



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

RAPORT ROCZNY 2007

2007

2007

2007

ECB EZB EKT EKP

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

2007

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

RAPORT ROCZNY
2007

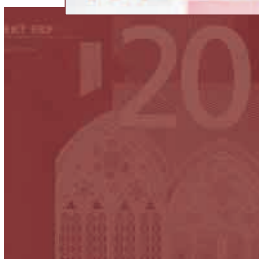
10





EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



RAPORT ROCZNY 2007

W 2008 r. wszystkie publikacje EBC przedstawiają motyw z banknotu 10 €.

© Europejski Bank Centralny 2008

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

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

Zdjęcia:

*Martin Joppen
Walter Vorjohann*

*Dane zawarte w niniejszym Raporcie
obejmują okres do 29 lutego 2008 r.*

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

SPIS TREŚCI

PRZEDMOWA	10	4 STATYSTYKA	131
ROZDZIAŁ I		4.1 Nowe lub rozszerzone statystyki dotyczące strefy euro	131
SYTUACJA GOSPODARCZA I POLITYKA PIENIĘŻNA		4.2 Inne zmiany w statystyce	132
I DECYZJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ	18	4.3 Przygotowanie do rozszerzenia strefy euro	134
2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA	25	5 BADANIA EKONOMICZNE	135
2.1 Globalne środowisko makroekonomiczne	25	5.1 Priorytety badań	135
2.2 Sytuacja monetarna i finansowa	30	5.2 Publikacje i konferencje	136
2.3 Kształtowanie się cen i kosztów	58	6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA	138
2.4 Produkcja, popyt i sytuacja na rynku pracy	69	6.1 Przestrzeganie zakazów finansowania i uprzywilejowanego dostępu	138
2.5 Sytuacja w zakresie polityki fiskalnej	73	6.2 Funkcje doradcze	138
2.6 Kursy walut i bilans płatniczy	84	6.3 Administrowanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek przez Wspólnotę Europejską	142
3 SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA W PAŃSTWACH CZŁONKOWSKICH UE SPOZA STREFY EURO	90	6.4 Usługi zarządzania rezerwami w Eurosystemie	142
ROZDZIAŁ 2		ROZDZIAŁ 3	
OPERACJE I DZIAŁALNOŚĆ BANKU CENTRALNEGO		WEJŚCIE CYPRU I MALTY DO STREFY EURO	
I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA	104	I SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA NA CYPRZE I MALCIE	145
1.1 Działania w zakresie polityki pieniężnej	104	2 PRAWNE ASPEKTY INTEGRACJI CENTRAL BANK OF CYPRUS I BANK CENTRALI TA' MALTA/ CENTRAL BANK OF MALTA Z EUROSYSTEMEM	150
1.2 Działalność dewizowa	113	3 OPERACYJNE ASPEKTY INTEGRACJI CENTRAL BANK OF CYPRUS ORAZ BANK CENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA Z EUROSYSTEMEM	153
1.3 Działalność inwestycyjna	114	3.1 Operacje w zakresie polityki pieniężnej	153
2 SYSTEMY PŁATNICZE I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	117	3.2 Wniesienie kapitału, przekazanie rezerw i aktywów rezerw walutowych na rzecz ebc	154
2.1 System TARGET	117	4 WYMIANA WALUTY NA CYPRZE I MALCIE	155
2.2 System TARGET2	119		
2.3 TARGET2-Securities	121		
2.4 Procedury rozrachunku zabezpieczeń	122		
3 BANKNOTY I MONETY	125		
3.1 Banknoty i monety w obiegu oraz obsługa waluty	125		
3.2 Fałszerstwa i przeciwdziałanie fałszerstwom banknotów	126		
3.3 Emisja i produkcja banknotów	127		

ROZDZIAŁ 4		2 WYBRANE TEMATY PORUSZANE PODCZAS SPOTKAŃ Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM	195
I STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA	160	ROZDZIAŁ 7	
1.1 Monitorowanie stabilności finansowej	160	KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA	
1.2 Ustalenia w zakresie stabilności finansowej	162	I POLITYKA KOMUNIKACJI	200
2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR		2 DZIAŁALNOŚĆ KOMUNIKACYJNA	201
2.1 Zagadnienia ogólne	164	ROZDZIAŁ 8	
2.2 Bankowość	165	RAMY INSTYTUCJONALNE, ORGANIZACJA I ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE	
2.3 Papiery wartościowe	166	I ORGANY DECYZYJNE I ŁĄD KORPORACYJNY W EUROPEJSKIM BANKU CENTRALNYM	207
3 INTEGRACJA FINANSOWA	167	1.1 Eurosystem oraz Europejski System Banków Centralnych	207
4 NADZÓR NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ	172	1.2 Rada Prezesów	208
4.1 Nadzór nad systemami i infrastrukturą wysokokwotowych płatności w euro	172	1.3 Zarząd	210
4.2 Detaliczne usługi płatnicze	176	1.4 Rada Ogólna	212
4.3 Systemy płatności kartami	176	1.5 Komitety Eurosystemu/ESBC, komitet budżetowy, konferencja działów kadr i komitet koordynacyjny Eurosystemu ds. Informatyki	213
4.4 Rozliczanie i rozrachunek papierów wartościowych	176	1.6 Zasady ładu korporacyjnego	214
ROZDZIAŁ 5		2 SYTUACJA ORGANIZACYJNA	217
STOSUNKI EUROPEJSKIE I MIĘDZYNARODOWE		2.1 Zasoby ludzkie	217
I ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE	182	2.2 Nowa siedziba EBC	220
1.1 Zagadnienia strategiczne	182	2.3 Biuro koordynacji zamówień Eurosystemu	221
1.2 Zagadnienia instytucjonalne	183	3 DIALOG SPOŁECZNY ESBC	222
1.3 Sytuacja w państwach kandydujących do członkostwa w UE oraz kontakty z nimi	184	4 ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC	223
2 ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE	186	Sprawozdanie z działalności za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2007 r.	224
2.1 Najważniejsze kierunki rozwoju międzynarodowego systemu walutowego i finansowego	186	Bilans na dzień 31 grudnia 2007 r.	228
2.2 Współpraca z krajami spoza UE	189	Rachunek zysków i strat za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2007 r.	230
ROZDZIAŁ 6			
ODPOWIEDZIALNOŚĆ			
I ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC SPOŁECZEŃSTWA I PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO	194		

