

Podjęta w marcu 2004 r. decyzja Europejskiego Banku Centralnego o publicznym dostępie do dokumentów EBC¹¹ jest zgodna z celami i standardami innych instytucji i organów UE w zakresie publicznego udostępniania dokumentów. Zwiększa ona przejrzystość, a równocześnie uwzględnia niezależność EBC i KBC oraz zapewnia poufność pewnych kwestii ściśle związanych z realizacją zadań EBC¹².

W 2006 r. liczba wniosków dotyczących dostępu do dokumentów była nadal niewielka.

- 7 Zob. Część 1.2 Regulaminu Pracownika EBC zawierająca zasady dotyczące postępowania pracowników i tajemnicy zawodowej, Dz.U. C 92 z 16.04.2004 r., s. 31 oraz serwis internetowy EBC.
- 8 Zob. Uzupełniający kodeks kryteriów etycznych dla członków Zarządu, Dz.U. C 230 z 23.09.2006 r., s. 46 oraz serwis internetowy EBC.
- 9 Rozporządzenie (WE) nr 1073/1999 Parlamentu Europejskiego i Rady z 25 maja 1999 r. dotyczące dochodzeń prowadzonych przez Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych (OLAF), Dz.U. L 136 z 31.05.1999 r., s. 1.
- 10 Decyzja EBC/2004/11 w sprawie warunków prowadzenia przez Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych dochodzeń w Europejskim Banku Centralnym w związku z zapobieganiem nadużyciom finansowym, korupcji oraz wszelkim innym nielegalnym działaniom przynoszącym szkodę interesom finansowym Wspólnot Europejskich oraz w sprawie zmiany Warunków Zatrudnienia Pracowników Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 230 z 30.06.2004 r., s. 56. Decyzja ta została przyjęta w odpowiedzi na wyrok Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z dnia 10 lipca 2003 r. w sprawie 11/00 Komisja przeciwko Europejskiemu Bankowi Centralnemu 11/00, Zb. Orz. s. I-7147.
- 11 Dz.U. L 80 z 18.03.2004 r., s. 42.
- 12 Zgodnie ze zobowiązaniem EBC do otwartości i przejrzystości w 2006 r. do serwisu internetowego EBC dodano sekcję „Archiwum” umożliwiającą dostęp do dokumentacji archiwalnej.

2 SYTUACJA ORGANIZACYJNA

2.1 ZASOBY LUDZKIE

PERSONEL

W budżecie na 2006 r. uwzględniono 1.343 pełnych etatów¹³. W porównaniu z 1.369,5 pełnymi etatami w 2005 r. zredukowano 26,5 stałych stanowisk pracy, co wynikało z zastosowania „metody budżetowania zerowego” (*zero-based budgeting assessment*) w 2005 r.

Rekrutacja z zewnątrz na stałe stanowiska pracy w całości przeprowadzona została w oparciu o pięcioletnie umowy na czas określony w przypadku stanowisk kierowniczych i trzyletnie umowy w przypadku pozostałego personelu. Umowy na czas określony w przypadku stałych etatów mogą zostać zmienione na umowy na czas nieokreślony, w zależności od wyników procedury przeglądowej, która bierze pod uwagę względy organizacyjne oraz wyniki indywidualne.

W 2006 r. EBC zaoferował 99 umów krótkoterminowych na okres krótszy niż jeden rok (dla porównania w 2005 r. było to 106 umów) w celu zapewnienia tymczasowego zastępstwa nieobecnych pracowników (będących np. na urloпах macierzyńskich, rodzicielskich lub bezpłatnych).

EBC zaoferował również 93 umowy krótkoterminowe dla specjalistów z krajowych banków centralnych (włączając Bułgarska narodna banka (Българска народна банка) oraz Banca Națională a României), innych instytucji unijnych i organizacji międzynarodowych. W 2005 r. umów takich było 80. Umowy krótkoterminowe stanowią dla pracowników EBC i krajowych banków centralnych możliwość dzielenia się doświadczeniami, wzmacniając tym samym ducha pracy zespołowej w całym ESBC. Pomagają one także w integracji Bułgarska narodna banka (Българска народна банка) oraz Banca Națională a României z ESBC.

We wrześniu 2006 r. pierwszych sześciu uczestników Programu EBC dla absolwentów

(*Graduate Programme*), skierowanego do osób, które niedawno otrzymały dyplom oraz dysponujących szeroką wiedzą, rozpoczęło pracę w Banku na podstawie dwuletnich umów, które nie mogą zostać zamienione na umowy innego typu.

EBC zaoferował również możliwość odbycia stażu studentom i absolwentom kierunków o profilu ekonomicznym, statystycznym, biznesowym, administracyjnym, prawnym i tłumaczeniowym. W 2006 r. w EBC odbyły się 173 staże.

EBC zaoferował również dwa stypendia w ramach programu stypendialnego im. Wima Duisenberga *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*, z którego korzystać mogą wiodący ekonomiści, oraz pięć stypendiów dla młodych pracowników naukowych w ramach programu badawczego *Lamfalussy Fellowship*.

MOBILNOŚĆ WEWNĘTRZNA

Mobilność wewnętrzna stanowi dla pracowników okazję do poszerzenia wiedzy oraz sposób na usprawnienie współpracy w ramach różnych obszarów działalności. W związku z tym ułatwienie pracownikom mobilności wewnętrznej stanowi cel polityki rekrutacji wewnętrznej kładącej duży nacisk na szerokie kwalifikacje. Mobilność mają również wspomagać inne inicjatywy, jak np. wymiana pracowników oraz tymczasowe wewnętrzne przeniesienia na nowe stanowiska w ramach zastępstw za nieobecnych współpracowników. W 2006 r. ponad 80 pracowników, w tym 15 osób z kadry zarządzającej i doradców, zostało tymczasowo lub na dłuższy okres przeniesionych na inne stanowiska.

¹³ W rzeczywistości liczba pełnoetatowych stanowisk w dniu 31 grudnia 2006 r. wynosiła 1.367. Rozbieżność ta wynikała głównie z faktu przyznania umów na czas określony w celu zastąpienia pracowników, którzy byli nieobecni przez okres dłuższy niż 12 miesięcy oraz z wystąpienia na koniec roku niewielkiej nadwyżki restrukturyzacyjnej wynikającej z zastosowania „metody budżetowania zerowego”.

W 2006 r. EBC wprowadził ogólne zasady mobilności, które zachęcają pracowników do regularnej zmiany stanowisk co pięć lat.

MOBILNOŚĆ ZEWNĘTRZNA

Plan EBC umożliwiający nabywanie nowych doświadczeń poza własną instytucją ułatwia tymczasowe delegowanie pracowników do 27 krajowych banków centralnych oraz innych powiązanych międzynarodowych instytucji finansowych (np. MFW i BRM) na okres od dwóch do dwunastu miesięcy. W 2006 r. w ramach planu delegowano 24 pracowników. Dodatkowo EBC przyznał bezpłatny urlop do trzech lat 29 pracownikom, którzy podjęli pracę w krajowych bankach centralnych, instytucjach UE lub organizacjach międzynarodowych.

STRATEGIA ZARZĄDZANIA RÓŻNORODNOŚCIĄ

We współpracy z pracownikami z 27 krajów członkowskich UE, EBC uzupełnił swoje sposoby zarządzania zasobami ludzkimi o zarządzanie różnorodnością (*diversity management*), aby zagwarantować, że indywidualne kompetencje pracowników są rozpoznane i w pełni wykorzystywane dla osiągnięcia celów EBC. Strategia zarządzania różnorodnością została zainicjowana przez EBC w 2005 r., a oficjalnie rozpoczęła się w 2006 r. Zarządzanie różnorodnością w EBC ma na celu zagwarantowanie, że wszyscy pracownicy traktowani są z szacunkiem, a zarządzanie pracownikami odbywa się na podstawie ich indywidualnych kwalifikacji.

WZMACNIANIE ZASOBÓW LUDZKICH

Poza promowaniem mobilności, włączając rotację na stanowiskach kierowniczych, strategia w zakresie zasobów ludzkich skupia się na rozwoju zarządzania EBC. Umiejętności zarządcze i przywódcze rozwijane były poprzez szkolenia oraz indywidualny proces doskonalenia kompetencji zawodowych (*coaching*). Szkolenia dla kadry zarządzającej koncentrowały się na wzmocnieniu umiejętności przywódczych, zarządzaniu efektywnością oraz kierowaniu zmianami organizacyjnymi. Po rozpoczęciu strategii zarządzania różnorodnością w 2006 r. wdrożony

został specjalny program szkoleniowy dla kadry zarządzającej: „godność w miejscu pracy”.

Dodatkowo kadra zarządzająca została objęta coroczną obowiązkową oceną zwrotną dokonywaną z wielu punktów widzenia (*multi-source feedback*), w której podwładni, współpracownicy tego samego szczebla i osoby z zewnątrz określają kierunki rozwoju wiedzy i umiejętności członków kadry zarządzającej. Stanowi to uzupełnienie rocznej oceny kadry kierowniczej. Na podstawie wyników takiej oceny zwrotnej dostosowuje się coaching do indywidualnych potrzeb.

W 2006 r. EBC wprowadził Ramową Strukturę Stanowisk Doradczych (*Advisory Positions Framework*), która przedstawia strukturę zawodową w podobny sposób, jak w przypadku tradycyjnej struktury kierowniczej. Rolą doradcy jest dostarczenie wysokiego poziomu specjalistycznej wiedzy technicznej lub strategicznej, koordynacji międzyorganizacyjnej i/ lub doradztwa w szerokim zakresie tematów z dziedziny zarządzania.

Sześć wspólnych wartości EBC (fachowość, skuteczność i operatywność, uczciwość, duch pracy zespołowej, przejrzystość i odpowiedzialność oraz praca na rzecz Europy) w większym zakresie uwzględniono w strategii zarządzania zasobami ludzkimi w celu przełożenia ich na codzienne zachowania i wyniki. Narzędzia i procesy zarządzania zasobami ludzkimi (np. zarządzanie efektywnością, rekrutacja i selekcja, szkolenie i rozwój) będą w dalszym ciągu dostosowywane do tych wartości.

Ciągłe przyswajanie i rozwój umiejętności oraz kompetencji jest podstawą strategii w zakresie zasobów ludzkich EBC. Wspólna odpowiedzialność pracowników i instytucji za proces uczenia się i rozwój jest jedną z podstawowych zasad. EBC dostarcza środków finansowych i ram szkoleniowych, członkowie kadry zarządzającej określają potrzeby szkoleniowe, aby zapewnić pracownikom

zdobyć wysokiego poziomu wiedzy i umiejętności zawodowych potrzebnych na ich obecnych stanowiskach, natomiast pracownicy odpowiadają przede wszystkim za swoją naukę i rozwój. Oprócz możliwości odbycia pewnej ilości szkoleń wewnętrznych pracownicy korzystali również z możliwości odbywania szkoleń zewnętrznych, które odpowiadały ich indywidualnym potrzebom szkoleniowym o bardziej „technicznym” charakterze. Korzystali oni również ze szkoleń organizowanych w ramach wspólnych programów ESBC lub szkoleń oferowanych przez krajowe banki centralne.

EBC przyznał 10 pracownikom bezpłatny urlop naukowy oraz, w ramach polityki dodatkowych szkoleń (Secondary Training Policy), wsparł 14 innych pracowników w zdobywaniu kwalifikacji, które podniosą poziom ich kompetencji zawodowych ponad poziom, jakiego wymagają ich obecne stanowiska.

KONFERENCJA DS. ZASOBÓW LUDZKICH ORAZ DALSZE DZIAŁANIA ZWIĄZANE Z MISJĄ EUROSISTEMU

W celu dalszego promowania współpracy i ducha pracy zespołowej wśród banków

centralnych Eurosystemu/ESBC w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi, Rada Prezesów powołała w 2005 r. Konferencję ds. Zasobów Ludzkich, formalizując tym samym długotrwałą współpracę pomiędzy dyrektorami działów kadr banków centralnych UE.

Działania konferencji w 2006 r. obejmowały różne aspekty szkolenia i rozwoju pracowników, w tym możliwości wspólnych szkoleń, planowanie ścieżki kariery zawodowej, system oceny efektywności, polityki delegowania oraz procedury selekcji. Praca konferencji w tym zakresie obejmie opracowanie działań promujących wymianę pracowników.

Konferencja wymieniła również informacje na temat kosztów personalnych i wspólnie z Komitetem ds. Komunikacji Eurosystemu/ESBC zaproponowała kompleksowe ramy dla opracowania głównych zagadnień zawartych w misji Eurosystemu, planów strategicznych i zasad organizacyjnych we wspólnych dla Eurosystemu/ESBC programach wdrażania nowych pracowników.



2.2 NOWA SIEDZIBA EBC

Następuje ciągły postęp w planowaniu nowej siedziby EBC. Po zoptymalizowaniu przez COOP HIMMELB(L)AU zwycięskiego projektu w oparciu o zaktualizowane wymogi funkcjonalne, przestrzenne i techniczne oraz minimalizację kosztów budowy, projekt w 2006 r. przeszedł w fazę planowania. Faza ta obejmuje:

- opracowanie i wdrażanie niezbędnych procedur przetargowych w celu przyznania kontraktów na usługi planistom, specjalistom, architektom, inżynierom i firmom budowlanym, które zaangażowane będą w projektowanie i budowę siedziby;
- przedłożenie planów władzom miasta Frankfurt w celu uzyskania niezbędnego zezwolenia budowlanego (zezwoleń budowlanych) i sprawdzenie zgodności wszystkich planów z odpowiednimi przepisami prawa budowlanego, np. z kodeksem budowlanym, przepisami ochrony przeciwpożarowej oraz normami BHP;
- przygotowanie zaktualizowanej kalkulacji kosztów w celu potwierdzenia kosztów całościowych (500 mln euro – koszty budowy i 850 mln euro – całkowite koszty inwestycyjne, według cen z 2005 r.);
- sporządzanie szczegółowych planów projektu, opartych na specyfikacjach budynku i na ciągłej analizie wartości (*value engineering*).

W związku z tym architekci złożyli wstępną propozycję projektu obejmującą kilka zmian związanych ze zoptymalizowanym projektem. Po pierwsze wieżowiec i budynek wejściowy łączący Grossmarkthalle z wieżowcem zostały przeniesione nieco na zachód, zgodnie ze specyfikacjami organów odpowiedzialnych za ochronę zabytków. Po drugie, przewidziane funkcje Grossmarkthalle zostały zreorganizowane zgodnie z wymogami ochrony

zabytków i wymaganiami przestrzennymi. Po trzecie, fasada wieżowca stała się bardziej efektywna energetycznie dzięki usprawnieniu zabezpieczenia przed promieniowaniem słonecznym. Projekt krajobrazu również został zmieniony i uwzględnia wprowadzenie środków bezpieczeństwa. Zmieniony został również kształt szczytu wieżowca; dach jest pochyły, co poprawia ogólną sylwetkę i widoczność budynku w jego miejskim otoczeniu.

Miasto Frankfurt we współpracy z EBC przygotowuje prawnie wiążący plan zagospodarowania przestrzennego dla nowej siedziby. W związku z tym w ciągu roku odbyły się różne spotkania z władzami miasta. Przewiduje się, że proces ubiegania się o zezwolenie budowlane zostanie sfinalizowany przed końcem października 2007 r., tak jak zostało to zaplanowane. Zakłada się, że budowa rozpocznie się na początku 2008 r. a zakończy przed końcem 2011 r.

Zostanie również wzniesiony pomnik oraz centrum informacyjne upamiętniające rolę Grossmarkthalle w deportacji Żydów. Obecnie zespół złożony z przedstawicieli władz miasta, gminy żydowskiej Frankfurtu oraz EBC przygotowuje międzynarodowy konkurs na projekt pomnika i centrum informacyjnego. Konkurs ma się rozpocząć w 2007 r.

3 DIALOG SPOŁECZNY ESBC

Dialog Społeczny ESBC jest forum konsultacyjnym, w którym uczestniczą przedstawiciele EBC i reprezentanci pracowników niemal wszystkich banków centralnych wchodzących w skład ESBC oraz federacji europejskich związków zawodowych¹⁴. Celem tego forum jest dostarczanie informacji i wymiana poglądów na temat kwestii, które mogą mieć duży wpływ na zatrudnienie w bankach centralnych wchodzących w skład ESBC.

Spotkania forum odbyły się w czerwcu i grudniu 2006 r. Oprócz regularnie poruszanych zagadnień związanych z produkcją i obiegiem banknotów, systemami płatniczymi (TARGET 2) oraz nadzorem finansowym, dyskusje objęły wdrożenie działań wynikających z misji Eurosystemu, jak również jego celów strategicznych i zasad organizacyjnych a także skutków, jakie mają one dla codziennej pracy pracowników Eurosystemu. Poinformowano też przedstawicieli pracowników o pracach podjętych przez Konferencję ds. Zasobów Ludzkich.

EBC kontynuował także wydawanie półrocznego biuletynu, informującego przedstawicieli pracowników o najnowszych wydarzeniach związanych z powyższymi zagadnieniami.

Podczas grudniowego spotkania EBC i federacje europejskich związków zawodowych przedyskutowały także i uzgodniły dodatkowe sposoby usprawnienia Dialogu Społecznego ESBC. Ustanowiono mechanizm, dzięki któremu przedstawiciele pracowników mogą być odpowiednio wcześniej informowani o kwestiach, które mają zostać poruszone przez Radę Prezesów w kontekście Dialogu Społecznego.

EBC, na zaproszenie federacji związków zawodowych, uczestniczył też w dwóch seminariach dotyczących stosunków pracy

i kultury korporacyjnej, które skierowane były głównie do przedstawicieli pracowników krajowych banków centralnych państw członkowskich, które przystąpiły do UE w maju 2004 r. i w styczniu 2007 r.

¹⁴ Stały Komitet Związków Zawodowych Europejskich Banków Centralnych (SCECBU), UNI-Finance i Europejska Federacja Związków Zawodowych Służb Publicznych (EPSU).

4 ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC

SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2006 R.

1 RODZAJ DZIAŁALNOŚCI

Działalność EBC w roku 2006 przedstawiono w odpowiednich rozdziałach Raportu Rocznego.

2 CELE I ZADANIA

Cele i zadania EBC określa Statut ESBC (art. 2 i 3). Ponadto cele te zostały omówione w słowie wstępnym prezesa EBC do Raportu Rocznego.