Przyjęte zasady rachunkowości	231	Wykres B Dzienna zmienność zrealizowana stóp procentowych depozytów długoterminowych	43
Informacja dodatkowa do bilansu	236		
Informacja dodatkowa do rachunku zysków i strat	247	Wykres C Zmienność zrealizowana a zmienność implikowana 3-miesięcznych stóp procentowych rynku pieniężnego	45
Raport niezależnego biegłego rewidenta	252		
Informacja o sposobie podziału zysku lub pokrycia straty	254		
5 SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSISTEMU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2007 R.	256	3 Podobieństwa i różnice pomiędzy epizodami zaburzeń finansowych w 2007 r. i 1998 r.	49
ZAŁĄCZNIKI	259	Wykres A Rentowność długoterminowych obligacji amerykańskich i strefy euro w 1998 r. oraz 2007 r.	50
INSTRUMENTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC	260	Wykres B Ceny akcji w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro w 1998 r. oraz w 2007 r.	50
OPINIE WYDANE PRZEZ EBC	263	4 Wpływ efektów bazy w zakresie cen energii na inflację HICP w 2007 r.	61
DZIAŁANIA EUROSISTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM	267	Wykres A Udziały w zmianie rocznej inflacji HICP od grudnia 2006 r.	61
DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY OD 2007 R.	268	Wykres B Rozkład miesięcznych zmian rocznej inflacji HICP	61
GLOSARIUSZ	275	Wykres C Rozkład zmian rocznej inflacji HICP od grudnia 2006 r.	62
RAMKI		5 Wzrost cen żywności w strefie euro	64
1 Aktywa zagraniczne netto sektora MIF i ich wpływ na kształtowanie się sytuacji pieniężnej	36	Wykres A Udział cen żywności przetworzonej w rocznej inflacji HICP	64
Wykres A Aktywa zagraniczne netto sektora MIF oraz agregat M3	36	Wykres B Zmiany cen żywności i napojów o smaku egzotycznym	64
Wykres B Struktura przepływów kapitałowych sektora utrzymującego zasoby pieniężne i aktywa zagraniczne netto sektora MIF	37	Tabela Żywność przetworzona bez tytoniu we wskaźniku HICP krajów strefy euro	65
Wykres C Struktura inwestycji portfelowych	37	6 Spadek bezrobocia w strefie euro w ostatnich latach	73
Wykres D Zmiany poziomu aktywów i pasywów zagranicznych brutto	39	Wykres A Zmiany stopy bezrobocia w strefie euro	74
2 Zmienność stóp procentowych rynku pieniężnego w 2007 r.	42	Tabela Stopy bezrobocia w strefie euro wg płci, grup wiekowych i wykształcenia	75
Wykres A Dzienna zmienność zrealizowana bieżącej stopy procentowej	43	Wykres B Stopień intensywności reform w strefie euro a ich dystrybucja wg typu reformy w latach 2000–2006	76

7	Zmiany w emisji dłużnych papierów wartościowych instytucji rządowych i samorządowych oraz rozpiętości rentowności obligacji w strefie euro	78	członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	93
	Tabela A Stopa wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro	78	9 Bilans płatniczy państw członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	94
	Tabela B Struktura dłużnych papierów wartościowych w obiegu wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro	79	10 Zmiany w ERM II	95
	Wykres A Charakterystyka zmian płatności odsetkowych	80	11 Oficjalne strategie polityki pieniężnej państw członkowskich UE spoza strefy euro w 2006 r.	99
	Wykres B Różnice rentowności wybranych obligacji skarbowych w stosunku do obligacji niemieckich	80	12 Przepływ płatności w ramach systemu TARGET	118
	Wykres C Swapy kredytowe długów państwowych	80	13 Przydziały produkcji banknotów euro w 2007 r.	129
8	Nauka płynąca z doświadczeń polityki fiskalnej w latach 2000–2001	82	14 Cypr: Podstawowe wskaźniki ekonomiczne	146
	Wykres A Zmiany sytuacji fiskalnej w latach 1998–2007	83	15 Malta: Podstawowe wskaźniki ekonomiczne	147
	Wykres B Saldo budżetowe a składnik cykliczny	83	WYKRESY	
9	Działania w zakresie polityki pieniężnej w okresie zmienności rynku finansowego	107	1 Stopy procentowe EBC a stopy rynku pieniężnego	18
	Wykres Nadwyżka dziennej kwoty rezerwy obowiązkowej w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej	107	2 Główne zmiany zachodzące w gospodarkach uprzemysłowionych	25
10	Statystyczne konsekwencje rozszerzenia strefy euro o Cypr i Malte	148	3 Udział w światowym PKB	28
	TABELE		4 Ważniejsze zmiany wskaźników na rynkach surowców	29
	1 Zmiany cen	59	5 M3 a kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego	30
	2 Wskaźniki kosztów pracy	67	6 Główne składniki M3	31
	3 Składniki wzrostu realnego PKB	70	7 Stopy procentowe sektora MIF dla depozytów krótkoterminowych i instrumentów zbywalnych	32
	4 Sytuacja na rynku pracy	72	8 Depozyty M3 wg sektorów	33
	5 Pozycja fiskalna krajów strefy euro	77	9 Kredyty dla rezydentów strefy euro	34
	6 Realny wzrost PKB w państwach członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	90	10 Stopy procentowe rynku pieniężnego	40
	7 Inflacja HICP w państwach członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	91	11 3-miesięczne stopy EUREPO, EURIBOR i transakcje swap na bieżące stopy procentowe z terminem realizacji za 3 miesiące	41
	8 Pozycja fiskalna państw		12 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych	46
			13 Progowe stopy inflacji dla transakcji kasowych i kontraktów terminowych w strefie euro	46
			14 Podstawowe indeksy rynku akcji	48
			15 Implikowana zmienność rynku akcji	48
			16 Kredyty i pożyczki sektora MIF dla gospodarstw domowych	53

17 Oprocentowanie kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw	53	42 Zabezpieczenie kwalifikowane wg typu aktywów	110
18 Zadłużenie gospodarstw domowych a płatności odsetkowe	54	43 Zabezpieczenie wykorzystywane w operacjach kredytowych Eurosystemu i istniejących kredytach	111
19 Realny koszt zadłużenia zewnętrznego przedsiębiorstw strefy euro	55	44 Udział aktywów (w tym należności kredytowych) wykorzystanych jako zabezpieczenie, wg typu aktywów	112
20 Wskaźniki rentowności przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie	56	45 Ogólna liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2007	125
21 Rozkład realnej rocznej stopy wzrostu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw	57	46 Łączna wartość banknotów euro w obiegu w latach 2002-2007	125
22 Luka finansowa przedsiębiorstw i jej główne składniki	58	47 Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2007	125
23 Wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw	58	48 Liczba fałszywych banknotów wycofanych z obiegu w latach 2002-2007	126
24 Udział głównych składników inflacji HICP	60	49 Fałszywe banknoty euro według nominałów	127
25 Udział głównych składników inflacji HICP	60		
26 Struktura cen producentów w przemyśle	66		
27 Wynagrodzenie na pracownika w poszczególnych sektorach	67		
28 Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro	68		
29 Jakościowe postrzeganie i oczekiwania konsumentów strefy euro dotyczące inflacji	69		
30 Udział we wzroście kwartalnego realnego PKB	69		
31 Wskaźniki zaufania	71		
32 Bezrobocie	73		
33 Nominalne i realne efektywne kursy euro	86		
34 Saldo rachunku obrotów bieżących i jego składniki cząstkowe	86		
35 Wolumen eksportu strefy euro do wybranych partnerów handlowych	87		
36 Inwestycje portfelowe i bezpośrednie w strefie euro	88		
37 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	88		
38 Zmiany kursu euro wobec walut UE spoza ERM II	96		
39 Kredyty dla sektora prywatnego w 2007 r.	98		
40 Struktura indeksu EONIA	104		
41 Czynniki wpływające na płynność w strefie euro w 2006 r.	105		