3 KLUCZOWE ZASOBY, RODZAJE RYZYKA I PROCESY

ZASADY ŁADU KORPORACYJNEGO EBC

Zasady ładu korporacyjnego EBC przedstawia rozdział 8.

CZŁONKOWIE ZARZĄDU

Członkowie Zarządu są mianowani spośród osób o uznanym autorytecie i doświadczeniu zawodowym w dziedzinie pieniądza lub bankowości, za wspólnym porozumieniem rządów państw członkowskich na szczeblu szefów państw lub rządów, na podstawie rekomendacji Rady UE uwzględniającej opinie Parlamentu Europejskiego i Rady Prezesów.

Warunki zatrudnienia członków Zarządu określa Rada Prezesów na podstawie propozycji komitetu, w którego skład wchodzi trzy osoby mianowane przez Radę Prezesów i trzy – przez Radę UE.

PRACOWNICY

Średnia liczba zatrudnionych w EBC na podstawie umów na czas określony i nieokreślony (w etatach przeliczeniowych) wzrosła z 1.331 w 2005 r. do 1.360 w 2006 r. Więcej danych przedstawia informacja dodatkowa do rachunku zysków i strat oraz rozdział 8, podrozdział 2, gdzie opisano także strategię kadrową Banku.

DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA I ZARZĄDZANIE RYZYKIEM

Portfel rezerw walutowych EBC obejmuje rezerwowe aktywa walutowe przekazane EBC przez krajowe banki centralne strefy euro zgodnie z art. 30 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, oraz dochody z tych aktywów. Jest on wykorzystywany 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, rezerwą na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota, z ogólnym funduszem rezerwowym oraz z dochodami zakumulowanymi w portfelu w latach ubiegłych. Portfel ten służy generowaniu dochodów przeznaczonych na pokrycie kosztów operacyjnych EBC.

Szczegółowe informacje na temat działalności inwestycyjnej EBC oraz zarządzania związanym z nią ryzykiem przedstawia rozdział 2.

BUDŻETOWANIE

Kluczowym podmiotem w procesach zarządzania finansowego w EBC jest Komitet Budżetowy (BUCOM), w którego skład wchodzi eksperci z EBC oraz krajowych banków centralnych strefy euro. Zgodnie z art. 15 regulaminu, Komitet Budżetowy wspiera Radę Prezesów poprzez formułowanie szczegółowej oceny propozycji rocznego budżetu EBC i wniosków Zarządu o dodatkowe środki budżetowe, przed przedstawieniem tych dokumentów Radzie Prezesów do zatwierdzenia. Wykonanie budżetu jest regularnie kontrolowane przez Zarząd, który uwzględnia przy tym opinie pionu kontroli wewnętrznej w EBC, oraz przez Radę Prezesów, której pomocy udziela Komitet Budżetowy.

4 WYNIK FINANSOWY

SPRAWOZDANIE FINANSOWE

Zgodnie z art. 26.2 Statutu ESBC, roczne sprawozdanie finansowe EBC sporządza Zarząd na podstawie zasad określonych przez Radę Prezesów. Roczne sprawozdanie finansowe jest publikowane po zatwierdzeniu przez Radę Prezesów.

REZERWA NA RYZYKO KURSOWE, RYZYKO STOPY PROCENTOWEJ I RYZYKO ZMIAN CENY ZŁOTA

Ponieważ większość aktywów i pasywów EBC podlega okresowej aktualizacji wyceny według bieżących rynkowych kursów walutowych i cen papierów wartościowych, poziom zysków EBC jest silnie uzależniony od ryzyka kursowego oraz – w mniejszym stopniu – od ryzyka stopy procentowej. Ryzyko to dotyczy przede wszystkim rezerw walutowych utrzymywanych w dolarach amerykańskich, jenach japońskich i złocie, a inwestowanych głównie w oprocentowane instrumenty finansowe.

Mając na uwadze znaczne narażenie EBC na wymienione rodzaje ryzyka oraz bieżący poziom różnic z aktualizacji wyceny, w 2005 r. Rada Prezesów postanowiła utworzyć rezerwę na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota. W efekcie na dzień 31 grudnia 2005 r. zawiązano rezerwę na powyższe rodzaje ryzyka w kwocie 992 mln euro. Na dzień 31 grudnia 2006 r. zwiększono wysokość tej rezerwy o 1.379 mln euro do poziomu 2.371 mln euro, co spowodowało zmniejszenie zysku netto, podobnie jak w 2005 r., równo do zera.

Rezerwa zostanie wykorzystana na pokrycie zrealizowanych i niezrealizowanych strat, w szczególności strat z tytułu wyceny nieujętych w różnicach z aktualizacji wyceny. Poziom i zasadność dalszego istnienia rezerwy są weryfikowane co roku.

WYNIK FINANSOWY ZA 2006 R.

Gdyby nie zwiększono rezerwy na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota, zysk netto EBC za 2006 r. wyniósłby 1.379 mln euro.

W 2006 r. aprecjacja euro w stosunku do jena japońskiego spowodowała konieczność utworzenia, w ciężar rachunku zysków i strat, odpisu aktualizującego wyrażoną w euro wartość posiadanych przez EBC aktywów denominowanych w jenach, w kwocie około 0,6 mld euro.

W 2006 r. wynik z tytułu odsetek zwiększył się do 1.972 mln euro, z poziomu 1.270 mln euro w 2005 r., głównie wskutek: a) wzrostu liczby banknotów euro w obiegu i krańcowej stopy oprocentowania podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu, która determinuje wysokość dochodu EBC z tytułu udziału w banknotach euro będących w obiegu w Eurosystemie, a także b) wzrostu oprocentowania aktywów denominowanych w dolarach amerykańskich.

Zrealizowane zyski netto z tytułu operacji finansowych wzrosły z 149 mln euro w 2005 r. do 475 mln euro w 2006 r. Przyczyną wzrostu zrealizowanych zysków była deprecjacja euro w stosunku do cen złota, w połączeniu ze wzrostem sprzedaży złota w 2006 r. Sprzedaż tę prowadzono zgodnie z Umową banków centralnych w sprawie złota z 27 września 2004 r., której sygnatariuszem jest EBC.

Łączna kwota kosztów administracyjnych EBC, w tym amortyzacji, wzrosła z 348 mln w 2005 r. do 361 mln w 2006 r.

Koszty osobowe wzrosły głównie ze względu na wzrost średniego zatrudnienia w ciągu roku oraz zwiększone odpisy na fundusz emerytalny. Wynagrodzenia Zarządu wyniosły łącznie 2,2 mln euro (w 2005 r. – 2,1 mln euro).

BILANS NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2006 R.

AKTYWA	NR NOTY	2006 EUR	2005 EUR
Złoto i należności w złocie	1	9.929.865.976	10.064.527.857
Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych	2		
Należności od MFW		414.768.308	170.162.349
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne		29.313.377.277	31.062.557.242
		29.728.145.585	31.232.719.591
Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	2	2.773.828.417	2.908.815.389
Należności od nierezydentów strefy euro w euro	3		
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe oraz udzielone kredyty		4.193.677	13.416.711
Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro	4	33.914	25.000
Należności wewnętrzne w ramach Eurosystemu	5		
Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu		50.259.459.435	45.216.783.810
Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)		3.545.868.495	5.147.038.409
		53.805.327.930	50.363.822.219
Pozostałe aktywa	6		
Rzeczowe aktywa trwałe		175.180.989	175.237.902
Pozostałe aktywa finansowe		8.220.270.389	6.888.490.580
Różnice z aktualizacji wyceny instrumentów pozabilansowych		29.518.315	0
Rozliczenia międzyokresowe czynne		1.094.509.354	679.603.366
Pozostałe		5.580.697	4.397.807
		9.525.059.744	7.747.729.655
Aktywa razem		105.766.455.243	102.331.056.422

PASYWA	NR NOTY	2006 EUR	2005 EUR
Banknoty w obiegu	7	50.259.459.435	45.216.783.810
Zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro w euro	8	1.065.000.000	1.050.000.000
Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro	9	105.121.522	649.304.896
Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych	10		
Zobowiązania z tytułu depozytów, prowadzonych rachunków oraz inne zobowiązania		330.955.249	855.933.000
Zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu	11		
Zobowiązania z tytułu przekazanych rezerw walutowych		39.782.265.622	39.782.265.622
Pozostałe zobowiązania	12		
Rozliczenia międzyokresowe bierne		1.262.820.884	919.344.079
Pozostałe		899.170.800	632.012.224
		2.161.991.684	1.551.356.303
Rezerwy	13	2.393.938.510	1.027.507.143
Różnice z aktualizacji wyceny	14	5.578.445.671	8.108.628.098
Kapitał i fundusz rezerwowy	15		
Kapitał		4.089.277.550	4.089.277.550
Zysk za rok obrotowy		0	0
Pasywa razem		105.766.455.243	102.331.056.422

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2006 R.

	NR NOTY	2006 EUR	2005 EUR
Przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych		1.318.243.236	889.408.789
Przychody z tytułu odsetek związane z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu		1.318.852.000	868.451.848
Pozostałe przychody z tytułu odsetek		2.761.697.060	1.794.267.421
<i>Przychody z tytułu odsetek</i>		<i>5.398.792.296</i>	<i>3.552.128.058</i>
Pokrycie należności KBC z tytułu przekazanych rezerw walutowych		(965.331.593)	(710.160.404)
Pozostałe koszty z tytułu odsetek		(2.461.625.254)	(1.572.338.709)
<i>Koszty z tytułu odsetek</i>		<i>(3.426.956.847)</i>	<i>(2.282.499.113)</i>
Wynik netto z tytułu odsetek	20	1.971.835.449	1.269.628.945
Zrealizowane zyski/(straty) z tytułu operacji finansowych	21	475.380.708	149.369.135
Odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych	22	(718.467.508)	(97.494.081)
Zmiana stanu rezerw z tytułu ryzyka kursowego i cenowego		(1.379.351.719)	(992.043.443)
Wynik z tytułu operacji finansowych, odpisów aktualizujących i rezerw na ryzyko		(1.622.438.519)	(940.168.389)
Wynik z tytułu prowizji i opłat	23	(546.480)	(182.373)
Przychody z akcji i udziałów	24	911.866	853.403
Pozostałe przychody	25	11.407.583	17.428.558
Przychody netto ogółem		361.169.899	347.560.144
Koszty osobowe	26	(160.847.043)	(153.048.314)
Koszty administracyjne	27	(166.426.595)	(158.457.219)
Amortyzacja rzeczowych aktywów trwałych		(29.162.141)	(31.888.637)
Usługi produkcji banknotów	28	(4.734.120)	(4.165.974)
Zysk/(strata) za rok obrotowy		0	0

Frankfurt nad Menem, 27 luty 2007 r.

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

Jean-Claude Trichet

Prezes

PRZYJĘTE ZASADY RACHUNKOWOŚCI¹

FORMAT I PREZENTACJA SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Sprawozdanie finansowe Europejskiego Banku Centralnego (EBC) opracowano w taki sposób, by rzetelnie przedstawiało sytuację finansową EBC oraz wynik z działalności. Sprawozdanie finansowe sporządzono zgodnie z niżej opisanymi zasadami rachunkowości², uznanymi przez Radę Prezesów za właściwe z uwagi na charakter działalności banku centralnego.

PODSTAWOWE ZASADY RACHUNKOWOŚCI

Zastosowano następujące podstawowe zasady rachunkowości: zasadę rzeczywistości gospodarczej i przejrzystości, ostrożnej wyceny, ujęcia zdarzeń następujących po dniu bilansowym, istotności, zasadę memoriałową, kontynuacji działalności, spójności i porównywalności.

UJMOWANIE AKTYWÓW I PASYWÓW

Aktywa i pasywa ujmuje się w bilansie, gdy uprawdopodobni się otrzymanie lub przekazanie przez EBC przyszłych korzyści ekonomicznych z ich tytułu, gdy zasadniczo wszelkie związane z nimi rodzaje ryzyka i korzyści zostały przeniesione na EBC, oraz gdy koszt lub wartość aktywów albo wysokość zobowiązań można wiarygodnie wycenić.

PODSTAWA SPORZĄDZENIA SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone na zasadzie kosztu historycznego, zmodyfikowanej w celu uwzględnienia wyceny rynkowej rynkowych papierów wartościowych, złota oraz pozostałych aktywów i pasywów (bilansowych oraz pozabilansowych) denominowanych w walutach obcych. Operacje dotyczące aktywów i zobowiązań finansowych zostały ujęte w sprawozdaniu finansowym na dzień rozliczenia.

Z dniem 1 stycznia 2007 r. uległa zmianie podstawa wykazywania w sprawozdaniach

finansowych banków centralnych Eurosystemu transakcji dewizowych, instrumentów finansowych denominowanych w walutach obcych oraz odnośnych rozliczeń międzyokresowych. Korzystając z możliwości wcześniejszego wprowadzenia tej zmiany, EBC zastosował ją z dniem 1 października 2006 r., co wywołało skutki opisane poniżej. Wszystkie transakcje, z wyjątkiem transakcji na papierach wartościowych, wykazuje się obecnie pozabilansowo na dzień zawarcia. W dacie rozliczenia pozycje pozabilansowe są stornowane, a transakcje ujmowane w bilansie. Zakup i sprzedaż walut obcych wpływa na pozycję walutową netto w dacie transakcji, a nie w dacie jej rozliczenia, jak to miało miejsce dotychczas. Zrealizowane zyski/straty na sprzedaży również wylicza się na dzień zawarcia transakcji. Narosłe odsetki, premie i dyskonta dotyczące instrumentów finansowych denominowanych w walutach obcych są naliczane i księgowane codziennie, a ich wpływ na pozycję walutową wykazywany jest każdego dnia, a nie na zasadzie kasowej jak dotychczas. Za niepraktyczne uznano retrospektywne zastosowanie tej zmiany zasad rachunkowości do okresów poprzednich.

ZŁOTO ORAZ AKTYWA I PASywa W WALUTACH OBCYCH

Aktywa i pasywa w walutach obcych przelicza się na euro po kursie obowiązującym w dniu bilansowym. Przychody i koszty przelicza się według kursu obowiązującego na dzień księgowania. 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

- 1 Szczegółowe zasady rachunkowości określa Decyzja EBC/2002/11, Dz.U. L 58, 3.03.2003, s. 38, z późniejszymi zmianami. Z dniem 1 stycznia 2007 r. powyższa decyzja została uchylona i zastąpiona decyzją EBC/2006/17, Dz.U. L 348, 11.12.2006, s. 38.
- 2 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.

przeprowadza się odrębnie od aktualizacji związanej 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. Przeprowadza się jedną aktualizację wartości w oparciu o wyrażoną w euro cenę uncji czystego złota, która za rok zakończony 31 grudnia 2006 r. określona została na podstawie kursu wymiany euro do dolara amerykańskiego na dzień 29 grudnia 2006 r.

PAPIERY WARTOŚCIOWE

Wszystkie rynkowe papiery wartościowe i podobne aktywa wycenia się po średnich cenach rynkowych poszczególnych walorów na dzień bilansowy. W roku obrotowym zakończonym 31 grudnia 2006 r. zastosowano średnie ceny rynkowe z 29 grudnia 2006 r. Nierynkowe 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, i wlicza w odniesieniu do 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 określonego papieru wartościowego, waluty lub złota nie podlegają kompensacie z niezrealizowanymi zyskami z tytułu innego papieru wartościowego, waluty lub złota. Wystąpienie niezrealizowanej straty z tytułu

danej pozycji na koniec roku obrotowego powoduje obniżenie średniego kosztu takiej pozycji 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 pozostały okres ważności aktywów.

TRANSAKcje ODWRACALNE

Transakcje odwracalne to operacje, w których EBC kupuje lub sprzedaje aktywa na podstawie umowy repo bądź przeprowadza zabezpieczone operacje kredytowe.

Umowa repo polega na sprzedaży papierów wartościowych za gotówkę, z jednoczesnym zobowiązaniem do odkupu tych papierów w przyszłości w określonym terminie, po uzgodnionej cenie. Umowy repo wykazuje się po stronie pasywów bilansu jako złożony zabezpieczony depozyt. Koszty z tytułu odsetek obciążają rachunek 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 przyszłości w określonym terminie, po uzgodnionej cenie. Umowy reverse repo ujmuje się po stronie aktywów bilansu jako pożyczki zabezpieczone, ale nie uwzględnia się ich w portfelu 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 2006 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 w przyszłości jednej waluty na inną.

Aktualizację wartości instrumentów stopy procentowej przeprowadza się dla każdego instrumentu oddzielnie. Dienne zmiany wysokości zmiennego depozytu zabezpieczającego otwartych kontraktów futures na stopy procentowe wykazuje się w rachunku zysków i strat. Transakcje terminowe papierami wartościowymi wyceniane są na podstawie ogólnie przyjętej metody wyceny wykorzystującej dostępne ceny rynkowe i współczynnik dyskonta od dnia rozliczenia do dnia wyceny.

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 EUROSYSTEMU

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 netto – wobec EBC. Pozycja ta w księgach EBC reprezentuje należność lub

zobowiązanie netto każdego z krajowych banków centralnych wobec reszty ESBC.

Salda wewnętrzne 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 członkami są wykazywane 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 w ramach ESBC banków centralnych krajów spoza strefy euro (Danmarks Nationalbank i Bank of England) wobec EBC, wynikające z uczestnictwa w systemie TARGET, wykazuje się w pozycji „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”. Od 31 grudnia 2006 r. Sveriges Riksbank nie jest uczestnikiem systemu TARGET.

UJMOWANIE ŚRODKÓW TRWAŁYCH

Środki trwałe (z wyjątkiem gruntów) wycenia się według kosztu pomniejszonego o umorzenie. Grunty wycenia się według kosztu. Amortyzację wylicza się metodą liniową, począwszy od następnego kwartału po nabyciu środków trwałych, przez cały przewidywany okres ich ekonomicznej użyteczności, który wynosi:

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 I INNE ŚWIADCZENIA PO OKRESIE ZATRUDNIENIA

EBC prowadzi dla swoich pracowników program określonych świadczeń. Program ten jest finansowany z aktywów ulokowanych w długoterminowym funduszu świadczeń pracowniczych.

BILANS

Zobowiązanie z tytułu określonych świadczeń ujmuje się w bilansie w wartości bieżącej programów określonych świadczeń na datę bilansu *pomniejszonej* o wartość godziwą aktywów programu wykorzystanych na sfinansowanie zobowiązania, skorygowanej o nieujęte zyski lub straty aktuarialne.

Wartość zobowiązania z tytułu określonych świadczeń jest obliczana co roku przez niezależnych aktuarialistów metodą prognozowanych uprawnień jednostkowych. Wartość bieżącą zobowiązania z tytułu określonych świadczeń określa się poprzez zdyskontowanie szacowanych przyszłych przepływów pieniężnych stopą procentową obligacji korporacyjnych o wysokiej jakości, denominowanych w euro i o terminie wykupu zbliżonym do terminu wymagalności odnośnego zobowiązania emerytalnego.

Zyski i straty aktuarialne mogą powstać w wyniku korekt (w przypadku gdy faktyczne wyniki różnią się od założonych wcześniej przez aktuarialistę) lub wskutek zmian założeń aktuarialnych.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

Kwota netto obciążająca rachunek zysków i strat obejmuje:

- (a) koszty bieżącego zatrudnienia dotyczące świadczeń naliczonych za rok obrotowy;
- (b) odsetki (według stopy dyskontowej) od zobowiązania z tytułu określonych świadczeń;
- (c) oczekiwany zwrot z aktywów programu;
- (d) wszelkie zyski i straty aktuarialne ujęte w rachunku zysków i strat z zastosowaniem metody 10-procentowego przedziału.

METODA 10-PROCENTOWEGO PRZEDZIAŁU

Zyski i straty aktuarialne, których skumulowana kwota netto przekracza wyższą z następujących dwu wartości: (a) 10% wartości bieżącej zobowiązania z tytułu określonych świadczeń, lub (b) 10% wartości godziwej aktywów programu, należy spisywać w ciężar rachunku zysków i strat przez okres równy oczekiwanej średniej liczbie lat pozostałych do emerytury uczestniczących w programie pracowników.

EMERYTURY CZŁONKÓW ZARZĄDU I ZOBOWIĄZANIA Z TYTUŁU INNYCH ŚWIADCZEŃ PO OKRESIE ZATRUDNIENIA

Emerytury członków Zarządu EBC i renty pracownicze wypłacane są w ramach porozumień nie przewidujących istnienia odrębnego funduszu. Oczekiwane koszty tych świadczeń są naliczane – w ciągu okresu sprawowania urzędu przez członka Zarządu lub okresu zatrudnienia pracownika – metodami księgowymi podobnymi do stosowanych w odniesieniu do programów emerytalnych o określonych świadczeniach. Zyski i straty aktuarialne ujmuje się w sposób opisany powyżej.

Zobowiązania te są wyceniane co roku przez niezależnych aktuarialistów, tak aby zapewnić ujęcie właściwej kwoty zobowiązania w sprawozdaniu finansowym.

BANKNOTY W OBIEGU

Banknoty euro emituje Eurosystem, czyli EBC i dwanaście krajowych banków centralnych strefy euro³. Łączna wartość banknotów euro w obiegu jest rozdzielana pomiędzy poszczególne banki centralne Eurosystemu w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca, zgodnie z kluczem alokacji banknotów⁴.

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 oprocentowane⁵ 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”. Do 2005 r. przychód ten był rozdzielany niezależnie pomiędzy KBC w postaci śródrocznego przydziału po zakończeniu każdego kwartału⁶. Rada Prezesów postanowiła, że od 2006 r. przychód ten należy jest bankom centralnym w roku obrotowym, w którym zostaje naliczony, natomiast jego podział następuje drugiego dnia roboczego roku następnego⁷. Rozdysponowana zostaje pełna kwota dochodu, chyba że zysk netto EBC za dany rok jest niższy od jego dochodu z tytułu banknotów w obiegu i z zastrzeżeniem ewentualnych decyzji Rady Prezesów dotyczących zwiększenia rezerw na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota oraz obciążenia wyniku z tytułu odsetek kosztami poniesionymi przez EBC z tytułu emisji i obsługi banknotów euro.

POZOSTAŁE ZAGADNIENIA

Biorąc pod uwagę charakter EBC jako banku centralnego, jego Zarząd uważa, że publikacja

rachunku przepływów pieniężnych nie dostarczyłaby odbiorcom sprawozdania finansowego żadnych istotnych dodatkowych informacji.

Zgodnie z art. 27 Statutu ESBC oraz na podstawie rekomendacji Rady Prezesów, Rada Unii Europejskiej zatwierdziła wybór firmy KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na niezależnego biegłego rewidenta EBC na okres pięciu lat, do zakończenia roku obrotowego 2007.

3 Decyzja EBC/2001/15 z dnia 6 grudnia 2001 r. w sprawie emisji banknotów euro, Dz.U. L 337, 20.12.2001, s. 52, z późniejszymi zmianami.

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/2001/16 z dnia 6 grudnia 2001 r. w sprawie podziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych uczestniczących państw członkowskich od roku budżetowego 2002, Dz.U. L 337, 20.12.2001, s. 55, z późniejszymi zmianami.

6 Decyzja EBC/2002/9 z dnia 21 listopada 2002 r. w sprawie podziału przychodów Europejskiego Banku Centralnego z tytułu banknotów w obiegu pomiędzy uczestniczące państwa członkowskie, Dz.U. L 323, 28.11.2002, s. 49.

7 Decyzja EBC/2005/11 z dnia 17 listopada 2005 r. w sprawie podziału przychodów Europejskiego Banku Centralnego z tytułu banknotów w obiegu pomiędzy uczestniczące państwa członkowskie, Dz.U. L 311, 26.11.2005, s. 41. Decyzją tą uchylono decyzję EBC/2002/9.

INFORMACJA DODATKOWA DO BILANSU

1 ZŁOTO I NALEŻNOŚCI W ZŁOCIE

Na dzień 31 grudnia 2006 r. EBC posiadał zasoby złota odpowiadającego międzynarodowym standardom czystości w wysokości 20,6 mln uncji (w 2005 r. – 23,1 mln uncji). Spadek był związany ze sprzedażą złota zgodnie z Umową banków centralnych w sprawie złota z 27 września 2004 r., której EBC jest sygnatariuszem. Spadek wartości tej pozycji w euro został częściowo skompensowany istotną podwyżką cen złota w 2006 r. (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i pasywa w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

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 2006 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. Wartość SDR jest określona na podstawie koszyka walut i stanowi ważoną sumę kursów 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).

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:

Należności od nierezydentów strefy euro	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	1.388.630.590	5.149.756.962	(3.761.126.372)
Depozyty rynku pieniężnego	1.352.326.756	1.182.580.317	169.746.439
Umowy reverse repo	330.983.321	1.306.216.228	(975.232.907)
Inwestycje w papiery wartościowe	26.241.436.610	23.424.003.735	2.817.432.875
Razem	29.313.377.277	31.062.557.242	(1.749.179.965)

Należności od rezydentów strefy euro	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	18.535	25.019	(6.484)
Depozyty rynku pieniężnego	2.621.949.594	2.908.790.370	(286.840.776)
Umowy reverse repo	151.860.288	0	151.860.288
Razem	2.773.828.417	2.908.815.389	(134.986.972)

Zmniejszenie stanu tych pozycji w 2006 r. wynika głównie z deprecjacji dolara amerykańskiego oraz – w mniejszym stopniu – jena japońskiego w stosunku do euro (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i pasywa w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Zasoby walut obcych netto w posiadaniu EBC⁸ na 31 grudnia 2006 r., obejmujące dolary

⁸ Aktywa netto denominowane w odnośnych walutach obcych, podlegające aktualizacji wyceny z tytułu różnic kursowych. Są one ujęte w punktach „Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych”, „Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych”, „Rozliczenia międzyokresowe czynne”, „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych” oraz „Rozliczenia międzyokresowe bierne”, z uwzględnieniem terminowych transakcji walutowych oraz swapów walutowych wykazywanych pozabilansowo. Wpływ dodatkich różnic kursowych na papiery wartościowe w walutach obcych nie został ujęty.

amerykańskie i jeny japońskie, przedstawiały się następująco:

(w mln jednostek walutowych)	
dolary amerykańskie	35.000
jeny japońskie	856.308

3 NALEŻNOŚCI OD NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Na dzień 31 grudnia 2006 r. pozycja ta obejmowała depozyty bankowe u nierezydentów strefy euro.

4 POZOSTAŁE NALEŻNOŚCI OD INSTYTUCJI KREDYTOWYCH STREFY EURO W EURO

Na dzień 31 grudnia 2006 r. pozycja ta obejmowała depozyty bankowe u rezydentów strefy euro.

5 NALEŻNOŚCI WEWNĘTRZNE W RAMACH EUROSISTEMU

NALEŻNOŚCI Z TYTUŁU ALOKACJI BANKNOTÓW EURO W RAMACH EUROSISTEMU

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 EUROSISTEMU (NETTO)

Pozycja ta obejmuje salda krajowych banków centralnych strefy euro względem EBC w systemie TARGET oraz należności wynikające ze śródrocznego podziału dochodu EBC z tytułu banknotów w obiegu. Na dzień 31 grudnia 2005 r. należność od krajowych banków centralnych strefy euro, wynikająca ze śródrocznego podziału dochodów EBC z tytułu banknotów w obiegu, wynosiła 634 mln euro. Kwota ta odpowiadała wynikowi śródrocznego podziału tych dochodów na rzecz

krajowych banków centralnych strefy euro za pierwsze trzy kwartały roku, który następnie został odwołany. W 2006 r. zaprzestano śródrocznych podziałów dochodów z tego tytułu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości oraz punkt 20 „Wynik z tytułu odsetek”).

	2006 EUR	2005 EUR
Należności od KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET	83.764.470.700	75.906.443.905
Zobowiązania wobec KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET	(80.218.602.205)	(71.393.877.603)
Pozycja netto w systemie TARGET	3.545.868.495	4.512.566.302
Należność od (zobowiązania wobec) KBC strefy euro wynikające ze śródrocznego podziału dochodu EBC z tytułu banknotów	0	634.472.107
Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)	3.545.868.495	5.147.038.409

6 POZOSTAŁE AKTYWA

RZECZOWE AKTYWA TRWAŁE

Na dzień 31 grudnia 2006 r. pozycja ta obejmowała następujące kategorie aktywów:

	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Wartość brutto			
Grunty i budynki	160.272.602	158.681.104	1.591.498
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	157.573.338	147.880.213	9.693.125
Sprzęt, wyposażenie, maszyny i urządzenia oraz środki transportu	26.670.476	26.238.407	432.069
Środki trwałe w budowie	28.790.200	11.576.491	17.213.709
Pozostałe środki trwałe	1.232.143	1.126.210	105.933
Wartość brutto razem	374.538.759	345.502.425	29.036.334

Umorzenie			
Grunty i budynki	(39.696.727)	(29.694.172)	(10.002.555)
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	(135.057.096)	(117.129.048)	(17.928.048)
Sprzęt, wyposażenie, maszyny i urządzenia oraz środki transportu	(24.471.251)	(23.308.719)	(1.162.532)
Pozostałe środki trwałe	(132.696)	(132.584)	(112)
Umorzenie razem	(199.357.770)	(170.264.523)	(29.093.247)
Wartość księgową netto	175.180.989	175.237.902	(56.913)

Wzrost wartości brutto pozycji „Grunty i budynki” wynika przede wszystkim z zakupu nowej rezydencji prezesów EBC w grudniu 2006 r. Poprzednia rezydencja, nabyta w 2001 r., została sprzedana w styczniu 2007 r.

Wzrost w kategorii „Środki trwałe w budowie” dotyczy głównie wstępnych prac dotyczących budowy nowej siedziby EBC. Przeksięgowania z tej kategorii do właściwych kategorii środków trwałych nastąpią po przekazaniu aktywów do eksploatacji.

POZOSTAŁE AKTYWA FINANSOWE

Do najważniejszych składników tej pozycji należą:

	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Papiery wartościowe denominowane w euro	7.303.413.758	5.710.256.343	1.593.157.415
Umowy <i>reverse repo</i> w euro	874.669.464	1.136.043.600	(261.374.136)
Pozostałe aktywa finansowe	42.187.167	42.190.637	(3.470)
Razem	8.220.270.389	6.888.490.580	1.331.779.809

(a) Papiery wartościowe denominowane w euro oraz umowy *reverse repo* w euro stanowią inwestycję funduszy własnych EBC (zob. też punkt 12 „Pozostałe zobowiązania”). Wzrost w kategorii papierów wartościowych wynikał głównie z zainwestowania, w ramach portfela funduszy własnych, rezerwy na ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota ustanowionej przez EBC w 2005 r.

(b) EBC posiada 3.211 akcji Banku Rozrachunków Międzynarodowych, wykazanych po koszcie nabycia w wysokości 41,8 mln euro.

RÓŻNICE Z AKTUALIZACJI WYCENY INSTRUMENTÓW POZABILANSOWYCH

Na tę pozycję składają się zmiany z tytułu aktualizacji wyceny swapów walutowych i walutowych transakcji terminowych nierozliczonych na 31 grudnia 2006 r. (zob. punkt 19, „Swapy walutowe i terminowe transakcje walutowe”). Różnice te wynikają z przeliczenia tych transakcji na euro według kursów obowiązujących na dzień bilansowy, w porównaniu z wartościami w euro, według których transakcje te są księgowane (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i zobowiązania w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE

W 2005 r. należności z tytułu odsetek narosłe od należności ECB związanych z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości) były wykazywane w wartości brutto w pozycji „Rozliczenia międzyokresowe czynne” oraz „Rozliczenia międzyokresowe bierne”. Obecnie odsetki te wykazuje się w ujęciu netto, w pozycji „Rozliczenia międzyokresowe czynne”, co lepiej odzwierciedla rzeczywistość gospodarczą. Dla porównania, kwotę 412.341.791 euro wykazaną w 2005 r.

przeklasyfikowano z pozycji „Rozliczenia międzyokresowe bierne” do pozycji „Rozliczenia międzyokresowe czynne”, odpowiednio zmniejszając salda obu pozycji.

Pozycja ta obejmuje również odsetki (łącznie z amortyzacją dyskonta) narosłe od papierów wartościowych i innych aktywów finansowych.

POZOSTAŁE

Głównym składnikiem tej pozycji była należność od niemieckiego federalnego ministerstwa finansów z tytułu podlegającego odliczeniu podatku VAT i innych zapłaconych podatków pośrednich. Podatki te podlegają zwrotowi zgodnie z art. 3 Protokołu w sprawie przywilejów i immunitetów Wspólnot Europejskich, którego postanowieniom EBC podlega na mocy art. 40 Statutu ESBC.

7 BANKNOTY W OBIEGU

Pozycja ta obejmuje udział EBC (8%) w łącznej wartości banknotów euro w obiegu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

8 ZOBOWIĄZANIA WOBEC POZOSTAŁYCH NIEZYDENTÓW 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 NIEZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Zobowiązania te obejmują głównie salda prowadzonych przez EBC rachunków krajowych banków centralnych spoza strefy euro dotyczących transakcji przetwarzanych w systemie TARGET (zob. punkt „Salda

wewnętrzne w ramach ESBC i Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

10 ZOBOWIĄZANIA WOBEC NIEZYDENTÓW STREFY EURO W WALUTACH OBCYCH

Pozycja ta obejmuje umowy z przyrzeczeniem odkupu z nierezydentami strefy euro zawierane w związku z zarządzaniem rezerwami walutowymi EBC.

11 ZOBOWIĄZANIA WEWNĘTRZNE W RAMACH EUROSYSTEMU

Pozycja ta obejmuje zobowiązania wobec krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu rezerw walutowych przekazanych EBC w momencie przystąpienia do Eurosystemu. W roku 2006 nie dokonano żadnych korekt tej pozycji.

Zobowiązania te są oprocentowane według ostatniej dostępnej krańcowej stopy oprocentowania podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu, skorygowanej w taki sposób, by uwzględnić zerową rentowność złota wchodzącego w skład rezerw (zob. punkt 20 „Wynik z tytułu odsetek”).

	Klucz kapitałowy %	EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Bank of Greece	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
Razem	71,4908	39.782.265.622

12 POZOSTAŁE ZOBOWIĄZANIA

Pozycja ta obejmuje głównie odsetki należne krajowym bankom centralnym od ich należności z tytułu przekazanych rezerw walutowych (zob. punkt 11 „Zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu”). Saldo tej pozycji obejmuje również (a) pozostałe rozliczenia międzyokresowe, łącznie z amortyzacją premii od obligacji kuponowych, oraz otwarte transakcje repo w kwocie 772 mln euro zawarte w ramach zarządzania funduszami własnymi EBC (zob. punkt 6 „Pozostałe aktywa”), a także (b) zobowiązanie netto dotyczące świadczeń emerytalnych zapewnianych przez EBC.

PROGRAM EMERYTALNY EBC I INNE ŚWIADCZENIA PO OKRESIE ZATRUDNIENIA

Kwoty wykazane w bilansie z tytułu zobowiązań emerytalnych EBC (zob. punkt „Program emerytalny EBC i inne świadczenia po okresie zatrudnienia” opisu przyjętych zasad rachunkowości) są następujące:

	2006 mln EUR	2005 mln EUR
Wartość bieżąca zobowiązań	258,5	223,5
Wartość godziwa aktywów programu	(195,3)	(161,2)
Nieujęte zyski/(straty) aktuarialne	17,3	6,5
Zobowiązanie ujęte w bilansie	80,5	68,8

Wartość bieżąca zobowiązań obejmuje niepokrywane z osobnego funduszu zobowiązania w wysokości 32,6 mln euro (w 2005 r.: 30,4 mln euro) z tytułu emerytur członków Zarządu oraz rezerw na renty pracownicze.

Kwoty ujęte w rachunku zysków i strat za lata 2006 i 2005 dotyczące „kosztów bieżącego zatrudnienia”, „odsetek od zobowiązań” i „oczekiwanego zwrotu z aktywów programu” są następujące:

	2006 mln EUR	2005 mln EUR
Koszty bieżącego zatrudnienia	27,3	24,6
Odsetki od zobowiązania	6,8	6,2
Oczekiwany zwrot z aktywów programu	(6,7)	(5,2)
Aktuarialny (zysk)/strata netto ujęte w roku obrotowym	0	0
Razem w pozycji „Koszty osobowe”	27,4	25,6

Zgodnie z zastosowaną metodą 10-procentowego przedziału (zob. punkt „Program emerytalny EBC i inne świadczenia po okresie zatrudnienia” opisu przyjętych zasad rachunkowości) w rachunku zysków i strat za 2006 r. nie ujęto zysków aktuarialnych.