SKRÓTY

PAŃSTWA

BE	Belgia
BG	Bułgaria
CZ	Czechy
DK	Dania
DE	Niemcy
EE	Estonia
IE	Irlandia
GR	Grecja
ES	Hiszpania
FR	Francja
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
UK	Wielka Brytania
JP	Japonia
US	Stany Zjednoczone
SE	Szwecja

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
ECB [EBC]	Europejski Bank Centralny
EEA	Europejski Obszar Gospodarczy
EER	efektywny kurs walutowy
EMI	Europejski Instytut Walutowy
EMU [UGW]	Unia Gospodarcza i Walutowa
ESA 95	Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych z 1995 r.
ESCB [ESBC]	Europejski System Banków Centralnych
EU [UE]	Unia Europejska
EUR	euro
f.o.b.	franco statek na granicy eksportera
GDP [PKB]	produkt krajowy brutto
HICP	Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych
ILO [MOP]	Międzynarodowa Organizacja Pracy
IMF [MFW]	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MFI [MIF]	monetarna instytucja finansowa
NCB [KBC]	krajowy bank centralny
OECD	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
PPI	Indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu
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



Analizując wydarzenia, jakie miały miejsce w ostatnim roku, jako jednoz najważniejszych wyróżnia się trzecie rozszerzenie strefy euro od momentu jej stworzenia w 1999 r. W następstwie decyzji z 2007 r., 1 stycznia 2008 r. Cypr i Malta stały się czternastym i piętnastym państwem członkowskim, które przyjęły euro, (po Grecji – 2001 r. i Słowenii – 2007 r.), a ich krajowe banki centralne przystąpiły do Eurosystemu. Chciałbym bardzo serdecznie powitać obywateli tych krajów. Dobre wyniki Cypru i Malty osiągnięte dzięki wdrożeniu stabilizacyjnej polityki makroekonomicznej w ostatnich latach umożliwiły tym dwóm krajom wprowadzenie waluty euro. W obu krajach przejście na euro przebiegało w sposób sprawny i skuteczny. Wybiegając w przyszłość, po przyjęciu euro głównym wyzwaniem dla tych krajów w zakresie polityki będzie realizacja odpowiednich krajowych polityk gospodarczych w celu zapewnienia wysokiego stopnia trwałej konwergencji.

Kolejnym istotnym wydarzeniem w 2007 r. było podpisanie przez głowy państw lub szefów

rządów państw członkowskich UE nowego Traktatu, które miało miejsce 13 grudnia w Lizbonie. Obecnie Traktat znajduje się na etapie ratyfikacji przez wszystkie 27 państw członkowskich, tak aby mógł wejść w życie z dniem 1 stycznia 2009 r. EBC z zadowoleniem przyjmuje fakt, że w nowym Traktacie stabilność cen jest uznawana za jeden z celów UE, podobnie jak Unia Gospodarcza i Walutowa (UGW) z euro jako walutą. EBC staje się instytucją unijną, a nowy Traktat potwierdza niezależność EBC i krajowych banków centralnych oraz osobowość prawną, uprawnienia regulacyjne i niezależność finansową EBC. W przekonaniu EBC nowy Traktat potwierdza obecną strukturę UGW. EBC i oczekuje pomyślnego zakończenia procesu ratyfikacji Traktatu.

W 2007 r. inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,1% w porównaniu z 2,2% w 2006 r. Chociaż przekroczyła ona poziom określony przez EBC w definicji stabilności cen (tj. poniżej lecz blisko 2%), polityka pieniężna EBC nadal przyczyniała się do utrzymania średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, pomimo sytuacji gospodarczej, która charakteryzowała się znaczącą presją na wzrost cen. Presja ta wynikała przede wszystkim z podwyżek cen surowców, zwłaszcza nośników energii oraz – w szczególności w czwartym kwartale – cen żywności, a w przypadku rynku krajowego – ze skutków wzrostów podatków pośrednich, ograniczeń mocy produkcyjnej w kontekście wzrostu gospodarczego oraz zacieśniania się rynków pracy. Utrzymanie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w 2007 r. stanowiło zatem szczególnie dowód wiarygodności działań EBC w zakresie zapewnienia stabilności cen w średnim okresie zgodnie ze swoim mandatem. Trwała stabilizacja jest warunkiem koniecznym dla właściwego funkcjonowania rynków, trwałego wzrostu i tworzenia miejsc pracy w strefie euro oraz najważniejszym priorytetem Rady Prezesów.

Przez cały rok 2007 wyraźnie rosły zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie. Zagrożenia te obejmowały możliwość kolejnych podwyżek cen ropy oraz cen produktów rolnych, a także nieoczekiwany wzrost cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Co więcej, istniały poważne zagrożenia dotyczące zdolności przedsiębiorstw do kształtowania cen, w szczególności w segmentach rynku o niskim poziomie konkurencji, a także większego niż oczekiwano wzrostu płac, co wiązało się z ryzykiem wystąpienia efektów drugiej rundy wynikających z okresowo wysokiej stopy inflacji w obszarze płac i kształtowania cen. Aby zapewnić utrzymanie stabilności cen w średnim okresie, Rada Prezesów ze szczególną uwagą monitorowała negocjacje płacowe oraz proces kształtowania cen w strefie euro.

W 2007 r. gospodarka strefy euro nadal dynamicznie się rozwijała. Roczne tempo wzrostu realnego PKB zwiększyło się o 2,6% pomimo zmieniających się cen nośników energii oraz warunków zwiększonej niepewności wynikającej z zaburzeń finansowych w drugiej połowie roku. Chociaż strefa euro nadal odnosiła korzyści z szybkiego, aczkolwiek słabnącego, wzrostu gospodarki światowej, ekspansję działalności gospodarczej nadal napędzał głównie popyt krajowy, w szczególności jego stały komponent inwestycyjny. W pierwszej połowie 2007 r. szybki wzrost inwestycji wspierały korzystne warunki finansowe, wysokie zyski przedsiębiorstw oraz dalszy wzrost ich efektywności. W drugiej połowie 2007 r. zwiększona niepewność finansowa spowodowała częściowe pogorszenie się sytuacji w gospodarce realnej, pojawiło się również ryzyko spowolnienia podstawowych scenariuszy dla wzrostu strefy euro.

Porównanie z analizą monetarną potwierdziło sformułowaną przez Radę Prezesów ocenę, że średnio- i długookresowe ryzyko dla stabilności nadal wyraźnie rosło. Bardzo dynamiczne tempo wzrostu ekspansji monetarnej i kredytowej potwierdziła szeroko zakrojona ocena dostępnych danych. Wpływ zaburzeń finansowych na dynamikę szerokiej ekspansji

monetarnej i kredytowej w drugiej połowie 2007 r. był niewielki. Znalazło to swoje odzwierciedlenie w zrównoważonym wzroście kredytów bankowych dla krajowego sektora prywatnego, zwłaszcza dla przedsiębiorstw, wskazując na to, że podaż kredytów nie odnotowała szczególnego spadku. Rada Prezesów szczególnie uważnie obserwowała sytuację monetarną w tym okresie.

Aby ograniczyć rosnące zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie, w marcu i czerwcu 2007 r. Rada Prezesów podniosła podstawowe stopy procentowe EBC, każdorazowo o 25 punktów bazowych. W wyniku tych posunięć minimalna oferowana stopa podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu wzrosła z 3,5% pod koniec 2006 r. do 4,00% w czerwcu 2007 r. W drugiej połowie roku Rada Prezesów podjęła decyzję o utrzymaniu podstawowych stóp procentowych EBC na niezmiennym poziomie. Biorąc pod uwagę również niezwykle wysoki poziom niepewności co do wpływu zaburzeń finansowych na gospodarkę realną, Rada Prezesów uznała za konieczne zgromadzenie i ocenę dodatkowych informacji, a także szczególnie uważne monitorowanie zmian zachodzących na rynkach finansowych przed sformulowaniem dalszych wniosków dotyczących polityki monetarnej. Jednocześnie Rada Prezesów potwierdziła swoją stałą gotowość do podjęcia wszelkich niezbędnych działań w celu wyeliminowania zagrożeń dla stabilności cen i utrzymania długookresowych oczekiwań inflacyjnych

W 2007 r. nastąpił dalszy postęp w konsolidacji fiskalnej, zgodnie z uaktualnionymi programami stabilności, a średni deficyt budżetowy dla strefy euro obniżył się do 0,8% PKB w porównaniu z 1,5% w 2006 r. Niemniej jednak prognozuje się jego ponowny wzrost w 2008 r., kiedy to wiele krajów nadal nie osiągnie stabilnej pozycji fiskalnej, co skutkuje ryzykiem nieprzestrzegania postanowień części prewencyjnej Paktu Stabilności i Wzrostu przez niektóre kraje. Aby

nie podważać wiarygodności Paktu, kraje te powinny realizować bardziej ambitną politykę oraz poprawić swoją pozycję strukturalną o wartość odniesienia wynoszącą 0,5% PKB w skali rocznej, czego wymaga Pakt. Podstawowe znaczenie ma to, aby wszystkie kraje wypełniały swoje zobowiązania i dążyły do zrealizowania średnioterminowego celu stabilnej pozycji fiskalnej najpóźniej w 2010 r., zgodnie z tym, co zostało uzgodnione i ogłoszone podczas posiedzenia Eurogrupy w Berlinie w kwietniu 2007 r. Całkowicie niewłaściwym rozwiązaniem byłoby uznaniowe łagodzenie polityki fiskalnej. Natomiast umożliwienie swobodnego działania automatycznych czynników stabilizujących w krajach o silnej pozycji budżetowej oraz zabezpieczenie długookresowej stabilności finansów publicznych, to najlepszy wkład polityki fiskalnej w stabilność makroekonomiczną.

Jeśli chodzi o reformy strukturalne, ostatnie osiągnięcia w kontekście strategii lizbońskiej są budujące. Reformy strukturalne oraz spowolnienie wzrostu płac w ostatnich latach poskutkowało znacznym wzrostem poziomu zatrudnienia w strefie euro, o około 15,8 mln osób w okresie dziewięciu lat od wprowadzenia trzeciego etapu UGW, w porównaniu ze wzrostem o ok. 4,5 mln osób, jaki miał miejsce w tych samych krajach w dziewięcioletnim okresie poprzedzającym rok 1999. Nastąpił także dalszy spadek stopy bezrobocia w strefie euro z 8,3% w 2006 r. do 7,4% w 2007 r., w wyniku czego stopa bezrobocia w strefie euro osiągnęła najniższy poziom od 25 lat. Nie należy jednak popadać w samozadowolenie. W wielu krajach stopy bezrobocia nadal kształtują się na wysokim poziomie, a współczynnik aktywności zawodowej jest według standardów międzynarodowych niski. Ponadto, wzrost wydajności w strefie euro jest nadal słaby, co ogranicza zakres podwyżek wynagrodzeń. Z tego względu ważne jest, aby rządy państw zwiększały tempo wzrostu i nasilały swoje starania w zakresie reform mających na celu usunięcie barier dla tworzenia miejsc pracy i wzrostu wydajności. Przede wszystkim wymaga to przeprowadzenia zmian

w systemie edukacji oraz kształceniu ustawicznym, które zapewniłyby rozwój kapitału ludzkiego, poprawę perspektyw zatrudnienia oraz wzrost motywacji. Konieczne jest również stałe podejmowanie działań na rzecz zwiększenia konkurencji i elastyczności oraz poprawy działania rynków pracy, produktów i usług. Wsparcie dla wzrostu produktywności i stabilności cen w strefie euro mogłoby zapewnić w szczególności zwiększenie konkurencji w sektorze usług prywatnych i publicznych, a także podjęcie odpowiednich działań na rynku rolnym UE.

W 2007 r. pojawiło się wiele bardzo trudnych wyzwań na rynkach finansowych. Od sierpnia na rynki pieniężne euro wpływ miała znacząca, ogólnoswiatowa korekta rynku, której towarzyszyły gwałtowne zawirowania oraz wysoki poziom zmienności. Wyczerpanie kwoty płynności na rynku pieniężnym euro 9 sierpnia zmusiło EBC do wprowadzenia na rynek 95 mld euro według stopy procentowej wynoszącej 4,0% z jednodniowym terminem zapadalności. W następnych dniach EBC zrealizował kolejne podobne operacje na mniejsze kwoty. Podczas kolejnych tygodni i miesięcy EBC przeprowadził również dodatkowe długoterminowe operacje refinansujące oraz operacje dostrajające. Zapewnił również płynność w dolarach amerykańskich z jednoczesnym wykorzystaniem aukcji (ang. *Term Auction Facility*) nowojorskiego Systemu Rezerwy Federalnej. Pod koniec roku EBC podjął specjalne działania w zakresie płynności, aby dostosować się do konkretnych potrzeb systemu bankowego.

W wyniku przeprowadzonych przez EBC operacji, odsetki od depozytów bieżących powróciły do stabilnego poziomu zbliżonego do ustalonej przez Radę Prezesów podstawowej stawki, która obowiązywała przed wystąpieniem zaburzeń. Nadal jednak utrzymują się napięcia dotyczące dłuższych terminów zapadalności na rynku pieniężnym.