Zmiany wartości bieżącej zobowiązania z tytułu określonych świadczeń są następujące:

	2006 mln EUR	2005 mln EUR
Bilans otwarcia zobowiązania z tytułu określonych świadczeń	223,5	178,5
Koszt zatrudnienia	27,3	24,6
Koszt z tytułu odsetek	6,8	6,2
Składki zapłacone przez uczestników programu	10,4	9,3
Pozostałe zmiany netto zobowiązania odzwierciedlającego składki uczestników	3,7	6,1
Świadczenia wypłacone	(2,6)	(2,2)
(Zyski)/straty aktuarialne	(10,6)	1,0
Bilans zamknięcia zobowiązania z tytułu określonych świadczeń	258,5	223,5

Zmiany wartości godziwej aktywów programu:

	2006 mln EUR	2005 mln EUR
Bilans otwarcia wartości godziwej aktywów programu	161,2	120,2
Oczekiwany zwrot	6,7	5,2
Zyski/(straty) aktuarialne	0,2	7,5
Składki zapłacone przez pracodawcę	15,4	14,7
Składki zapłacone przez uczestników programu	10,3	9,3
Świadczenia wypłacone	(2,2)	(1,8)
Pozostałe zmiany netto aktywów odzwierciedlających składki uczestników	3,7	6,1
Bilans zamknięcia wartości godziwej aktywów programu	195,3	161,2

Sporządzając wycenę, do której odnosi się niniejsza nota, aktuariusze przyjęli zatwierdzone przez Zarząd założenia dotyczące rachunkowości i ujawniania informacji.

Do obliczenia zobowiązań z tytułu programu pracowniczego przyjęto założenia przedstawione poniżej. Przy obliczaniu rocznej kwoty obciążającej rachunek zysków i strat, aktuariusz stosuje oczekiwaną stopę zwrotu z aktywów programu.

	2006 %	2006 %
Stopa dyskontowa	4,60	4,10
Oczekiwany zwrot z aktywów programu	6,00	6,00
Przyszły wzrost wynagrodzeń	2,00	2,00
Przyszły wzrost emerytur	2,00	2,00

13 REZERWY

Biorąc pod uwagę wysokie ryzyko kursowe, a także ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota, na jakie narażony jest EBC, jak również poziom różnic z aktualizacji wyceny, Rada Prezesów uznała za zasadne utworzenie rezerwy na wymienione rodzaje ryzyka. W efekcie na dzień 31 grudnia 2005 r. zawiązano rezerwę w kwocie 992 mln euro. Na dzień 31 grudnia 2006 r. zwiększono

wysokość tej rezerwy o 1.379 mln euro do poziomu 2.371 mln euro, co spowodowało zmniejszenie zysku netto równo do zera, podobnie jak w 2005 r.

Rezerwa zostanie wykorzystana na pokrycie przyszłych zrealizowanych i niezrealizowanych strat, w szczególności strat z tytułu aktualizacji wyceny nie ujętych w różnicach z aktualizacji wyceny. Poziom i zasadność dalszego utrzymywania tej rezerwy będzie podlegać corocznej weryfikacji na podstawie dokonanej przez EBC oceny przyszłego poziomu ryzyka kursowego, ryzyka stopy procentowej i ryzyka zmian ceny złota. Ocena ta będzie oparta na ogólnie przyjętych metodach szacowania ryzyka finansowego.

Pozycja ta obejmuje również rezerwy na zobowiązania umowne EBC dotyczące przywrócenia zajmowanych obiektów do pierwotnego stanu po przeprowadzce do docelowej siedziby, oraz pozostałe rezerwy.

14 RÓZNICE Z AKTUALIZACJI WYCENY

Pozycja ta obejmuje rezerwy na niezrealizowane zyski z tytułu aktywów i zobowiązań.

	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Złoto	4.861.575.989	4.362.459.301	499.116.688
Waluty obce	701.959.896	3.737.934.137	(3.035.974.241)
Papiery wartościowe	14.909.786	8.234.660	6.675.126
Razem	5.578.445.671	8.108.628.098	(2.530.182.427)

Dla celów wyceny na koniec roku zastosowano następujące kursy walut:

Kursy	2006	2005
dolar amerykański/euro	1,3170	1,1797
jen japoński/euro	156,93	138,90
euro/SDR	1,1416	1,2099
euro/uncja czystego złota	482,688	434,856

15 KAPITAŁ I FUNDUSZ REZERWOWY

KAPITAŁ

Kapitał subskrybowany EBC wynosi 5,565 mld euro. Kapitał opłacony wynosi 4,089 mld euro. Krajowe banki centralne strefy euro w pełni opłaciły swoje udziały w kapitale, wynoszące 3,978 mld euro (bez zmian w roku obrotowym), w następujących kwotach:⁹

	Klucz kapitałowy %	EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Bank of Greece	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
Razem	71,4908	3.978.226.562

Trzydzieści krajowych banków centralnych spoza strefy euro ma obowiązek opłacenia 7% subskrybowanego kapitału na pokrycie kosztów operacyjnych EBC. Łącznie z kwotami otrzymanymi od dziesięciu nowych krajowych banków centralnych spoza strefy euro, na koniec 2006 r. wkład ten wyniósł łącznie 111.050.988 euro. Jego kwota nie uległa zmianie w stosunku do 2005 r. Banki centralne spoza strefy euro nie są uprawnione do udziału w zyskach EBC, w tym w dochodach wynikających z alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu, ani nie mają obowiązku pokrywania strat EBC.

Krajowe banki centralne spoza strefy euro wpłaciły następujące kwoty:

	Klucz kapitałowy %	EUR
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Central Bank of Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
Razem	28,5092	111.050.988

16 ZDARZENIA PO DNIU BILANSOWYM

ZMIANY KLUCZA KAPITAŁOWEGO EBC

INFORMACJE OGÓLNE

Zgodnie z art. 29 Statutu ESBC udział krajowych banków centralnych w kluczu kapitałowym EBC jest ważony – w równych częściach – udziałami poszczególnych państw członkowskich w łącznej liczbie ludności oraz w produkcie krajowym brutto UE, według danych przekazywanych EBC przez Komisję Europejską. Wagi te są korygowane co pięć lat oraz w miarę przyłączania kolejnych państw do Unii Europejskiej. Zgodnie z decyzją Rady nr 2003/517/WE z dnia 15 lipca 2003 r. w sprawie danych statystycznych, które mają być wykorzystywane do dostosowania klucza subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego, udział poszczególnych krajowych banków centralnych w kluczu kapitałowym został skorygowany z dniem 1 stycznia 2007 r., w związku z przystąpieniem do UE Bułgarii i Rumunii, w sposób następujący:

⁹ Poszczególne kwoty są zaokrąglone do jednego euro. Sumy w tabelach w tej części mogą nie sumować się do kwoty „razem” ze względu na zaokrąglenia.

	1.05.2004 – 31.12.2006 %	Od 1.01.2007 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	2,4708
Deutsche Bundesbank	21,1364	20,5211
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	0,8885
Bank of Greece	1,8974	1,8168
Banco de España	7,7758	7,5498
Banque de France	14,8712	14,3875
Banca d'Italia	13,0516	12,5297
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	0,1575
De Nederlandsche Bank	3,9955	3,8937
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	2,0159
Banco de Portugal	1,7653	1,7137
Banka Slovenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
Suma częściowa dla KBC strefy euro	71,4908	69,5092
Bulgarian National Bank	-	0,8833
Česká národní banka	1,4584	1,3880
Danmarks Nationalbank	1,5663	1,5138
Eesti Pank	0,1784	0,1703
Central Bank of Cyprus	0,1300	0,1249
Latvijas Banka	0,2978	0,2813
Lietuvos bankas	0,4425	0,4178
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	1,3141
Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Slovenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
Suma częściowa dla KBC spoza strefy euro	28,5092	30,4908
Razem	100,0000	100,0000

WEJŚCIE SŁOWENII DO STREFY EURO

Na mocy decyzji Rady nr 2006/495/WE z dnia 11 lipca 2006 r., podjętej zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu, w dniu 1 stycznia 2007 r. Słowenia przyjęła wspólną walutę. Zgodnie z art. 49.1 Statutu ESBC oraz aktami prawnymi przyjętymi przez Radę Prezesów 30 grudnia 2006 r.¹⁰, w dniu 1 stycznia 2007 r. Banka Slovenije wpłaciła kwotę 17.096.556 euro uzupełniając swój udział w kapitale EBC do pełnej wysokości.

W dniach 2 i 3 stycznia 2007 r., zgodnie z art. 30.1 Statutu ESBC, Banka Slovenije przekazała do EBC rezerwowe aktywa walutowe w kwocie będącej równowartością 191.641.809 euro. Wysokość tej kwoty ustalono poprzez pomnożenie wartości w euro rezerwowych aktywów walutowych dotychczas przekazanych do EBC, według kursów obowiązujących na 29 grudnia 2006 r., przez stosunek liczby udziałów subskrybowanych przez Banka Slovenije do liczby udziałów już wniesionych przez pozostałe krajowe banki centralne nie objęte derogacją. Na rezerwowe aktywa walutowe składają się kwoty w dolarach amerykańskich (w formie gotówki) i złota, w proporcji 85 do 15.

Banka Slovenije uzyskała należność z tytułu opłaconego kapitału i rezerwowych aktywów walutowych w wysokości przekazanych kwot. Należność tę należy traktować analogicznie do należności pozostałych krajowych banków centralnych strefy euro (zob. punkt 11 „Zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu”).

SKUTKI ZMIAN

KAPITAŁ EBC

W wyniku rozszerzenia Unii Europejskiej po przystąpieniu do niej Bułgarii i Rumunii oraz towarzyszącej temu zmiany wysokości subskrybowanego kapitału i klucza kapitałowego EBC, w połączeniu z wejściem Słowenii do strefy euro, opłacony kapitał EBC wzrósł o 37.858.680 euro.

¹⁰ Decyzja EBC/2006/30 z dnia 30 grudnia 2006 r. w sprawie wpłacenia przez Banka Slovenije kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw oraz zasobów Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 24, 31.01.2007, s. 17; Porozumienie z dnia 30 grudnia 2006 r. pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a Banka Slovenije w sprawie wierzycielności przyznawanej na rzecz Banka Slovenije przez Europejski Bank Centralny zgodnie z art. 30.3 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. C 17, 25.01.2007, s. 26.

NALEŻNOŚCI KRAJOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH W WYSOKOŚCI RÓWNEJ REZERWOWYM AKTYWOM WALUTOWYM PRZEKAZANYM DO EBC

Zmiana wag krajowych banków centralnych w kluczu kapitałowym EBC oraz przekazanie przez Banka Słowenije rezerwowych aktywów walutowych spowodowały wzrost należności krajowych banków centralnych o 259.568.376 euro.

19 SWAPY WALUTOWE I TERMINOWE TRANSAKcje WALUTOWE

Należności z tytułu nierozliczonych swapów walutowych i terminowych transakcji walutowych na 31 grudnia 2006 r. wynosiły 207 mln euro, a odnośne zobowiązania 204 mln euro. Transakcje te zawierane były w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC.

INSTRUMENTY POZABILANSOWE

17 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 2006 r. wartość otwartych transakcji odwracalnych wynosiła 2,2 mld euro (w 2005 r. – 0,9 mld euro) (zob. punkt „Transakcje odwracalne” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

18 KONTRAKTY FUTURES NA STOPY PROCENTOWE

W 2006 r., w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC, zawierano kontrakty terminowe typu futures na stopy procentowe. Na dzień 31 grudnia 2006 r. otwarte były następujące transakcje:

Walutowe kontrakty <i>futures</i> na stopy procentowe	Wartość kontraktu EUR
Kupno	9.192.862.566
Sprzedaż	367.444.345

Kontrakty futures na stopy procentowe w euro	Wartość kontraktu EUR
Kupno	40.000.000
Sprzedaż	147.500.000

INFORMACJA DODATKOWA DO RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

20 WYNIK Z TYTUŁU ODSETEK

PRZYCHODY Z TYTUŁU ODSETEK OD REZERWOWYCH AKTYWÓW WALUTOWYCH

Pozycja ta obejmuje wynik z tytułu odsetek od aktywów i zobowiązań denominowanych w walutach obcych. Struktura pozycji jest następująca:

	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Odsetki od rachunków bieżących	15.399.229	7.519.063	7.880.166
Dochody z depozytów rynku pieniężnego	195.694.549	124.214.410	71.480.139
Umowy <i>reverse repo</i>	201.042.718	153.568.329	47.474.389
Dochód netto z papierów wartościowych	934.077.489	641.956.243	292.121.246
Przychody netto z tytułu odsetek od swapów walutowych i walutowych transakcji terminowych	3.853.216	0	3.853.216
Razem przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych	1.350.067.201	927.258.045	422.809.156
Koszty z tytułu odsetek od rachunków bieżących	(225.549)	(221.697)	(3.852)
Umowy <i>repo</i>	(31.598.416)	(37.562.595)	5.964.179
Koszty netto z tytułu odsetek od swapów walutowych i walutowych transakcji terminowych	0	(64.964)	64.964
Wynik z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych	1.318.243.236	889.408.789	428.834.447

W 2006 r. odnotowano znaczny wzrost przychodów z tytułu odsetek ze względu

na wzrost oprocentowania aktywów denominowanych w dolarach amerykańskich.

PRZYCHODY Z TYTUŁU ODSETEK ZWIĄZANE Z ALOKACJĄ BANKNOTÓW EURO W RAMACH EUROSISTEMU

Pozycja ta obejmuje przychody z tytułu odsetek od udziału EBC w łącznej wartości emisji banknotów euro. Odsetki od należności EBC dotyczących przypisanej mu części emisji banknotów naliczane są według ostatniej dostępnej krańcowej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu. Wzrost tych przychodów w 2006 r. wynikał zarówno ze wzrostu liczby banknotów euro w obiegu, jak i podwyżki oprocentowania podstawowych operacji refinansujących EBC. Przychody te są dzielone pomiędzy krajowe banki centralne według zasad przedstawionych w punkcie „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości.

Na podstawie szacunków wyniku finansowego EBC za 2006 r. Rada Prezesów postanowiła zrezygnować z wypłaty tych przychodów.

ODSETKI OD NALEŻNOŚCI KRAJOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH Z TYTUŁU PRZEKAZANYCH REZERW WALUTOWYCH

W pozycji tej wykazane zostały odsetki wypłacone krajowym bankom centralnym strefy euro z tytułu ich należności dotyczących rezerwowych aktywów walutowych przekazanych do EBC zgodnie z art. 30.1 Statutu ESBC.

POZOSTAŁE PRZYCHODY Z TYTUŁU ODSETEK I POZOSTAŁE KOSZTY Z TYTUŁU ODSETEK

Pozycje te obejmują przychody z tytułu odsetek w wysokości 2,5 mld euro (w 2005 r. – 1,6 mld euro) oraz koszty z tytułu odsetek w wysokości 2,4 mld euro (w 2005 r. – 1,5 mld euro) związane z saldami na rachunkach systemu TARGET. W pozycjach tych ujęto także przychody i koszty odsetkowe

z tytułu pozostałych aktywów i zobowiązań denominowanych w euro.

21 ZREALIZOWANE ZYSKI LUB STRATY Z TYTUŁU OPERACJI FINANSOWYCH

Zrealizowane zyski netto z tytułu operacji finansowych w 2006 r. kształtowały się następująco:

	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Zrealizowane zyski/(straty) netto z tytułu wyceny papierów wartościowych i kontraktów futures na stopy procentowe	(103.679.801)	14.854.774	(118.534.575)
Zrealizowane dodatnie różnice kursowe netto i zrealizowane zyski z tytułu zmian cen złota	579.060.509	134.514.361	444.546.148
Zrealizowane zyski z tytułu operacji finansowych	475.380.708	149.369.135	326.011.573

22 ODPISY AKTUALIZUJĄCE WARTOŚĆ AKTYWÓW I POZYCJI FINANSOWYCH

	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Niezrealizowane straty z tytułu zmian cen papierów wartościowych	(73.609.623)	(97.487.772)	23.878.149
Niezrealizowane ujemne różnice kursowe	(644.857.885)	(6.309)	(644.851.576)
Razem	(718.467.508)	(97.494.081)	(620.973.427)

Powyższe ujemne różnice kursowe powstały głównie w wyniku aktualizacji wartości średniego kosztu nabycia przez EBC jenów japońskich do kursu jena na dzień bilansowy, w związku z deprecjacją tej waluty w stosunku do euro w ciągu roku obrotowego.

23 WYNIK Z TYTUŁU PROWIZJI I OPŁAT

	2006 EUR	2005 EUR	Zmiana EUR
Przychody z tytułu prowizji i opłat	338.198	473.432	(135.234)
Koszty prowizji i opłat	(884.678)	(655.805)	(228.873)
Wynik z tytułu prowizji i opłat	(546.480)	(182.373)	(364.107)

Przychody w tej pozycji dotyczą głównie kar nakładanych na instytucje kredytowe za nieprzebranie wymogów dotyczących rezerwy obowiązkowej. Koszty dotyczą głównie opłat od rachunków bieżących oraz realizacji kontraktów futures na stopy procentowe w walutach obcych (zob. punkt 18 „Kontrakty futures na stopy procentowe”).

24 PRZYCHODY Z AKCJI I UDZIAŁÓW

W pozycji tej wykazuje się dywidendy otrzymane od udziałów w Banku Rozrachunków Międzynarodowych (zob. punkt 6 „Pozostałe aktywa”), ujmowane dotychczas w pozycji „Pozostałe przychody” (w 2005 r. – 853.403 euro).

25 POZOSTAŁE PRZYCHODY

Pozostałe przychody powstały głównie w wyniku przeniesienia do rachunku zysków i strat niewykorzystanych rezerw na koszty administracyjne.

26 KOSZTY OSOBOWE

W tej pozycji wykazuje się wynagrodzenia, ubezpieczenia pracownicze oraz inne koszty, w wysokości 133,4 mln euro (w 2005 r. – 127,4 mln euro). Koszty osobowe w wysokości 1,0 mln euro poniesione w związku z budową nowej siedziby EBC są kapitalizowane i wyłączone spod tej pozycji. W 2005 r. nie kapitalizowano kosztów osobowych.