Korekta rynku finansowego spowodowała, że uczestnicy rynku dokonali znacznego przeszacowania ryzyka. Przy wielu okazjach, w szczególności w swoim *Financial Stability Review* („Przeglądzie Stabilności Finansowej”) EBC wraz innymi członkami Eurosystemu ostrzegał, że sytuacja ta charakteryzowała się zbyt niską oceną ryzyka. Wprawdzie obecna znaczna korekta rynku nie dobiegła jeszcze końca, ale można sformułować pewne wstępne wnioski, a mianowicie: a) konieczność wzmocnienia przez banki swoich systemów zarządzania ryzykiem; b) potrzeba analizy zalet i wad tzw. modelu *originate-to-distribute*, który został opracowany przed rozpoczęciem korekty; c) potrzeba większej przejrzystości ze strony wszystkich uczestników rynków; d) potrzeba oceny ogólnej roli agencji ratingowych oraz e) potrzeba możliwie jak najszybszego i najbardziej skutecznego wdrażania przez organy nadzorcze nowych ram dotyczących kapitału w ramach umowy Bazylea II oraz analizy ewentualnych usprawnień systemu nadzoru ryzyka płynnościowego.

W 2007 r. system finansowy strefy euro cechował się odpornością, jednak jego zdolność do absorpcji wstrząsów zastała poddana ciężkiej próbie w drugiej połowie roku. Poza możliwymi konsekwencjami zawirowań na rynku kredytowym, przyszłe zagrożenia dla systemu bankowego strefy euro dotyczą głównie możliwości pogorszenia się cyklu kredytowego, co będzie miało negatywne skutki dla jakości aktywów banków i wartości odpisów aktualizacyjnych z tytułu utraty wartości aktywów. Ponadto, możliwość niekontrolowanego rozwoju globalnej nierównowagi światowej w dalszym ciągu stanowi źródło średniookresowego ryzyka dla globalnej stabilności finansowej.

W 2007 r. EBC nadal wносił aktywny wkład w proces europejskiej integracji finansowej. Oprócz monitorowania postępów w tym zakresie i służenia doradztwem w sprawie odpowiedniego ustawodawstwa i regulacji,

EBC potwierdził swoją rolę katalizatora działań sektora prywatnego, w szczególności podtrzymując wsparcie dla inicjatywy Jednolitego Obszaru Płatności w Euro. Eurosystem utrzymywał stały dialog z bankami i innymi zainteresowanymi stronami oraz wraz z Komisją Europejską zintensyfikował swoje działania koordynacyjne. Wspierał również przyjęcie dyrektywy w sprawie usług płatniczych, zatwierdzonej przez Radę UE dnia 15 października 2007 r.

Ponadto, 19 listopada 2007 r. zaczął działać system TARGET2, po tym, jak grupa pierwszych ośmiu krajów przeniosła swoje operacje na jednolitą platformę. Druga grupa siedmiu krajów przeszła na ten system 18 lutego 2008 r., a trzecia zrobi to 19 maja. Aby w pełni skorzystać z wprowadzenia systemu TARGET2, Eurosystem nadal analizował możliwości dostarczania nowej usługi pod nazwą TARGET2-Securities (T2S), w celu zapewnienia wspólnej infrastruktury technicznej dla rozliczenia w euro transakcji papierami wartościowymi w pieniądzu banku centralnego, realizowanych przez centralnych depozytariuszy papierów wartościowych oraz obsługi zarówno rozrachunku papierów wartościowych, jak i rozliczeń pieniężnych w ramach jednolitej platformy technicznej. Usługa T2S mogłaby zapewnić wyrównanie różnic istniejących między rozrachunkami krajowymi i transgranicznymi w ramach strefy euro. Powinna ona przyczynić się zatem do integracji i koordynacji usług rozrachunku i rozliczania transakcji finansowych, a także wspierać konkurencję, zapewniając równy, tańszy i bardziej skoordynowany dostęp do usług rozliczeniowych na europejskich rynkach finansowych.

Całkowita liczba stanowisk przewidziana w budżecie EBC na 2007 r. wynosiła 1.348 pełnych etatów w porównaniu z 1.343 etatami w 2006 r. Po wprowadzeniu w 2006 r. ogólnych zasad w zakresie mobilności, które zachęcają pracowników do zmiany stanowisk co pięć

lat, znacząco wzrosła mobilność wewnętrzna. W 2007 r. stanowiska zmieniło, okresowo lub na stałe, 152 pracowników, w tym 31 osób na stanowiskach kierowniczych i doradców.

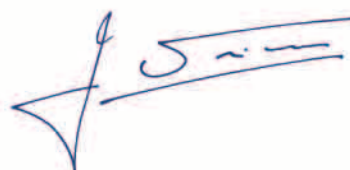
Poza promowaniem mobilności, strategia w zakresie zasobów ludzkich skupiła się na rozwoju zarządzania EBC, a w szczególności na rozwijaniu umiejętności zarządczych poprzez szkolenia i indywidualny proces doskonalenia kompetencji zawodowych. Ciągłe przyswajanie i rozwój umiejętności oraz kompetencji przez wszystkich pracowników pozostaje podstawą strategii w zakresie zasobów ludzkich EBC. Oprócz możliwości odbycia licznych szkoleń wewnętrznych pracownicy korzystali również z możliwości odbywania szkoleń zewnętrznych, które odpowiadały ich indywidualnym potrzebom szkoleniowym o bardziej specjalistycznym charakterze.

W 2007 r. działania Konferencji Działów Kadr, która została powołana w 2005 r. w celu promowania ducha pracy zespołowej wśród banków centralnych Eurosystemu/ESBC w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi, obejmowały różne aspekty szkolenia i rozwoju pracowników, w tym możliwości szkoleń w ramach ESBC oraz opracowywanie działań mających na celu zwiększenie mobilności pracowników wewnątrz struktur ESBC.

W 2007 r. zakończono proces szczegółowego planowania nowej siedziby EBC. W połowie lipca w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej opublikowano ogłoszenie o wyborze głównego wykonawcy odpowiedzialnego za budowę przyszłej siedziby EBC. Po otrzymaniu ofert wyrażających zainteresowanie, które wpłynęły do początku października, EBC dokonał wyboru kilku spółek, które zaprosił do złożenia oferty przetargowej. Do października 2008 r. EBC wybierze jedną spółkę. Postępy w realizacji projektu są zgodne zarówno z harmonogramem, jak i z zatwierdzonym przez Radę Prezesów budżetem finansowym.

W 2007 r. EBC wypracował nadwyżkę w wysokości 286 mln euro, podczas gdy nadwyżka w 2006 r. wyniosła 1.379 mln euro. Podobnie jak w 2006 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 zysku netto. Rezerwa ta 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 2007 r.



Jean-Claude Trichet



ROZDZIAŁ I

**SYTUACJA
GOSPODARCZA
I POLITYKA
PIENIĘŻNA**

I DECYZJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ¹

W 2007 r. EBC realizował politykę monetarną w środowisku silnego wzrostu gospodarczego oraz dynamicznego wzrostu podaży pieniądza i akcji kredytowej w strefie euro. Na przestrzeni roku utrzymywało się średniookresowe zagrożenie inflacyjne stabilności cen, jak wskazywały okresowe analizy gospodarcze i monetarne prowadzone na potrzeby Rady Prezesów. Mając na celu ograniczenie tych zagrożeń, Rada Prezesów na bieżąco urealniała swoją politykę pieniężną, podwyższając kluczowe stopy procentowe EBC ogółem o 50 punktów bazowych w marcu i w czerwcu. W efekcie, minimalna oferowana stopa procentowa w podstawowych refinansujących operacjach Eurosystemu wzrosła do 4,00% w czerwcu 2007 r.

Po wystąpieniu zaburzeń i podwyższonej zmienności rynków finansowych na początku sierpnia 2007 r., wynikłych z pogorszenia sytuacji na rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w USA i przeceny ryzyka, perspektywy wzrostu gospodarczego stały się bardzo niejednoznaczne i w wysokim stopniu niepewne. Niezależnie od potwierdzenia się

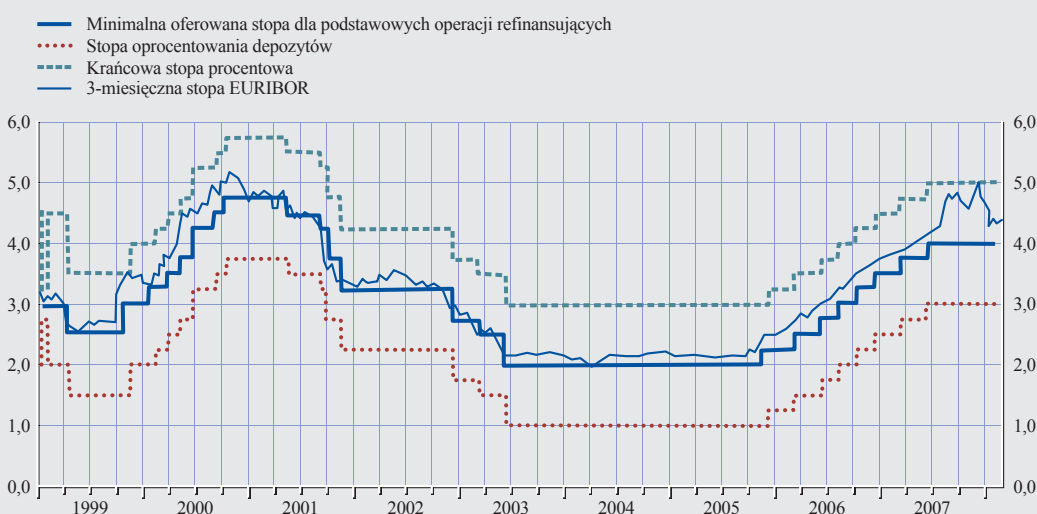
ryzyka inflacyjnego dla stabilności cen w średnim okresie, z uwagi na wysoki poziom niepewności, przed wyciągnięciem dalszych wniosków w sprawie polityki pieniężnej, konieczne było zebranie dodatkowych informacji. Rada Prezesów zdecydowała więc o pozostawieniu podstawowych stóp procentowych EBC bez zmian w drugim półroczu (zob. wykres 1).

Średnioroczna inflacja HICP wyniosła 2,1% w 2007 r., w porównaniu z 2,2% w 2006 r. Do znacznych wahań inflacji zasadniczej na przestrzeni roku przyczyniły się głównie zmiany cen energii. Do trzeciego kwartału 2007 r. średnioroczna inflacja HICP kształtowała się zgodnie z przyjętą przez EBC definicją stabilności cen (tj. poniżej lecz blisko 2% w średnim okresie), częściowo dzięki korzystnym efektom bazy wywołanym przez

¹ Wszystkie dane dotyczące realnego wzrostu PKB i inflacji HICP stanowią odzwierciedlenie skorygowanych danych dostępnych do daty zamknięcia Raportu (29 stycznia 2008 r.). Wykorzystanie uaktualnionych skorygowanych danych zamiast danych z dnia, kiedy podejmowano decyzje w zakresie polityki pieniężnej, nie zmienia toku rozumowania stanowiącego podstawę rozważań i decyzji w obszarze polityki pieniężnej przedstawionych w tym rozdziale.

Wykres 1 Stopy procentowe EBC a stopy rynku pieniężnego

(oprocentowanie roczne, dane dzienne)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dla operacji rozliczonych przed 28 czerwca 2008 r., stopa podstawowych operacji refinansujących oznacza oprocentowanie stosowane w przetargach o stałej stopie procentowej. W przypadku operacji rozliczonych po tym terminie stopa ta oznacza minimalną oferowaną stopę stosowaną w przetargach o zmiennej stopie procentowej.

zmiany cen energii w poprzednim roku. Z kolei pod koniec roku inflacja roczna gwałtownie wzrosła i znacznie przekroczyła próg 2%. Wzrost ten wynikał głównie z podwyżek międzynarodowych cen ropy i żywności w drugim półroczu 2007 r. spotęgowanych negatywnymi efektami bazy – pochodnymi spadku cen energii w ostatnim kwartale 2006 r. Jednocześnie, zmiany poziomu wynagrodzeń na przestrzeni całego roku utrzymywały się na dość umiarkowanym poziomie, pomimo dynamicznego wzrostu gospodarczego, pojawienia się ograniczeń mocy produkcyjnych i podaży pracy. O ile długoterminowe oczekiwania inflacyjne obliczone na podstawie badań sondażowych zakotwiczyły się na poziomie zgodnym ze stabilnością cen, progowe stopy inflacji obliczone na podstawie rentowności obligacji i obejmujące premię za ryzyko, nieco wzrosły. Utrzymywały się wyraźne zagrożenia inflacyjne stabilności cenowej w średnim okresie. Zagrożenia te obejmowały: możliwość dodatkowych podwyżek cen ropy i produktów rolnych, nieprzewidziane wzrosty cen kontrolowanych i podatków pośrednich oraz ewentualne zwiększenie zdolności producentów do kształtowania cen (ang. *pricing power*), szczególnie w sektorach chronionych przed konkurencją. Na poziomie bardziej fundamentalnym poważnym zagrożeniem dla stabilności cen byłby wyższy niż przewidywany wzrost płac, a w szczególności wystąpienie efektów drugiej rundy – wynikłych z wyższych cen surowców i podwyższonych wskaźników inflacji – przy ustalaniu wynagrodzeń i cen.

Na przestrzeni 2007 r. w strefie euro trwał wzrost gospodarczy. O ile eksport z tej strefy wciąż korzystał na silnym, lecz spowalniającym wroście na świecie, w kierunku jego dalszego rozwoju w pierwszym rzędzie oddziaływał popyt wewnętrzny. W ciągu całego roku trwały ożywienie inwestycyjne, czemu sprzyjały dobre warunki finansowania (szczególnie w pierwszym półroczu), znaczne zyski przedsiębiorstw oraz dalszy wzrost wydajności operacyjnej zawdzięczany rozłożonej w czasie restrukturyzacji dokonywanej w sektorze przedsiębiorstw. Swoją rolę w wroście