Wynagrodzenia Zarządu wyniosły łącznie 2,2 mln euro (w 2005 r. – 2,1 mln euro). Odchodzący członkowie Zarządu po zakończeniu kadencji otrzymują przez pewien czas wynagrodzenia przejściowe. W 2006 r. wyniosły one łącznie 0,3 mln euro (w 2005 r. – 0,4 mln euro). Byłym członkom Zarządu lub osobom pozostającym na ich utrzymaniu wypłacono w ciągu roku emerytury w kwocie 0,1 mln euro (w 2005 r. – 0,1 mln euro).

Uposażenia i dodatki, w tym wynagrodzenia osób na wyższych stanowiskach kierowniczych, kształtują się zgodnie z modelem systemu wynagrodzeń Wspólnot Europejskich i na porównywalnym poziomie.

W pozycji tej mieści się również kwota 27,4 mln euro (w 2005 r. – 25,6 mln euro) ujęta w związku z programem emerytalnym EBC i innymi świadczeniami po okresie zatrudnienia (zob. punkt 12 „Pozostałe zobowiązania”).

Na koniec 2006 r. EBC zatrudniał, w etatach przeliczeniowych, 1.367 osób na umowy o pracę na czas określony lub nieokreślony, w tym 138 osób na stanowiskach kierowniczych. Rotacja pracowników w 2006 r. była następująca:

	2006	2005
Według stanu na 1 stycznia	1.351	1.309
Nowi pracownicy ¹⁾	55	82
Rozwiązanie/wygaśnięcie umowy ²⁾	39	40
Według stanu na 31 grudnia	1.367	1.351
Średnia liczba zatrudnionych	1.360	1.331

1) tej pozycji ujęto również skutki zmian etatów częściowych na pełne.
2) W tej pozycji ujęto również skutki zmian etatów pełnych na częściowe.

Liczba pracowników zatrudnionych na 31 grudnia 2006 r. obejmuje 63 etaty przeliczeniowe (w 2005 r. – 59) osób pozostających na urloпах bezpłatnych lub macierzyńskich. Ponadto na dzień 31 grudnia 2006 r. EBC zatrudniał na umowach krótkoterminowych pracowników

na zastępstwo za osoby korzystające z takich urlopów, w łącznej liczbie 70 etatów przeliczeniowych (w 2005 r. – 57 etatów).

EBC oferuje również pracownikom innych banków centralnych ESBC możliwość przyjazdu na kontrakty czasowe. Według stanu na 31 grudnia 2006 r. w programie tym uczestniczyło 61 pracowników ESCB (w 2005 r.: 46 pracowników). Koszty ich zatrudnienia ujęte są w kosztach osobowych.

27 KOSZTY ADMINISTRACYJNE

Pozycja ta obejmuje wszystkie pozostałe bieżące wydatki dotyczące najmu i eksploatacji obiektów biurowych, zakupu niskocennych towarów i sprzętu, usług biznesowych oraz innych usług i zaopatrzenia, jak również koszty pracownicze dotyczące rekrutacji, przeprowadzki, zagospodarowania w nowym miejscu, szkolenia i powrotu do kraju.

28 USŁUGI PRODUKCJI BANKNOTÓW

Pozycja ta obejmuje koszty międzynarodowego transportu banknotów euro pomiędzy krajowymi bankami centralnymi, w celu pokrycia niespodziewanych wahań popytu na banknoty. Koszty te ponosi centralnie EBC.

INFORMACJA O SPOSOBIE PODZIAŁU ZYSKU LUB POKRYCIA STRATY

Informacja ta nie wchodzi w skład sprawozdania finansowego EBC za 2006 r.

W związku z tym, podobnie jak w 2005 r., nie dokonano wypłat z zysku na rzecz udziałowców ani zwiększenia ogólnego funduszu rezerwowego. Nie wystąpiła również konieczność pokrycia straty.

DOCHÓD Z TYTUŁU UDZIAŁU EBC W BANKNOTACH W OBIEGU

W 2005 r., na podstawie decyzji Rady Prezesów, kwota 868 mln euro stanowiąca dochód z tytułu udziału EBC w łącznej wartości banknotów w obiegu została wyłączona z podziału, tak aby łączna kwota zysku do podziału nie przewyższyła zysku netto za ten rok. Podobnie w 2006 r. wyłączono z podziału kwotę 1.319 mln euro. Obie kwoty odpowiadają całkowitemu dochodowi z tytułu udziału EBC w łącznej wartości banknotów euro w obiegu w omawianych latach obrotowych.

SPOSÓB PODZIAŁU ZYSKU LUB POKRYCIA STRATY

Zgodnie z art. 33 Statutu ESBC, zysk netto EBC zostanie podzielony w następujący sposób:

- (a) kwota określana przez Radę Prezesów (maksymalnie do 20% zysku netto) zostanie przeniesiona do ogólnego funduszu rezerwowego, którego wysokość nie może przekroczyć 100% kapitału;
- (b) pozostały zysk netto zostanie podzielony między udziałowców EBC proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów.

W przypadku poniesienia przez EBC straty, deficyt może być potrącony z ogólnego funduszu rezerwowego EBC, a jeżeli będzie to konieczne – po podjęciu decyzji przez Radę Prezesów – także z dochodów pieniężnych odpowiedniego roku obrotowego proporcjonalnie i do wysokości kwot podzielonych pomiędzy krajowe banki centralne zgodnie z art. 32.5 Statutu¹.

W 2006 r. utworzenie rezerwy w kwocie 1.379 mln euro na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota spowodowało obniżenie zysku netto do zera.

¹ Zgodnie z art. 32.5 Statutu ESBC, suma dochodu pieniężnego krajowych banków centralnych zostaje rozdzielona pomiędzy krajowe banki centralne proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów w kapitale EBC.

Independent auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2006, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

Auditor's responsibility

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgment, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

Opinion


In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2006 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decisions on the annual accounts of the European Central Bank.

Frankfurt am Main, 27 February 2007

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Nieoficjalne tłumaczenie raportu niezależnego biegłego rewidenta EBC sporządzone przez EBC.
W przypadku rozbieżności obowiązuje wersja angielska podpisana przez KPMG.**

Raport biegłego rewidenta

Prezes i Rada Prezesów
Europejskiego Banku Centralnego

Frankfurt nad Menem

Przeprowadziliśmy badanie załączonego rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego, na które składa się bilans na dzień 31 grudnia 2006 r., rachunek zysków i strat za rok obrotowy zakończony tą datą oraz opis przyjętych zasad rachunkowości i informacja dodatkowa.

Odpowiedzialność Zarządu Europejskiego Banku Centralnego za roczne sprawozdanie finansowe

Za sporządzenie oraz rzetelne przedstawienie niniejszego rocznego sprawozdania finansowego, zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów w decyzjach w sprawie rocznego sprawozdania finansowego EBC, odpowiada Zarząd. Odpowiedzialność ta obejmuje: opracowanie, wdrożenie oraz utrzymywanie mechanizmów kontroli wewnętrznej dotyczących sporządzenia i rzetelnego przedstawienia rocznego sprawozdania finansowego bez istotnych nieprawidłowości, wynikających z zafałszowania danych lub błędów; wybór i zastosowanie właściwych zasad rachunkowości oraz dokonanie oszacowań księgowych zasadnych w danych okolicznościach.

Odpowiedzialność biegłego rewidenta

Naszym zadaniem było wyrażenie opinii o sprawozdaniu finansowym na podstawie przeprowadzonego badania. Badanie przeprowadziliśmy stosownie do Międzynarodowych Standardów Rewizji Sprawozdań Finansowych. Standardy te wymagają spełnienia wymogów etycznych oraz zaplanowania i przeprowadzenia badania w sposób dający wystarczającą pewność, że sprawozdanie finansowe nie zawiera istotnych nieprawidłowości.

Badanie obejmuje uzyskanie dowodów dotyczących kwot i informacji wykazanych w rocznym sprawozdaniu finansowym poprzez zastosowanie odpowiednich procedur. Procedury wybierane są zgodnie z osądem zawodowym rewidenta, zastosowanym między innymi do oceny ryzyka wystąpienia w sprawozdaniu finansowym istotnych nieprawidłowości wynikających z zafałszowania lub błędów. Przy ocenie ryzyka, w celu opracowania procedur badania odpowiednich w danych okolicznościach, biegły rewident bierze pod uwagę funkcjonowanie mechanizmów kontroli wewnętrznej dotyczących sporządzenia i rzetelnego przedstawienia przez badaną jednostkę rocznego sprawozdania finansowego. Nie jest zadaniem biegłego rewidenta wyrażenie opinii na temat skuteczności tych mechanizmów. Badanie obejmuje również ocenę stosowanych zasad rachunkowości, zasadności szacunków dokonanych przez zarząd jednostki oraz ogólnej prezentacji sprawozdania finansowego.

Uważamy, że przeprowadzone przez nas badanie dostarczyło dowodów stanowiących odpowiednią i wystarczającą podstawę do wyrażenia opinii.

Opinia

Naszym zdaniem roczne sprawozdanie finansowe przedstawia prawidłowo i rzetelnie sytuację finansową Europejskiego Banku Centralnego na dzień 31 grudnia 2006 roku oraz jego wynik z działalności za rok obrotowy zakończony tą datą, zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów w decyzjach w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego.

Frankfurt nad Menem, 27 lutego 2007 r.

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSISTEMU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2006 R.

(W MLN EURO)

AKTYWA	31 GRUDNIA 2006 R.	31 GRUDNIA 2005 R.
1 Złoto i należności w złocie	176.768	163.881
2 Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych	142.288	154.140
2.1 Należności od MFW	10.658	16.391
2.2 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne	131.630	137.749
3 Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	23.404	23.693
4 Należności od nierezydentów strefy euro w euro	12.292	9.185
4.1 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe oraz udzielone kredyty	12.292	9.185
4.2 Należności z tytułu instrumentów kredytowych w ramach europejskiego mechanizmu kursowego ERM II	0	0
5 Należności od instytucji kredytowych ze strefy euro z tytułu udzielonych kredytów związanych z operacjami polityki pieniężnej w euro	450.541	405.966
5.1 Podstawowe operacje refinansujące	330.453	315.000
5.2 Dłuższe operacje refinansujące	120.000	90.017
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	88	949
5.6 Kredyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	0	0
6 Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro	11.036	3.636
7 Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro	77.614	92.367
8 Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych w euro	39.359	40.113
9 Pozostałe aktywa	216.728	145.635
Aktywa ogółem	1.150.030	1.038.616

Poszczególne pozycje mogą nie sumować się do kwot ogółem ze względu na zaokrąglenia.

PASYWA	31 GRUDNIA 2006 R.	31 GRUDNIA 2005 R.
1 Banknoty w obiegu	628.238	565.216
2 Zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro z tytułu operacji polityki pieniężnej w euro	174.051	155.535
2.1 Rachunki bieżące (w tym rachunki rezerw obowiązkowych)	173.482	155.283
2.2 Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	567	252
2.3 Depozyty terminowe	0	0
2.4 Operacje dostrajające z przyrzeczeniem odkupu	0	0
2.5 Depozyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	2	0
3 Pozostałe zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro w euro	65	207
4 Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0	0
5 Zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro w euro	53.374	41.762
5.1 Zobowiązania wobec sektora instytucji rządowych i samorządowych	45.166	34.189
5.2 Pozostałe zobowiązania	8.208	7.573
6 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro	16.614	13.224
7 Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych	89	366
8 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych	12.621	8.405
8.1 Zobowiązania z tytułu depozytów, prowadzonych rachunków oraz pozostałe zobowiązania	12.621	8.405
8.2 Zobowiązania z tytułu instrumentów kredytowych w ramach europejskiego mechanizmu kursowego ERM II	0	0
9 Zobowiązania wobec MFW z tytułu specjalnych praw ciągnięcia (SDR)	5.582	5.920
10 Pozostałe pasywa	71.352	67.325
11 Różnice z aktualizacji wyceny	121.887	119.094
12 Fundusze i rezerwy	66.157	61.562
Pasywa ogółem	1.150.030	1.038.616

ZAŁĄCZNIKI

INSTRUMENTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC

Poniższa tabela zawiera listę opublikowanych w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej instrumentów prawnych przyjętych przez EBC w 2006 r. oraz na początku 2007 r. Egzemplarze Dziennika Urzędowego można otrzymać w Urzędzie Oficjalnych Publikacji Wspólnot

Europejskich. Pełna lista opublikowanych w Dzienniku Urzędowym instrumentów prawnych przyjętych przez EBC od momentu jego założenia znajduje się w części „Akty prawne” serwisu internetowego EBC.

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2006/1	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 1 lutego 2006 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Oesterreichische Nationalbank	Dz.U. C 34, 10.2.2006, s. 30
EBC/2006/2	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 3 lutego 2006 r. zmieniające Wytyczne EBC/2005/5 z dnia 17 lutego 2005 r. w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego oraz procedur wymiany informacji statystycznych w Europejskim Systemie Banków Centralnych w zakresie statystyki finansowej sektora publicznego	Dz.U. L 40, 11.2.2006, s. 32
EBC/2006/3	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 13 marca 2006 r. zmieniająca decyzję EBC/2002/11 w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 89, 28.3.2006, s. 56
EBC/2006/4	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 7 kwietnia 2006 r. dotyczące świadczenia przez Eurosystem na rzecz banków centralnych oraz państw nie należących do strefy euro oraz na rzecz organizacji międzynarodowych usług w zakresie zarządzania rezerwami wyrażonymi w euro	Dz.U. L 107, 20.4.2006, s. 54
EBC/2006/5	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 13 kwietnia 2006 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Banque de France	Dz.U. C 98, 26.4.2006, s. 25
EBC/2006/6	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 kwietnia 2006 r. zmieniające wytyczne EBC/2002/7 w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego w zakresie kwartalnych rachunków finansowych	Dz.U. L 115, 28.4.2006, s. 46
EBC/2006/7	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 19 maja 2006 r. zmieniająca decyzję EBC/2001/16 w sprawie rozdziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych uczestniczących państw członkowskich począwszy od roku obrachunkowego 2002	Dz.U. L 148, 2.6.2006, s.56

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
	Uzupełniający kodeks kryteriów etycznych dla członków zarządu Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. C 230, 23.9.2006, s. 46
EBC/2006/8	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej w odniesieniu do instytucji pocztowych przyjmujących depozyty od rezydentów obszaru euro innych niż monetarne instytucje finansowe	Dz.U. L 184, 6.7.2006, s. 12
EBC/2006/9	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 lipca 2006 r. w sprawie niektórych przygotowań do wymiany pieniądza związanych z wprowadzeniem waluty euro oraz w sprawie zaopatrzenia wstępnego i zaopatrzenia wtórnego w banknoty i monety euro podmiotów poza strefą euro	Dz.U. L 207, 28.7.2006, s. 39
EBC/2006/10	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 24 lipca 2006 r. w sprawie wymiany banknotów następującej po nieodwołalnym ustaleniu kursu walutowego w związku z wprowadzeniem waluty euro	Dz.U. L 215, 5.8.2006, s. 44
EBC/2006/11	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 3 sierpnia 2006 r. zmieniające wytyczne EBC/2005/16 z dnia 30 grudnia 2005 r. w sprawie transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (TARGET)	Dz.U. L 221, 12.8.2006, s. 17
EBC/2006/12	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 31 sierpnia 2006 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 dotyczące instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu	Dz.U. L 352, 13.12.2006, s. 1
EBC/2006/13	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 6 października 2006 r. w sprawie przyjęcia niektórych środków dla skuteczniejszej ochrony banknotów euro przed fałszowaniem	Dz.U. C 257, 25.10.2006, s. 16
EBC/2006/14	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 9 października 2006 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Banka Słowenii	Dz.U. C 257, 25.10.2006, s. 19
EBC/2006/15	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 2 listopada 2006 r. dotyczące przepisów przejściowych w zakresie stosowania rezerw obowiązkowych przez Europejski Bank Centralny po wprowadzeniu waluty euro w Słowenii	Dz.U. L 306, 7.11.2006, s. 15

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2006/16	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 10 listopada 2006 r. w sprawie zasad prawnych rachunkowości i sprawozdawczości finansowej w Europejskim Systemie Banków Centralnych	Dz.U. L 348, 11.12.2006, s. 1
EBC/2006/17	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 10 listopada 2006 r. w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 348, 11.12.2006, s. 38
EBC/2006/18	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 13 listopada 2006 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Banco de España	Dz.U. C 283, 21.11.2006, s. 16
EBC/2006/19	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 24 listopada 2006 r. dotycząca zatwierdzenia wielkości emisji monet euro w 2007 r.	Dz.U. L 348, 11.12.2006, s. 52
EBC/2006/20	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 grudnia 2006 r. dotyczące skonsolidowanego bilansu sektora monetarnych instytucji finansowych	Dz.U. L 2, 5.1.2007, s. 3
EBC/2006/21	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 grudnia 2006 r. dotycząca procentowych udziałów krajowych banków centralnych w kluczu subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 24, 31.1.2007 s. 1
EBC/2006/22	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 grudnia 2006 r. określająca środki niezbędne do opłacenia kapitału Europejskiego Banku Centralnego przez uczestniczące krajowe banki centralne	Dz.U. L 24, 31.1.2007, s. 3
EBC/2006/23	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 grudnia 2006 r. określająca warunki przekazywania udziałów kapitałowych w Europejskim Banku Centralnym pomiędzy krajowymi bankami centralnymi oraz dostosowania opłaconego kapitału	Dz.U. L 24, 31.1.2007, s. 5
EBC/2006/24	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 grudnia 2006 r. określająca środki niezbędne do uzupełnienia całkowitej wartości kapitałowej Europejskiego Banku Centralnego oraz do dostosowania poziomu wiarytelności krajowych banków centralnych równoważnych przekazanym rezerwom walutowym	Dz.U. L 24, 31.1.2007, s. 9

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2006/25	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 grudnia 2006 r. zmieniająca decyzję EBC/2001/15 z dnia 6 grudnia 2001 r. dotyczącą emisji banknotów euro	Dz.U. L 24, 31.1.2007, s. 13
EBC/2006/26	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 18 grudnia 2006 r. określająca środki niezbędne do opłacenia kapitału Europejskiego Banku Centralnego przez nieuczestniczące krajowe banki centralne	Dz.U. L 24, 31.1.2007, s. 15
EBC/2006/27	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 18 grudnia 2006 r. zmieniające Wytyczne EBC/2005/5 Europejskiego Banku Centralnego w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego oraz procedur wymiany informacji statystycznych w Europejskim Systemie Banków Centralnych w zakresie statystyki finansowej sektora publicznego	Dz.U. C 17, 25.1.2007, s. 1
EBC/2006/28	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 21 grudnia 2006 r. w sprawie zarządzania aktywami rezerwy walutowej Europejskiego Banku Centralnego przez krajowe banki centralne oraz w sprawie dokumentacji prawnej dotyczącej operacji na takich aktywach	Dz.U. C 17, 25.1.2007, s. 5
	Porozumienie zmieniające Porozumienie w sprawie Kodeksu Postępowania dla członków Rady Prezesów	Dz.U. C 10, 16.01.2007, s. 6
EBC/2006/29	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 21 grudnia 2006 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Oesterreichische Nationalbank	Dz.U. C 5, 10.01.2007, s. 1
EBC/2006/30	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 30 grudnia 2006 r. w sprawie wpłacenia przez Banka Słowenije kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw oraz zasobów Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 24, 31.1.2007, s. 17

OPINIE WYDANE PRZEZ EBC

Poniższa tabela zawiera listę opinii wydanych przez EBC w 2006 r. i na początku 2007 r. zgodnie z art. 105 ust. 4 Traktatu oraz art. 4 Statutu ESBC, art. 112 ust. 2 lit. b Traktatu oraz

art. 11.2 Statutu. Pełna lista opinii wydanych przez EBC od momentu jego założenia jest dostępna w serwisie internetowym EBC.