gospodarczym w strefie euro w dalszym ciągu miała też konsumpcja, wzmocniona dynamiką realnych dochodów do dyspozycji wraz z polepszeniem sytuacji na rynku pracy. W kontekście zaburzeń finansowych, jakie rozpoczęły się na początku sierpnia 2007 r., zmniejszyła się pewność perspektyw wzrostu gospodarczego, a nasiliły się zagrożenia spowolnienia wzrostu. Tym niemniej, gospodarka strefy euro wciąż opierała się na mocnych fundamentach, zachowano wysoką rentowność sektora przedsiębiorstw i zadawalające bilanse gospodarstw domowych oraz ożywiony wzrost zatrudnienia połączony ze spadkiem bezrobocia z 8,2% w 2006 r. do 7,4% w 2007 r., co stanowiło najniższy poziom od 25 lat. Pomimo zagrożeń, jakie niosła ze sobą zmienność cen energii i zawirowania finansowe, w 2007 r. realny wzrost PKB w strefie euro wyniósł 2,6% w skali rocznej. Podczas gdy zagrożenia krótkoterminowe dla perspektyw wzrostu gospodarczego przez większą część roku pozostawały w równowadze, to zagrożenia długoterminowe dalej słabły. Wiązały się one ze zjawiskami zewnętrznymi, w szczególności z możliwością wzrostu cen ropy i cen innych surowców, stanami nierównowagi gospodarczej na świecie oraz potencjalnymi naciskami protekcjonistycznymi. Wraz z rozpoczęciem się zaburzeń finansowych nasiliły się zagrożenia osłabienia wzrostu z uwagi na wpływ korekty wyceny ryzyka na warunki finansowania, nastroje gospodarcze oraz na środowisko globalne.

Zestawienie wyników analizy ekonomicznej oraz monetarnej potwierdza opinię, że w średnim i długim okresie przeważały czynniki mogące doprowadzić do wzrostu inflacji. W 2007 r. pieniądź i akcja kredytowa nadal wykazywały dynamiczny wzrost. Chociaż wiele czynników tymczasowych, takich jak zmniejszenie stopnia nachylenia krzywej rentowności, a w późniejszym okresie niepokoję finansowe i operacje specjalne związane z restrukturyzacją niektórych grup bankowych oddziaływały na rozwój sytuacji w zakresie szerokiego agregatu M3, to ocena oparta na wielu danych potwierdziła tendencję zwyżkową

podstawowego wskaźnika ekspansji monetarnej i kredytowej, co w szczególności uwidacznia utrzymujący się przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego. Rada Prezesów zwróciła więc szczególną uwagę na rozwój sytuacji monetarnej, kierując się dążeniem do lepszego zrozumienia krótkoterminowych reakcji instytucji finansowych, gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na zaburzenia na rynku finansowym w drugim półroczu 2007 r.

W odpowiedzi na rosnące zagrożenia dla stabilności cen, jakie rozpoznano zarówno w analizach ekonomicznych, jak i monetarnych EBC, Rada Prezesów podjęła decyzję o podwyżce w marcu i w czerwcu 2007 r. podstawowych stóp procentowych EBC, każdorazowo o 25 punktów bazowych. Od wybuchu zaburzeń finansowych na początku sierpnia 2007 r., perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro charakteryzuje wyższy niż zazwyczaj stopień niepewności z uwagi na większą zmienność i przeszacowanie ryzyka na rynkach finansowych. W tych uwarunkowaniach, i niezależnie od oceny, że istnieją wyraźne zagrożenia ryzykiem wzrostu cen w perspektywie średniookresowej, Rada Prezesów uznała, że przed sformułowaniem dalszych wniosków w sprawie polityki pieniężnej należy zebrać dodatkowe informacje i szczegółowo przeanalizować nowe dane. Z należyтым uwzględnieniem podwyższonego stopnia niepewności, pozostawiła więc w drugim półroczu podstawowe stopy procentowe na dotychczasowym poziomie.

W ogłaszanych komunikatach przeznaczonych dla uczestników rynku i opinii publicznej Rada podkreśliła, że będzie uważnie monitorować wszelkie wydarzenia, a w szczególności te na rynkach finansowych. Ponadto zasygnalizowała swoją gotowość do przeciwdziałania zagrożeniom wzrostowym dla stabilności cen poprzez stanowcze i niezwłoczne działania, aby zapobiec zmaterializowaniu się efektów drugiej rundy przy ustalaniu cen i wynagrodzeń w perspektywie średniookresowej, dzięki czemu średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne utrzymałyby się na poziomach

zgodnych ze stabilnością cen. W ramach mandatu Rady Prezesów, takie zakotwiczenie determinuje sprawne funkcjonowanie rynków, trwały wzrost gospodarczy i tworzenie nowych miejsc pracy.

DALSZE KOREKTY KIERUNKU POLITYKI PIENIĘŻNEJ W PIERWSZYM PÓŁROCZU 2007 R.

Na początku roku nadchodzące informacje w jeszcze większym stopniu uzasadniały logikę podwyżek stóp procentowych wprowadzonych w 2006 r. Szczególnie wyraźnie potwierdziły pogląd o istnieniu zagrożeń dla stabilności cen, podczas gdy trwało ożywienie gospodarcze w strefie euro.

Osiągając wartość 0,8% w ujęciu kwartału do kwartału w czwartym kwartale 2006 r. realny wzrost PKB w strefie euro przekroczył wcześniejsze oczekiwania. Do wzrostu w głównej mierze przyczyniły się czynniki popytu wewnętrznego i eksportu, co wskazuje, że ekspansja gospodarcza ma w coraz większym stopniu charakter samoczynny. Co więcej, dostępne wskaźniki zaufania w dalszym ciągu potwierdzały punkt widzenia Rady Prezesów, że dynamiczne ożywienie gospodarcze dalej rosło także w początkach 2007 r. Ponadto, utrzymały się pozytywne średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego, zaś warunki pozwalały na utrzymanie stabilnego tempa wzrostu gospodarki strefy euro przy mocnym wzroście światowym i dynamicznej zwyżce inwestycji w strefie euro w kontekście coraz lepszej sytuacji na rynku pracy. W projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC z marca 2007 r., zakresy projektowanego wzrostu gospodarczego skorygowano w górę w porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z grudnia 2006 r., do czego w głównej mierze przyczynił się dalszy silny wzrost realnego PKB w drugim półroczu 2006 r. i niższe ceny energii, odbierane jako czynniki pozytywne dla realnego dochodu do dyspozycji – w razie gdyby miały się dalej utrzymać. Projekcje średniego rocznego wzrostu realnego PKB oscylowały pomiędzy 2,1% a 2,9% oraz 1,9% a 2,9%, odpowiednio, w 2007 r. i 2008 r.

W odniesieniu do zmian cen, na początku roku roczne stopy procentowe inflacji HICP utrzymały poziom 1,9%, zgodnie z definicją stabilności cen przyjętą przez EBC. Głównym czynnikiem spadku inflacji zasadniczej w lecie 2006 r. były niższe ceny energii. Oceniając perspektywy kształtowania się cen, Rada Prezesów podkreśliła znaczenie przyjęcia średniego horyzontu czasowego i poszerzenia zakresu analizy także o inne czynniki, oprócz ewentualnej zmienności stóp inflacji w 2007 r. W projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC z marca 2007 r. górna granica prognozowanego zakresu inflacji w 2007 r. znalazła się nieco poniżej projekcji ekspertów Eurosystemu z grudnia 2006 r., co było w głównej mierze odzwierciedleniem znacznego obniżenia się cen ropy. Z kolei prognozowany zakres inflacji w 2008 r. nieco przewyższał projekcję z grudnia, głównie wskutek oczekiwań silniejszej dynamiki wzrostu w strefie euro i jego prawdopodobnego silniejszego oddziaływania na wykorzystanie czynników produkcji i koszty. Projekcja średniej rocznej inflacji HICP oscylowała pomiędzy 1,5% a 2,1% oraz 1,4% a 2,6%, odpowiednio w 2007 r. i 2008 r. Perspektywę średniokresową – istotną z punktu widzenia polityki pieniężnej – kształtowały zagrożenia wzrostowe.