(a) Opinie EBC wydane na wniosek państwa członkowskiego¹

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON/2006/1	Węgry	Ogólne zasady funkcjonowania oraz procedury operacyjne organizacji pełniących funkcję izby rozliczeniowej
CON/2006/2	Węgry	Ochrona banknotów i monet w walutach forint i euro przeciwko powielaniu w sposób bezprawny lub niezgodny z wymogami
CON/2006/3	Estonia	Wymogi dotyczące rezerwy obowiązkowej
CON/2006/4	Cypr	Zmiany statutu Centralnego Banku Cypru w związku z przygotowaniem do wprowadzenia euro
CON/2006/5	Litwa	Poszerzenie zakresu regulacji dotyczącej ostateczności rozrachunku w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych
CON/2006/6	Finlandia	Szczególne regulacje dotyczące stanów kryzysowych oraz kompetencji ESBC
CON/2006/7	Węgry	Ogólne warunki umów oraz regulacje wewnętrzne izb rozrachunkowych dla instytucji kredytowych
CON/2006/9	Cypr	Zmiany do zasad prawnych Centralnego Depozytu i Centralnego Rejestru papierów wartościowych
CON/2006/10	Malta	Zasady prawne dla wprowadzenia euro
CON/2006/11	Łotwa	Poszerzenie bazy aktywów rezerwowych na użytek wymogów rezerwy obowiązkowej oraz wprowadzenie zdwersyfikowanych wskaźników rezerwy
CON/2006/15	Polska	Konsolidacja nadzoru nad rynkiem bankowym, kapitałowym, ubezpieczeniowym oraz rynkiem funduszy emerytalnych

¹ W grudniu 2004 r. Rada Prezesów zdecydowała, że opinie EBC wydawane na wniosek organów krajowych będą z zasady publikowane natychmiast po ich wydaniu oraz przekazaniu organowi wnioskującemu.

² Opinie są numerowane w kolejności wydania przez Radę Prezesów.

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON/2006/16	Litwa	Podstawa prawna dla przyłączenia Lietuvos bankas do Modelu Korespondencyjnych Banków Centralnych
CON/2006/17	Słowenia	Zmiany w statucie Banka Slovenije w związku z przygotowaniem do wprowadzenia waluty euro
CON/2006/19	Łotwa	Zmiany statutu Latvijas Banka
CON/2006/20	Holandia	Nadzór nad sektorem finansowym
CON/2006/22	Portugalia	Kodyfikacja różnorodnych aktów prawnych dotyczących emisji i bicia monet oraz wprowadzania do obrotu i handlu
CON/2006/23	Malta	Zmiany do statutu Bank Centrali ta'Malta (Central Bank of Malta) w związku z przygotowaniem przyjęcia waluty euro
CON/2006/24	Słowenia	Zmiany do ustawy o zabezpieczeniach finansowych
CON/2006/25	Belgia	Wprowadzenie systemu bezpośredniej sprawozdawczości statystyki bilansu płatniczego oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej
CON/2006/26	Łotwa	Zmiany minimalnych standardów płynności
CON/2006/27	Łotwa	Zmiany Konstytucji Łotwy dotyczące statusu Latvijas Banka
CON/2006/28	Estonia	Redenominacja kapitału i udziałów w spółkach oraz wprowadzenie udziałów pozbawionych wartości nominalnej w związku z wprowadzeniem euro
CON/2006/29	Słowenia	Wprowadzenie euro
CON/2006/30	Szwecja	Przepisy Sveriges Riksbank dotyczące nabywania i zwrotu pieniądza
CON/2006/31	Polska	Przepisy zezwalające na podział banków działających w formie spółki akcyjnej dokonywany na podstawie przepisów Kodeksu spółek handlowych
CON/2006/32	Francja	Zmiany statutu Banque de France
CON/2006/33	Cypr	Zmiany w statucie Central Bank of Cyprus w związku z przygotowaniem do przyjęcia euro
CON/2006/34	Belgia	Poszerzenie listy bezpośrednich uczestników systemów rozrachunku papierów wartościowych

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON/2006/37	Cypr	Zmiany regulacji prawnej Centralnego Depozytu oraz Centralnego Rejestru papierów wartościowych
CON/2006/38	Grecja	Wprowadzenie regulacji z zakresu ochrony konsumentów w ramach kompetencji Bank of Greece w zakresie nadzoru ostrożnościowego oraz innych odpowiednich przepisów
CON/2006/39	Polska	Projektowana zmiana składu Komisji Nadzoru Bankowego
CON/2006/40	Belgia	Zmiany w statucie Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique dotyczących ustanawiania zastawu na jego rzecz jako zabezpieczenia w operacjach kredytowych
CON/2006/41	Słowenia	Rezerwy obowiązkowe
CON/2006/42	Cypr	Warunki stowarzyszenia spółdzielczych instytucji kredytowych z organem centralnym
CON/2006/43	Słowenia	Podstawa prawna dla wymiany gotówkowej oraz zaopatrzenia wstępnego i zaopatrzenia wtórnego w banknoty i monety euro
CON/2006/44	Włochy	Ogólna nowelizacja statutu Banca d'Italia
CON/2006/45	Republika Czeska	Reprodukcja banknotów, monet oraz innych symboli pieniężnych w Republice Czeskiej
CON/2006/46	Węgry	Projektowane przepisy prawa węgierskiego regulujące transakcje płatnicze, usługi płatnicze oraz elektroniczne instrumenty płatnicze
CON/2006/47	Republika Czeska	Opinia o niektórych zadaniach Česká národní banka w zakresie ochrony konsumentów
CON/2006/48	Słowenia	Ogólna rewizja prawa bankowego
CON/2006/49	Łotwa	Instrumenty polityki pieniężnej
CON/2006/50	Cypr	Zmiany w statucie Central Bank of Cyprus związane z przygotowaniem do przyjęcia euro
CON/2006/51	Włochy	Rozdział uprawnień pomiędzy organami nadzoru
CON/2006/52	Łotwa	System rozrachunku papierów wartościowych Latvijas Banka

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON/2006/53	Polska	Nadzór nad podmiotami prowadzącymi rozliczenia i rozrachunek papierów wartościowych
CON/2006/54	Holandia	Wprowadzenie w statucie De Nederlandsche Bank nowych zasad ładu korporacyjnego
CON/2006/55	Węgry	Uzgodnienie statutu Magyar Nemzeti Bank z prawem wspólnotowym
CON/2006/56	Luksemburg	Rynki instrumentów finansowych
CON/2006/58	Malta	Zmiany w statucie Central Bank of Malta związane z przygotowaniem wprowadzenia euro
CON/2006/59	Estonia	Wymogi dotyczące rezerwy obowiązkowej
CON/2006/61	Portugalia	Potwierdzanie autentyczności monet euro oraz traktowanie monet euro jako nie nadających się do ponownego wprowadzenia do obiegu
CON/2006/62	Portugalia	Ustanowienie ram prawnych dla wykrywania fałszerstw oraz sortowania banknotów pod względem jakości
CON/2007/01	Cypr	Ramy prawne dla wprowadzenia euro i zapewnienia płynnego przejścia na nową walutę
CON/2007/02	Węgry	Ustanowienie systemu sprawozdawczości bezpośredniej w odniesieniu do statystyki bilansu płatniczego
CON/2007/03	Irlandia	Papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach

(b) Opinie EBC wydane na wniosek instytucji europejskiej³

Numer ⁴	Inicjator	Przedmiot	Nr Dz.U.
CON/2006/8	Rada	Uchylenie zbędnych przepisów dotyczących Europejskiego Systemu Walutowego	Dz.U. C 49, 28.2.2006, s. 35
CON/2006/12	Rada	Rewizja programu przekazywania danych dotyczących rachunków krajowych zgodnych ze standardem ESA95	Dz.U. C 55, 7.3.2006, s. 61
CON/2006/13	Rada	Okresy zbierania danych na użytek Zharmonizowanego Wskaźnika Cen Konsumpcyjnych (ZWCK)	Dz.U. C 55, 7.3.2006, s. 63
CON/2006/14	Rada	Powołanie członka Zarządu EBC	Dz.U. C 58, 10.3.2006, s. 12
CON/2006/18	Rada	Znacząca rewizja statystyczna klasyfikacji działalności gospodarczej we Wspólnocie (NACE)	Dz.U. C 79, 1.4.2006, s. 31
CON/2006/21	Rada	Usługi płatnicze na rynku wewnętrznym	Dz.U. C 109, 9.5.2006, s. 10
CON/2006/35	Rada	Zmiana i rozszerzenie programu wymiany, pomocy i szkoleń dla ochrony euro przed fałszowaniem (program „Perykles”)	Dz.U. C 163, 14.7.2006, s. 7
CON/2006/36	Rada	Kurs wymiany pomiędzy euro a tołarem słoweńskim oraz inne środki niezbędne dla wprowadzenia waluty euro w Słowenii	Dz.U. C 163, 14.7.2006, s. 10
CON/2006/57	Rada	Projekt dyrektywy Komisji wprowadzający dyrektywę Rady nr 85/611/EWG w sprawie koordynacji praw, regulacji i przepisów administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie wyjaśnienia niektórych definicji	Dz.U. C 31, 13.2.2007, s. 1

³ Również dostępne w serwisie internetowym EBC.

⁴ Opinie są numerowane w kolejności wydania przez Radę Prezesów.

Numer ⁴	Inicjator	Przedmiot	Nr Dz.U.
CON/2006/60	Rada	Projekt dyrektywy zmieniającej dyrektywy w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w przedsiębiorstwach sektora finansowego.	Dz.U. C 27, 7.2.2007, s.1
CON/2007/4	Rada	Wprowadzenie nowej procedury komitologii w ośmiu dyrektywach w sprawie Planu Działania w zakresie Usług Finansowych	Dz.U. C 39, 23.2.2007, s.1

DZIAŁANIA EUROSISTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM¹

12 STYCZNIA I 2 LUTEGO 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 2,25%, 3,25% i 1,25%.

2 MARCA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podnieść minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do 2,50%, począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 8 marca 2006 r. Ponadto Rada postanawia obniżyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych, (odpowiednio do 3,50% i 1,50%), z mocą obowiązującą od dnia 8 marca 2006 r.

6 KWIEŚNIA I 4 MAJA 2006 R.

Rada Prezesów postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 2,50%, 3,50% i 1,50%.

8 CZERWCA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do wysokości 2,75%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 15 czerwca 2006 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości

odpowiednio 3,75% i 1,75%), z mocą obowiązującą od dnia 15 czerwca 2006 r.

6 LIPCA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 2,75%, 3,75% i 1,75%.

3 SIERPNI 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do 3,0%, począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 9 sierpnia 2006 r. Ponadto, Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 4,0% i 2,0%) z mocą obowiązującą od dnia 9 sierpnia 2006 r.

31 SIERPNI 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,0%, 4,0% i 2,0%.

5 PAŹDZIERNIKA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podnieść minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do 3,25%, począwszy od operacji, która będzie rozliczona 11 października 2006 r. Ponadto Rada postanawia podnieść stopy procentowe

zarówno dla kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i dla depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych, odpowiednio do 4,25% oraz 2,25%, z mocą obowiązującą w obu przypadkach od 11 października 2006 r.

2 LISTOPADA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że minimalna stopa dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmiennione i będą wynosiły odpowiednio 3,25%, 4,25% i 2,25%.

7 GRUDNIA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podnieść minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do 3,5%, począwszy od operacji, która będzie rozliczona 13 grudnia 2006 r. Ponadto Rada postanawia podnieść stopy procentowe zarówno dla kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i dla depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych, odpowiednio do 4,5% oraz 2,5%, z mocą obowiązującą w obu przypadkach od 13 grudnia 2006 r.

21 GRUDNIA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia zwiększyć kwotę środków przydzielonych dla dłuższych operacji refinansujących, które będą przeprowadzone w 2007 r. z 40 miliardów euro do 50 miliardów euro. Ta zwiększona kwota uwzględnia dwa elementy: potrzeby w zakresie płynności systemu bankowego strefy euro znacznie zwiększyły się w ostatnich latach i oczekuje się, że będą nadal rosnąć w 2007 r. Dlatego też, Eurosystem zdecydował, że potrzeby płynnościowe sektora będą zaspokajane w nieco większym stopniu za

pomocą dłuższych operacji refinansujących. Będzie on jednak nadal zapewniał główną część płynności systemu za pośrednictwem podstawowych operacji refinansujących. Rada Prezesów może zdecydować się na ponowną korektę kwoty przydzielonych środków na początku 2008 r.

11 STYCZNIA I 8 LUTEGO 2007 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmiennione i będą wynosiły odpowiednio 3,50%, 4,50% i 2,50%.

8 MARCA 2007 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do 3,75%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 14 marca 2007 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 4,75% i 2,75%), z mocą obowiązującą od dnia 14 marca 2007 r.

1 Chronologiczne ujęcie działań Eurosystemu w zakresie polityki pieniężnej podjętych w latach 1999-2005 można znaleźć odpowiednio na stronach od 176 do 180 Raportu Roczного EBC za rok 1999, na stronach od 205 do 208 Raportu Roczного EBC za rok 2000 oraz na stronach od 219 do 220 Raportu Roczного EBC za rok 2001, na stronach 234 i 235 Raportu Roczного EBC za rok 2002, na stronach 217 i 218 Raportu Roczного za rok 2003, na stronie 217 Raportu Roczного za rok 2004 oraz na stronie 211 Raportu Roczного za rok 2005.

DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY OD 2006 R.

Poniższa lista zawiera wybrane dokumenty opublikowane przez Europejski Bank Centralny od stycznia 2006 r. Dla Dokumentów Roboczych lista zawiera tylko publikacje wydane w okresie pomiędzy grudniem 2006 r. a lutym 2007 r. Jeżeli nie wskazano innego źródła wersje elektroniczne można uzyskać lub zaprenumerować bezpłatnie, o ile będą dostępne, na stronie info@ecb.int.

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 2005”, kwiecień 2006.

RAPORT O KONWERCENCJI

„Convergence Report”, maj 2006.

„Convergence Report”, grudzień 2006.

ARTYKUŁY BIULETYNU MIESIĘCZNEGO

„Przewidywalność polityki pieniężnej EBC”, styczeń 2006.

„Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne”, styczeń 2006.

„Ocena trendów cenowych nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro”, luty 2006.

„Polityka fiskalna a rynki finansowe”, luty 2006.

„Znaczenie reformy wydatków publicznych dla wzrostu gospodarczego i stabilności”, kwiecień 2006.

„Zarządzanie portfelem w EBC”, kwiecień 2006.

„Ustalenia w sprawie reżimu pieniężnego i kursowego pomiędzy strefą euro a wybranymi krajami i terytoriami trzecimi”, kwiecień 2006.

„Rola EBC i Eurosystemu w europejskiej intergarcji europejskiej”, maj 2006.

„Wspólna lista zabezpieczeń w operacjach Eurosystemu”, maj 2006.

„Emisje akcji w strefie euro”, maj 2006.

„Pomiar oczekiwań inflacyjnych w strefie euro”, lipiec 2006.

„Konkurencyjność a wyniki eksportu strefy euro”, lipiec 2006.

„Sektorowe zasoby pieniądza – determinanty i dynamika”, sierpień 2006.

„Ewolucja systemów płatności wysokokwotowych w strefie euro”, sierpień 2006.

„Zmiany demograficzne w strefie euro: prognozy i konsekwencje”, październik 2006.

„Zintegrowane rachunki finansowe i niefinansowe strefy euro według sektorów instytucjonalnych”, październik 2006.

„Monetary policy ‘activism’”, listopad 2006.

„The Eurosystem’s experience with fine-tuning operations at the end of the reserve maintenance period”, listopad 2006.

„Financial development in central, eastern and south-eastern Europe”, listopad 2006.

„The enlarged EU and euro area economies”, styczeń 2007.

„Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade”, styczeń 2007.

„Putting China’s economic expansion in perspective”, styczeń 2007.

„Challenges to fiscal sustainability in the euro area”, luty 2007.

„The EU arrangements for financial crisis management”, luty 2007.

„Migrant remittances to regions neighbouring the EU”, luty 2007.

MAŁA KSIĄŻECZKA STATYSTYCZNA

Dostępna co miesiąc od sierpnia 2003 r.

PRAWNE DOKUMENTY ROBOCZE

- 1 „The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments” K.M. Löber, luty 2006.
- 2 „The application of multilingualism in the European Union context” P. Athanassiou, marzec 2006.
- 3 „National central banks and community public sector procurement legislation: a critical overview” J. Garcia-Andrade i P. Athanassion, październik 2006.

DOKUMENTY OKOLICZNOŚCIOWE

- 43 „The accumulation of foreign resources” International Relations Committee Take Force, luty 2006.
- 44 „Competition, productivity and prices in the euro area services sector” Task force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, kwiecień 2006.
- 45 „Output growth differentials across the euro area countries: some stylized facts” N. Benalal, J.L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi i N. Vidalis, maj 2006.
- 46 „Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence” F. Altissimo, M. Ehrmann i F. Smets, czerwiec 2006.
- 47 „The reform and implementation of the Stability and Growth Pact” R. Morris, H. Ongena i L. Schuknecht, czerwiec 2006.
- 48 „Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries” International Relations Committee Task Force on Enlargement, lipiec 2006.
- 49 „Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem” U. Bindseil i F. Papadia, sierpień 2006.
- 50 „Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market” M. Laganà, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes i A. Persaud, sierpień 2006.
- 51 „Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area” A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger i T. Westermann, sierpień 2006.
- 52 „Cross-border labour mobility within an enlarged UE” F.F. Heinz i M. Ward-Warmedinger, październik 2006.
- 53 „Labour productivity developments in the euro area” R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker i J. Turunen, październik 2006.
- 54 „Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment statistics” V. Dania i C. Picón Aguilar, listopad 2006.
- 55 „Globalisation and euro area trade: interactions and challenges” U. Baumann i F. di Mauro, luty 2007.

DOKUMENTY ROBOCZE

- 699 „The behaviour of producer prices: some evidence from the French PPI micro-data” E. Gautier, grudzień 2006.
- 700 „Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian regression a valid alternative to principal components?” C. De Mol, D. Giannone i L. Reichlin, grudzień 2006.
- 701 „Is there a single frontier in a single European banking market?” J.W.B. Bos i H. Schmiedel, grudzień 2006.
- 702 „Comparing financial systems: a structural analysis” S. Champonnois, grudzień 2006.

- 703 „Co-movements in volatility in the euro money market” N. Cassola i C. Morana, grudzień 2006.
- 704 „Are money and consumption additively separable in the euro area? A non-parametric approach” B.E. Jones i L. Stracca, grudzień 2006.
- 705 „What does a technology shock do? A VaR analysis with model-based sign restrictions” L. Dedola i S. Neri, grudzień 2006.
- 706 „What drives investors’ behaviour in different FX market segments? A VAR-based return decomposition analysis” O. Castren, C. Osbat i M. Sydow, grudzień 2006.
- 707 „Ramsey monetary policy with labour market frictions” E. Faia, styczeń 2007.
- 708 „Regional housing market spillovers in the United States: lessons from regional divergences in a common monetary policy setting” I. Vansteenkiste, styczeń 2007.
- 709 „Quantifying and sustaining welfare gains from monetary commitment” P. Levine, P. McAdam i J. Pearlman, styczeń 2007.
- 710 „Pricing of settlement link services and mergers of central securities depositories” J. Tapking, styczeń 2007.
- 711 „What ‘hides’ behind sovereign debt ratings?” A. Afonso, P. Gomes i P. Rother, styczeń 2007.
- 712 „Opening the black box: structural factor models with large cross-sections” M. Forni, D. Giannone, M. Lippi i L. Reichlin, styczeń 2007.
- 713 „Balance of payment crises in emerging markets: how early were the ‘early’ warning signals?” M. Bussière, styczeń 2007.
- 714 „The dynamics of bank spreads and financial structure” R. Gropp, C. Kok Sørensen i J.-D. Lichtenberger, styczeń 2007.
- 715 „Emerging Asia’s growth and integration: how autonomous are business cycles?” R. Ruffer, M. Sánchez i J.-G. Shen, styczeń 2007.
- 716 „Adjusting to the euro” G. Fagan i V. Gaspar, styczeń 2007.
- 717 „Discretion rather than rules? When is discretionary policy-making better than the timeless perspective?” S. Sauer, styczeń 2007.
- 718 „Drift and breaks in labour productivity” L. Benati, styczeń 2007.
- 719 „US imbalances: the role of technology and policy” R. Bems, L. Dedola i F. Smets, styczeń 2007.
- 720 „Real price wage rigidities in a model with matching frictions” K. Kuester, luty 2007.
- 721 „Are survey-based inflation expectations in the euro area informative?” R. Mestre, luty 2007.
- 722 „Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach” F. Smets i R. Wouters, luty 2007.
- 723 „Asset allocation by penalized least squares” S. Manganelli, luty 2007.
- 724 „The transmission of emerging market shocks to global equity markets” L. Cuadro Sáez, M. Fratzscher i C. Thimann, luty 2007.
- 725 „Inflation forecasts, monetary policy and unemployment dynamics: evidence from the US and the euro area” C. Altavilla i M. Ciccarelli, luty 2007.
- 726 „Using intraday data to gauge financial market responses to Fed and ECB monetary policy decisions” M. Andersson, luty 2007.
- 727 „Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual producer price data”, P. Yermoelen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini i H. Stahl, luty 2007.
- 728 „Price changes in Finland: some evidence from micro CPI data” S. Kurri, luty 2007.
- 729 „Fast micro and slow macro: can aggregation explain the persistence of inflation?” F. Altissimo, B. Mojon i P. Zaffaroni, luty 2007.

- 730 „What drives business cycles and international trade in emerging market economies?” M. Sánchez, luty 2007.
- 731 „International trade, technological shocks and spillovers in the labour market: a GVAR analysis of the US manufacturing sector” P. Hiebert i I. Vansteenkiste, luty 2007.
- 732 „Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles,” R. Adalid i C. Detken, luty 2007.
- 733 „Mortgage interest rate dispersion in the euro area” C. Kok Sørensen i J.-D. Lichtenberger, luty 2007.
- 734 „Inflation risk premia in the term structure of interest rates” P. Hördahl, i O. Tristani, luty 2007.

INNE PUBLIKACJE

- „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, styczeń 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the „framework for banknote recycling”, styczeń 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Euro Money Market Survey 2005”, styczeń 2006.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, luty 2006.
- „Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadline (4th Progress Report)”, luty 2006 (z wyjątkiem wersji w jęz. ang., tylko w wersji elektronicznej)
- „Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet”, luty 2006 (tylko w wersji elektronicznej)
- „Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment”, luty 2006 (tylko w wersji elektronicznej)
- „National implementation of Regulation ECB/2001/13”, luty 2006 (tylko w wersji elektronicznej)
- „Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book), marzec 2006.
- „ECB statistics: an overview”, kwiecień 2006.
- „TARGET Annual Report 2005”, maj 2006.
- „Financial Stability Review”, czerwiec 2006.
- „Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)”, czerwiec 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Communication on TARGET2”, lipiec 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Government Finance Statistics Guide”, sierpień 2006.
- „Implementation of Banknote Recycling Framework”, sierpień 2006.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, wrzesień 2006.
- „Differences in MFI interest rates across euro area countries”, wrzesień 2006.
- „Indicators of financial integration in the euro area”, wrzesień 2006.
- „Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries”, październik 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
- „EU banking structures”, październik 2006.
- „EU banking sector stability”, listopad 2006.
- „The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics”, listopad 2006.
- „Third progress report on TARGET2”, listopad 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
- „The Eurosystem’s view of a ‘SEPA for cards’, listopad 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Financial Stability Review”, grudzień 2006.

„The European Central Bank – History, role and functions”, second revised edition, grudzień 2006.

„Assessment of accounting standards from a financial stability perspective”, grudzień 2006 (tylko w wersji elektronicznej).

„Research Bulletin No 5”, grudzień 2006.

„Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries”, grudzień 2006.

„Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – addendum incorporating 2005 data” (Blue Book), grudzień 2006.

„Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem credit assessment framework”, grudzień 2006 (tylko w wersji elektronicznej).

„Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties”, grudzień 2006 (tylko w wersji elektronicznej).

„Government Finance Statistics Guide”, styczeń 2007.

„Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, styczeń 2007.

„Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament”, styczeń 2007.

„Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, luty 2007.

„List of Monetary Financial Institutions (MFI) and Institutions subject to minimum reserves”, luty 2007 (tylko w wersji elektronicznej).

„Financial statistics for a global economy – Proceedings of the 3rd ECB conference on statistics”, luty 2007.

„Euro Money Market Study 2006”, luty 2007 (tylko w wersji elektronicznej)

„Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, luty 2007.

BROSZURY INFORMACYJNE

„The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks”, maj 2006.

„TARGET2-Securities brochure, wrzesień 2006.

„The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market”, listopad 2006.

GLOSARIUSZ

Niniejszy glosariusz zawiera wybrane terminy użyte w Raporcie Rocznym. Obszerniejszy i bardziej szczegółowy glosariusz znajduje się w serwisie internetowym EBC.

Aktywa zagraniczne netto MIF – aktywa zagraniczne sektora **MIF strefy euro** (jak złoto, banknoty i monety w walutach obcych, papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty spoza strefy euro, kredyty i pożyczki udzielone podmiotom spoza strefy euro), pomniejszone o zobowiązania zagraniczne sektora MIF strefy euro (jak depozyty podmiotów spoza strefy euro oraz ich **operacje z przyrzeczeniem odkupu** i udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach **ryнку pieniężnego**, jak również wyemitowane przez MIF **dłużne papiery wartościowe** z terminem pierwotnym do dwóch lat łącznie).

Analiza ekonomiczna – jeden z filarów całościowej analizy zagrożeń dla **stabilności cen** prowadzonej przez **Europejski Bank Centralny**, na podstawie której **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 czynników produkcji w tym horyzoncie czasowym. W analizie ekonomicznej dużą wagę przywiązuje się do charakteru wstrząsów 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 całościowej analizy zagrożeń dla **stabilności cen** prowadzonej przez **Europejski Bank Centralny**, na podstawie której **Rada Prezesów** podejmuje decyzje w zakresie polityki pieniężnej. Analiza monetarna pomaga w ocenie średnio- i długoterminowych tendencji inflacyjnych w związku ze ścisłymi zależnościami 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 nadwyżki 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 również być transakcje (jak np. umorzenia długu) zaliczane do transferów.

Bilans skonsolidowany sektora monetarnych instytucji finansowych (MIF) – bilans uzyskiwany przez skompensowanie rozliczeń wzajemnych sektora **MIF** (np. kredytów i pożyczek oraz depozytów udzielanych przez MIF innym MIF) w ramach bilansu zagregowanego tego sektora. Dostarcza on informacji statystycznych na temat aktywów i zobowiązań sektora MIF wobec rezydentów **strefy euro** nie należących do tego sektora (tzn. **instytucji rządowych i samorządowych** i innych rezydentów strefy euro) oraz wobec nierezydentów. Stanowi podstawowe źródło informacji statystycznej wykorzystywanej do obliczenia agregatów pieniężnych oraz podstawę dla 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 formie zapisu księgowego. Papiery wartościowe mogą być przechowywane w postaci materialnej (lecz nieruchomości) lub niematerialnej (wyłącznie jako zapis elektroniczny). Poza przechowywaniem i administrowaniem centralny depozyt papierów wartościowych może zajmować się także rozliczaniem i rozrachunkiem.

Centralny partner rozliczeniowy – podmiot, który pośredniczy między **kontrahentami** w transakcjach, występując jako nabywca wobec każdego sprzedawcy oraz jako sprzedawca wobec każdego nabywcy.

Depozyt w banku centralnym na koniec dnia – w Eurosystemie, operacja banku centralnego na koniec dnia, w ramach której **kontrahenci** mogą składać w banku centralnym depozyty bieżące 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.

Dłuższe operacje refinansujące – regularne **operacje otwartego rynku** realizowane przez **Eurosystem** w formie **transakcji odwracalnych**. Operacje takie przeprowadzane są w drodze standardowych, comiesięcznych przetargów, a ich termin zapadalności wynosi zwykle trzy miesiące.

Dłużne papiery wartościowe – stanowią zobowiązanie emitenta (czyli kredytobiorcy), że w określonym terminie lub terminach w przyszłości dokona płatności na rzecz posiadacza wyemitowanego instrumentu (kredytodawcy). Instrumenty te są na ogół oprocentowane (kupon) i/lub są sprzedawane z dyskontem w stosunku do kwoty, za którą zostaną odkupione w terminie zapadalności. Dłużne papiery wartościowe o pierwotnym terminie zapadalności powyżej roku są klasyfikowane jako długoterminowe.

Dochód pieniężny – dochód osiągany przez krajowe banki centralne w wyniku realizowania funkcji **Eurosystemu** związanych z polityką pieniężną, uzyskany z aktywów asygnowanych zgodnie z wytycznymi przyjętymi przez **Radę Prezesów** i będących podstawą emisji banknotów w obiegu oraz zobowiązań wynikających z depozytów **instytucji kredytowych**.

Efektywny kurs euro (nominalny/realny) – średnia ważona kursów euro w stosunku do walut ważnych partnerów handlowych **strefy euro**. **Europejski Bank Centralny** publikuje indeksy nominalnego efektywnego kursu euro w stosunku do walut partnerów handlowych należących do dwóch grup: EER-24 (obejmującej 14 państw UE spoza strefy euro i 10 głównych partnerów handlowych spoza UE) oraz EER-44 (obejmującej EER-24 i 20 innych krajów). Wagi poszczególnych walut odpowiadają udziałowi każdego z krajów-partnerów w wymianie handlowej ze strefą euro oraz odzwierciedlają konkurencję na rynkach trzecich. Kursy realne efektywne są to kursy nominalne efektywne deflowane średnią ważoną kosztów lub cen zagranicznych względem cen krajowych. Są zatem miarą konkurencyjności cenowej oraz kosztowej.

EONIA (Euro Overnight Index Average) – indeks efektywnej stopy procentowej dla transakcji typu overnight na rynku międzybankowym strefy euro. Jest on obliczany 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 ogólne zasady współpracy w zakresie polityki kursowej między krajami **strefy euro** a państwami, które nie są członkami UE.

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) – stopa, po której pierwszorzędny bank (ang. prime bank) jest skłonny pożyczyć środki denominowane w euro innemu pierwszorzędnemu bankowi, na podstawie informacji uzyskiwanych od banków zgłaszających notowania. Jest ona obliczana codziennie dla depozytów międzybankowych o różnych terminach zapadalności, maksymalnie do 12 miesięcy.

Europejski Bank Centralny (EBC) – ma osobowość prawną w świetle Traktatu (art. 107 ust. 2). Stanowi centralną część **Eurosystemu i Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC)**, gwarantując, że zadania powierzone Eurosystemowi i ESBC będą realizowane zarówno przez EBC, jak i krajowe banki centralne (KBC) 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 **Unii Gospodarczej i Walutowej** w dniu 1 stycznia 1994 r. Został zlikwidowany po utworzeniu **Europejskiego Banku Centralnego** 1 czerwca 1998 r.

Europejski System Banków Centralnych (ESBC) – składa się z **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)** i banków centralnych wszystkich 27 państw członkowskich UE. Oprócz członków **Eurosystemu** obejmuje zatem również banki centralne państw członkowskich UE, które nie przyjęły jeszcze euro. ESBC jest zarządzany przez **Radę Prezesów i Zarząd** EBC oraz trzeci organ decyzyjny EBC – **Radę Ogólną**.

Europejski System Rachunków 1995 (European System of Accounts – ESA 95) – kompleksowy, zintegrowany system rachunków makroekonomicznych oparty na zestawie uzgodnionych na szczeblu międzynarodowym pojęć, definicji i klasyfikacji statystycznych oraz zasad rachunkowości, którego celem jest zapewnienie zharmonizowanego opisu ilościowego gospodarek państw członkowskich UE. ESA 95 jest wspólnotowym odpowiednikiem światowego Systemu Rachunków Narodowych 1993 (System of National Accounts – SNA 93).

Eurosystem – system banków centralnych **strefy euro**. Obejmuje **Europejski Bank Centralny** oraz banki centralne państw członkowskich UE, które przyjęły euro.

Inny pośrednik finansowy (IPF) – korporacja lub quasi-korporacja inna niż firma ubezpieczeniowa czy fundusz emerytalny, która jest zaangażowana głównie w pośrednictwo finansowe drogą przyjmowania zobowiązań w formach innych niż waluta, depozyty i/lub bliskie substytuty depozytów od podmiotów instytucjonalnych innych niż MIF, w szczególności tych zaangażowanych głównie w finansowanie długoterminowe, takich jak firmy zajmujące się leasingiem finansowym, spółki utworzone dla celów zarządzania zabezpieczonymi aktywami, holdingi finansowe, pośrednicy papierów wartościowych i instrumentów pochodnych (przeprowadzający transakcje na własny rachunek), spółki inwestycyjne i kapitałowe.

Instytucja kredytowa – a) podmiot gospodarczy, którego zadaniem jest przyjmowanie depozytów lub innych zwrotnych środków pieniężnych oraz udzielanie kredytów na własny rachunek; lub b) podmiot gospodarczy lub osoba prawna, inny niż a), który emituje środki płatnicze w postaci pieniądza elektronicznego.

Instytucje rządowe i samorządowe – sektor, który zgodnie z definicją **Europejskiego Systemu Rachunków 1995 (ESA 95)** obejmuje podmioty będące rezydentami, które zajmują się przede wszystkim produkcją towarów i usług nierynkowych przeznaczonych do spożycia indywidualnego

oraz zbiorowego i/lub redystrybucją dochodu i majątku narodowego. Sektor ten obejmuje instytucje rządowe szczebla centralnego i regionalnego, instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych. Wyłączone są zeń jednostki stanowiące własność publiczną, które prowadzą działalność komercyjną, na przykład przedsiębiorstwa państwowe.

Instytucje rządowe szczebla centralnego – instytucje rządowe zdefiniowane w **Europejskim Systemie Rachunków (ESA 95)** z wyłączeniem instytucji regionalnych i samorządowych (zob. też **instytucje rządowe i samorządowe**).

Inwestycje bezpośrednie – inwestycje transgraniczne, których celem jest nabycie trwałego udziału w przedsiębiorstwie mającym siedzibę w innym kraju (w praktyce przyjmuje się, że chodzi o posiadanie przynajmniej 10% akcji zwykłych lub głosów).

Inwestycje portfelowe – transakcje netto rezydentów **strefy euro** i/lub ich pozycje netto w papierach wartościowych wyemitowanych przez nierezydentów strefy euro („aktywa”), a także transakcje netto nierezydentów strefy euro i/lub ich pozycje netto w papierach wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro („pasywa”). Zestawienie to obejmuje papiery wartościowe z prawem do kapitału, **dłużne papiery wartościowe** (długoterminowe oraz instrumenty **rynku 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 ECOFIN** i Komisji Europejskiej. 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. dowolna strona transakcji z bankiem centralnym).

Koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw (realny) – koszt ponoszony przez przedsiębiorstwa przy pozyskiwaniu nowych funduszy zewnętrznych. W przypadku przedsiębiorstw ze **strefy euro** jest on obliczany jako średnia ważona kosztu kredytów bankowych, kosztu **dłużnych papierów wartościowych** oraz kosztu papierów wartościowych z prawem do kapitału w oparciu o stan zadłużenia w każdym z tych źródeł (skorygowany o skutki wyceny), deflowana oczekiwaniami inflacyjnymi.

Kraje kandydujące – kraje, w przypadku których UE przyjęła wnioski o członkostwo w UE. 3 października 2005 r. rozpoczęto negocjacje akcesyjne z Chorwacją i Turcją, nie rozpoczęły się natomiast jeszcze negocjacje z Bułgarią, Rumunią, Republika Serbską, Republika Macedonii i Republika Czarna Góra.

Kredyt banku centralnego na koniec dnia – w **Eurosystemie**, operacja banku centralnego na **koniec dnia** umożliwiająca **kontrahentom** zaciągnięcie kredytu na termin *overnight* z banku centralnego według z góry ustalonej stopy procentowej po przedstawieniu jako zabezpieczenia aktywów kwalifikowanych (zob. również **podstawowe stopy procentowe EBC**).

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 spoza sektora MIF.

Ład korporacyjny – zasady, procedury i procesy, zgodnie z którymi dana firma lub instytucja jest kierowana i kontrolowana. Struktura ładu korporacyjnego określa podział praw i obowiązków pomiędzy poszczególnych uczestników takich jak zarząd, kierownictwo, akcjonariusze i inni interesariusze, a także reguły i zasady podejmowania decyzji.

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, w szczególności **umowy z przyrzeczeniem odkupu**, udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach **ryнку pieniężnego**, a także **dłużne papiery wartościowe** z terminem pierwotnym do 2 lat włącznie wyemitowane przez **monetarne instytucje finansowe**.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna – wartość i struktura należności finansowych (lub zobowiązań finansowych) netto danej gospodarki wobec zagranicy.

Minimalna oferowana stopa procentowa – 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 jego nastawienie w polityce pieniężnej.

Monetarne instytucje finansowe (MIF) – instytucje finansowe tworzące łącznie sektor emitujący pieniądź w **strefie euro**. W ich skład wchodzi **instytucje kredytowe** będące rezydentami (zgodnie z definicją zawartą w prawie wspólnotowym), **Eurosystem** oraz wszelkie inne instytucje finansowe będące rezydentami, których działalność polega na przyjmowaniu depozytów i/lub bliskich substytutów depozytów od podmiotów innych niż monetarne instytucje finansowe oraz udzielaniu kredytów i/lub inwestowaniu w papiery wartościowe na własny rachunek (w sensie ekonomicznym). Ostatnia grupa obejmuje przede wszystkim fundusze **ryнку pieniężnego**.

Nadwyżka operacyjna brutto – nadwyżka (lub deficyt) wartości produkcji po odjęciu kosztów spożycia pośredniego, wynagrodzenia pracowników oraz podatków pomniejszonych o dotacje do produkcji, lecz przed uwzględnieniem płatności i wpływów związanych z wypożyczeniem/wynajęciem lub własnością aktywów finansowych i niewytworzonych.

Okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej – okres, podczas którego obliczane jest przestrzeganie przez **instytucje kredytowe** poziomu **wymaganej rezerwy obowiązkowej**. Okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej rozpoczyna się w dniu rozrachunku pierwszej **podstawowej operacji refinansującej** po posiedzeniu **Rady Prezesów**, podczas którego ma zostać sformułowana comiesięczna ocena nastawienia w polityce pieniężnej. **Europejski Bank Centralny** publikuje

kalendaryz okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej co najmniej trzy miesiące przed rozpoczęciem roku.

Opcja – instrument finansowy, który uprawnia, lecz nie zobowiązuje posiadacza do zakupu lub sprzedaży określonych aktywów (np. obligacji lub akcji) po wcześniej ustalonej cenie (zwanej ceną wykonania opcji) przed lub w ustalonym wcześniej terminie (zwanym terminem realizacji lub zapadalności).

Operacje banku centralnego na koniec dnia – operacje banku centralnego, z których kontrahenci mogą korzystać z własnej inicjatywy. **Eurosystem** oferuje dwa rodzaje takich operacji: **kredyt banku centralnego na koniec dnia** i **depozyt w banku centralnym na koniec dnia**.

Operacje dostrajające – operacje otwartego rynku realizowane przez **Eurosystem** w celu przeciwdziałania nieoczekiwanym wahaniom płynności na rynku. Częstotliwość i termin zapadalności operacji dostrajających nie są unormowane.

Operacje otwartego rynku – operacje przeprowadzane na rynku finansowym z inicjatywy banku centralnego. 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 stosowanymi przez Eurosystem w operacjach otwartego rynku są transakcje odwracalne, które można zastosować we wszystkich czterech kategoriach operacji. Operacje strukturalne obejmują ponadto emisję certyfikatów dłużnych i transakcje bezwarunkowe (ang. *outright*), natomiast w ramach operacji dostrajających możliwe jest stosowanie transakcji bezwarunkowych, **swapów walutowych** oraz przyjmowanie lokat terminowych.

Pakt Stabilności i Wzrostu – celem Paktu jest zapewnienie dobrego stanu finansów publicznych na trzecim etapie **Unii Gospodarczej i Walutowej** w celu umocnienia podstaw dla **stabilności cen** oraz silnego i trwałego wzrostu prowadzącego do zwiększenia zatrudnienia. W tym celu Pakt nakazuje państwom członkowskim określenie średniookresowych celów budżetowych. Zawiera również konkretne postanowienia dotyczące **procedury nadmiernego deficytu**. Pakt obejmuje Uchwałę Rady Europejskiej w sprawie Paktu Stabilności i Wzrostu podjętą na szczycie w Amsterdamie w dniu 17 czerwca 1997 r. oraz dwa Rozporządzenia Rady: (a) Rozporządzenie (WE) nr 1466/97 z 7 lipca 1997 r. w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych zmienione Rozporządzeniem (WE) nr 1055/2005 z 27 czerwca 2005 r., oraz (b) Rozporządzenie (WE) nr 1467/97 z 7 lipca 1997 r. w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu zmienione Rozporządzeniem (WE) nr 1056/2005 z 27 czerwca 2005 r. Uzupełnieniem Paktu Stabilności i Wzrostu jest przyjęty na posiedzeniu Rady Europejskiej w Brukseli w dniach 22-23 marca 2005 r. raport Rady ECOFIN zatytułowany „Poprawa wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu”. Kolejnym jego uzupełnieniem jest przyjęty przez Radę ECOFIN 11 października 2005 r. nowy Kodeks Postępowania zatytułowany „Szczegółowe informacje o wdrażaniu Paktu Stabilności i Wzrostu oraz wytyczne dotyczące formatu i treści programów stabilizacyjnych i konwergencji”.

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 niedopuszczone do obrotu i inne formy udziału we własności. Papiery wartościowe z prawem do kapitału na ogół przynoszą dochód w postaci dywidend.

Pochodny instrument kredytowy – instrument finansowy oddzielający ryzyko kredytowe od transakcji, umożliwiając oddzielne przeprowadzenie wyceny i transferu ryzyka kredytowego.

Podstawa naliczania rezerwy obowiązkowej – suma kwalifikowanych pozycji bilansowych (w szczególności zobowiązań), które stanowią podstawę obliczenia **rezerwy obowiązkowej instytucji kredytowej**.

Podstawowe operacje refinansujące – regularne **operacje otwartego rynku** realizowane przez **Eurosystem** w formie **transakcji odwracalnych**. Operacje takie przeprowadzane są w drodze standardowych, cotygodniowych przetargów, a ich termin zapadalności wynosi zwykle tydzień.

Podstawowe stopy procentowe EBC – stopy procentowe ustalone przez **Radę Prezesów**, które odzwierciedlają nastawienie **Europejskiego Banku Centralnego** w polityce pieniężnej. Są to: **minimalna oferowana 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 w zakresie płynności i ryzyka, jak również zwrotu z inwestycji. Portfel ten służy jako podstawa dla porównania wyników portfeli rzeczywistych.

Procedura nadmiernego deficytu – postanowienie zawarte w art. 104 **Traktatu** i szczegółowo opisane w Protokole nr 20 o procedurze nadmiernego deficytu wymaga od państw członkowskich UE utrzymywania dyscypliny budżetowej, definiuje kryteria, zgodnie z którymi pozycja budżetowa może zostać uznana za wiążącą się z nadmiernym deficytem oraz określa zasady postępowania w przypadku stwierdzenia, że wymogi dotyczące równowagi budżetowej lub długu publicznego nie zostały spełnione. Art. 104 uzupełnia Rozporządzenie Rady (WE) nr 1467/97 z 7 lipca 1997 r. w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu (znowelizowane przez Rozporządzenie Rady (WE) nr 1056/2005 z 27 czerwca 2005 r.), stanowiące element **Paktu Stabilności i Wzrostu**.

Projekcje – opracowywane cztery razy do roku prognozy możliwego rozwoju sytuacji makroekonomicznej w **strefie euro**. Projekcje ekspertów **Eurosystemu** są publikowane w czerwcu i grudniu, natomiast projekcje ekspertów **EBC** – w marcu i wrześniu. Projekcje wchodzi w skład **analizy ekonomicznej**, jednego z filarów strategii polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, należą więc do czynników, na podstawie których **Rada Prezesów** dokonuje oceny zagrożeń dla **stabilności 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 KBC należących do **Europejskiego Systemu Banków Centralnych**.

Rada Prezesów – najwyższy organ decyzyjny **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)**. W jej skład wchodzi wszyscy członkowie **Zarządu** EBC oraz prezesi banków centralnych państw członkowskich strefy euro.

Ramowe zasady oceny kredytowej w Eurosystemie (*Eurosystem credit assessment framework – ECAF*) – zasady określające procedury, zasady i techniki zapewniające spełnienie przez wszystkie kwalifikowalne aktywa wysokich standardów kredytowych **Eurosystemu**.

Rentowność przedsiębiorstwa – miara wyników finansowych przedsiębiorstwa, zazwyczaj w odniesieniu do jego obrotów, aktywów lub kapitału. Stosuje się wiele różnych wskaźników rentowności przedsiębiorstwa bazujących na sprawozdaniach finansowych, na przykład stosunek dochodów operacyjnych (obrotów po odjęciu kosztów operacyjnych) do obrotów, stosunek dochodu netto (dochodów operacyjnych i pozaoperacyjnych po opodatkowaniu, amortyzacji i uwzględnieniu pozycji nadzwyczajnych) do obrotów, stopa zwrotu z aktywów (stosunek dochodu netto do aktywów ogółem) oraz stopa zwrotu z kapitału (stosunek dochodu netto do funduszy akcjonariuszy). Z makroekonomicznego punktu widzenia jako wskaźnik rentowności często stosowana jest obliczana na podstawie rachunków narodowych **nadwyżka operacyjna brutto**, na przykład w stosunku do PKB lub wartości dodanej.

Rezerwa obowiązkowa – minimalna wartość rezerw, jaką **instytucja kredytowa** ma obowiązek utrzymywać w **Eurosystemie**. Przestrzeganie tego wymogu ustalane jest na podstawie średniej z sald dziennych na przestrzeni **okresu 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 włącznie.

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 kwoty głównej (kapitałowe), a także ryzyko, że bank nie dokona rozrachunku.

Ryzyko płynności – ryzyko, że **kontrahent** nie ureguluje pełnej kwoty swojego zobowiązania w ustalonym terminie, lecz w nieokreślonym terminie późniejszym.

Ryzyko rozrachunku – termin ogólny oznaczający ryzyko, że rozrachunek w systemie dokonującym transferu nie nastąpi w sposób zgodny z oczekiwaniami. Ryzyko rozrachunku może obejmować zarówno **ryzyko kredytowe**, jak i **ryzyko płynności**.

Ryzyko rynkowe – ryzyko, że wartość inwestycji spadnie w wyniku wahań czynników rynkowych. Zasadniczo rozróżnia się cztery czynniki ryzyka rynkowego: ryzyko kapitałowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko walutowe oraz ryzyko towarowe.

Ryzyko systemowe – ryzyko, że niezdolność jednej instytucji do terminowego uregulowania zobowiązań spowoduje, że inne instytucje również nie będą do tego zdolne. Taka sytuacja może spowodować znaczne problemy kredytowe lub związane z płynnością, zagrażając stabilności rynków lub zaufaniu do nich.

Saldo pierwotne – kredyty i pożyczki netto zaciągnięte lub udzielone przez sektor publiczny z wyłączeniem płatności z tytułu odsetek od skonsolidowanych zobowiązań tego sektora.

Stabilność cen – głównym zadaniem **Eurosystemu** jest utrzymanie stabilności cen. Według definicji **Rady Prezesów** stabilność cen jest utrzymana, jeżeli roczne tempo wzrostu **zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP)** w **strefie euro** jest niższe niż 2%. Rada Prezesów stwierdziła również jasno, że dążąc do zachowania stabilności cen, zamierza utrzymać stopę inflacji w średnim okresie na poziomie nieco niższym od 2%.

Stabilność finansowa – warunki, w których system finansowy – obejmujący pośredników finansowych, rynki oraz infrastrukturę rynkową – jest w stanie przeciwstawić się wstrząsom oraz przeciwdziałać sytuacjom nierównowagi finansowej, minimalizując w ten sposób prawdopodobieństwo wystąpienia zakłóceń w procesie pośrednictwa finansowego, które mogłyby uniemożliwić lokowanie oszczędności w rentowne opcje inwestycyjne.

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 stosowane przez **instytucje kredytowe** oraz inne **MIF** będące rezydentami **strefy euro**, z wyłączeniem banków centralnych i funduszy **rynku pieniężnego**, w odniesieniu do denominowanych w euro depozytów i kredytów przyjmowanych/udzielanych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom będącym rezydentami **strefy euro**.

Straight-through processing (STP) – automatyczne, kompleksowe przetwarzanie transakcji/płatności, obejmujące automatyczne generowanie, potwierdzanie, rozliczanie i rozrachunek zleceń.

Strategia lizbońska – ogłoszony w 2000 r. podczas posiedzenia Rady Europejskiej w Lizbonie kompleksowy program reform strukturalnych mający przekształcić UE w „najbardziej dynamiczną i konkurencyjną gospodarkę na świecie opartą na wiedzy”.

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, Słowenię i Finlandię.

Swap walutowy – jednoczesne transakcje (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 są dokonywane pojedynczo (polecenie po poleceniu, bez kompensowania pozycji) w czasie rzeczywistym (w sposób ciągły) (zob. również **TARGET**).

System rozrachunku papierów wartościowych (ang. securities settlement system – SSS) – system umożliwiający przechowywanie i transfer papierów wartościowych bezpłatnie, odpłatnie (dostawa za płatność) lub w zamian za inne aktywa (dostawa za dostawę). System ten obejmuje wszelkie procedury instytucjonalne i techniczne wymagane w celu rozrachunku transakcji dotyczących

papierów wartościowych i ich przechowywania. Może być oparty na rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym, rozrachunku brutto lub rozrachunku netto. System rozrachunku 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 złożony z 17 krajowych systemów RTGS, mechanizmu płatności EBC (EPM) oraz mechanizmu wzajemnych połączeń.

TARGET2 – nowa wersja systemu **TARGET**, w której obecna zdecentralizowana struktura techniczna zostanie zastąpiona jednolitą wspólną platformą oferującą zharmonizowane usługi oraz jednolity system naliczania opłat.

Traktat – Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską („Traktat Rzymski”). Był on kilkakrotnie nowelizowany, w szczególności przez Traktat o Unii Europejskiej („Traktat z Maastricht”), który dał podstawy **Unii Gospodarczej i Walutowej** oraz zawiera Statut Europejskiego Systemu Banków Centralnych (**ESBC**).

Transakcja odwracalna – operacja, w ramach której bank centralny kupuje lub sprzedaje aktywa na podstawie **umowy z przyrzeczeniem odkupu** bądź przeprowadza **zabezpieczone** operacje kredytowe.

Umowa z przyrzeczeniem odkupu – umowa, na podstawie której sprzedawane są aktywa, przy czym sprzedający równocześnie nabywa prawo i przyjmuje zobowiązanie do ich 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) – proces, efektem którego było wprowadzenie wspólnej waluty euro oraz wspólnej polityki pieniężnej w **strefie euro**, jak również skoordynowanie polityki gospodarczej prowadzonej przez państwa członkowskie UE. Zgodnie z postanowieniami Traktatu proces wdrażania UGW w ramach UE przebiegał w trzech etapach. Ostatni, trzeci etap rozpoczął się 1 stycznia 1999 r. wraz z przekazaniem kompetencji monetarnych **Europejskiemu Bankowi Centralnemu** oraz wprowadzeniem euro. Wymiana waluty 1 stycznia 2002 r. zakończyła proces tworzenia UGW.

Wartość referencyjna wzrostu M3 – roczne tempo wzrostu **M3** w perspektywie średniookresowej pozwalające na utrzymanie **stabilności cen**. Obecnie wartość referencyjna rocznego tempa wzrostu M3 wynosi 4,5%.

Zabezpieczenia – aktywa, które zostały zastawione lub prawa do których zostały przeniesione w inny sposób (np. przez **instytucje kredytowe** na rzecz banków 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 mianowanych za wspólnym porozumieniem szefów państw i rządów państw członkowskich strefy euro.

Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP) – indeks cen konsumpcyjnych obliczany przez Eurostat i ujednolicony dla wszystkich państw członkowskich UE.

Zmienność implikowana – wskaźnik oczekiwanej zmienności (tj. odchylenia standardowego) stopy zmian ceny aktywów (np. akcji lub obligacji). Można ją określić na podstawie ceny aktywów, terminu zapadalności i ceny wykonania opcji na te aktywa oraz stopy zwrotu wolnej od ryzyka przy wykorzystaniu modelu wyceny opcji (np. modelu Blacka-Scholesa).

ISSN 1830291-2



9 771830 291005