Wyniki analizy monetarnej potwierdziły istnienie zidentyfikowanych już w analizie ekonomicznej zagrożeń wzrostowych dla stabilności cen. Dalsza dynamiczna ekspansja pieniądza i kredytu w nadpłynnym środowisku wskazywały na zagrożenia inflacyjne w perspektywie średnio- do długookresowej. Na początku 2007 r., roczny wzrost szerokiego agregatu M3 osiągnął poziomy nienotowane od wprowadzenia euro. Co więcej, roczny wzrost kategorii kredytów i pożyczek dla sektora prywatnego utrzymał dynamikę w związku z trwającym wzrostem akcji kredytowej przedsiębiorstw obserwowanym od półrocza 2004 r. W tym samym czasie, w kontekście wzrostu oprocentowania kredytów hipotecznych w strefie euro i spowolnienia rynków nieruchomości w niektórych regionach, wzrost akcji kredytowej dla sektora

gospodarstw domowych wykazywał objawy spowolnienia, pomimo że utrzymywała się jego wysoka dynamika. Jak widać, dane monetarne potwierdziły, że dalszy trend wzrostowy podstawowej stopy ekspansji kredytowej i monetarnej obserwowany od półrocza 2004 r. utrzymuje się. Rada Prezesów uznała zatem, że w dalszym ciągu istnieje konieczność bardzo uważnego monitorowania zmian cen, szczególnie w warunkach dynamicznej ekspansji gospodarczej i utrzymywania się silnej dynamiki rynku nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro.

Reasumując, ze względu na utrzymywanie się zagrożeń wzrostowych dla stabilności cen, jakie zidentyfikowano zarówno w analizach ekonomicznych, jak i monetarnych, Rada Prezesów podjęła decyzję o podwyższeniu podstawowych stóp procentowych EBC o 25 punktów bazowych 8 marca 2007 r. Ponadto uznała, że nawet po podjęciu decyzji o dalszej podwyżce podstawowych stóp procentowych EBC i z uwagi na sprzyjającą sytuację gospodarczą, polityka pieniężna EBC zachowa charakter akomodacyjny.

Przechodząc do omawiania działalności gospodarczej, z dostępnych danych jednoznacznie wynika, że gospodarka strefy euro zachowała znacznie silniejsze tempo rozwoju niż rok wcześniej; wzrost w ujęciu kwartał do kwartału realnego PKB o 0,8% w pierwszym kwartale 2007 r. znacznie przewyższył oczekiwania. Ponadto, utrzymały się pozytywne średnioterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego, co znalazło swoje odzwierciedlenie w projekcjach ekspertów Eurosystemu z czerwca 2007 r., które przewidywały średnioroczny wzrost realnego PKB poniżej górnej granicy zakresu prognozowanego przez ekspertów EBC w marcu. Jednocześnie zakresy jego wzrostu projektowane na 2008 r. uległy nieznacznej korekcie w dół w następstwie podwyżek cen ropy i chociaż uznano, że zmniejsza się bilans zagrożeń dla tej perspektywy w średnim i długim okresie.

Ponadto, średnioroczna inflacja HICP kształtowała się na poziomie 1,9% w maju, nieco powyżej wcześniejszych oczekiwań z 2007 r., a wpłynął na to większy wzrost cen ropy. Biorąc pod uwagę wzrost cen ropy implikowany przez kontrakty terminowe, i rozpatrywany w zestawieniu z przeszłymi ruchami cen energii, oczekiwano nieznacznego tylko spadku rocznej stopy inflacji w następnych miesiącach, a następnie jej znacznego wzrostu pod koniec roku. W opinii Rady Prezesów w średnim horyzoncie czasowym utrzymały się niebezpieczeństwa wzrostu cen. Zagrożenia te wynikały w szczególności z silniejszej niż oczekiwano dynamiki wynagrodzeń w warunkach wzrastającego wykorzystania mocy produkcyjnych i stopniowej poprawy sytuacji na rynkach pracy.

Analiza monetarna w dalszym ciągu potwierdzała istnienie zagrożeń wzrostowych dla stabilności cen w średnim i długim okresie, przy czym podstawowa stopa ekspansji monetarnej utrzymała dynamikę w kontekście już i tak istniejących nadwyżek płynności. Znalazło to odzwierciedlenie w dalszym dynamicznym wzroście zarówno szerokiego agregatu pieniężnego M3, jak i akcji kredytowej. Jednocześnie, po przeanalizowaniu czynników wpływających na kształtowanie się sytuacji pieniężnej i kredytowej w krótkim okresie, pojawiały się oznaki, że większa dynamika wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych stopniowo wpływała na tempo wzrostu podaży pieniądza, chociaż wciąż nie oddziaływała w kierunku zmniejszenia podstawowej stopy ekspansji monetarnej i kredytowej.

Podsumowując więc, zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej przesądziło o stanowisku Rady Prezesów, która stwierdziła, że zagrożenia wzrostowe dla stabilności cen utrzymują się w średnim okresie. W takiej sytuacji Rada Prezesów podjęła decyzję o podniesieniu podstawowych stóp procentowych EBC o następne 25 punktów bazowych w dniu 6 czerwca. Przy tej sposobności Rada Prezesów oświadczyła,

że nawet po podjęciu tej decyzji polityka pieniężna EBC zachowuje nastawienie łagodne, będzie więc działała ostrożnie w sposób pewny i terminowy oraz będzie się kierować dążeniem do zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. Wyraźnie też oświadczyła, że będzie uważnie monitorować wszelkie zmiany, aby nie dopuścić do urzeczywistnienia się zagrożeń wzrostowych w średnim horyzoncie czasowym.

PODSTAWOWE STOPY PROCENTOWE EBC W DRUGIM PÓŁROCZU 2007 R. BEZ ZMIAN

W trzecim kwartale wciąż pozytywne statystyki dotyczące sytuacji gospodarczej potwierdzały obraz dalszego trwałego wzrostu gospodarczego strefy euro zgodnie z podstawowym scenariuszem Rady Prezesów. O ile realny wzrost PKB kwartał do kwartału obniżył się do 0,3% w drugim kwartale, w porównaniu z poziomem 0,8% w pierwszym kwartale, o tyle wzrost gospodarczy w pierwszym półroczu w ujęciu całościowym był zgodny ze wzrostem potencjalnym. Po wybuchu kryzysu na rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w USA i zaburzeniach finansowych w sierpniu 2007 r., perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro stały się w znacznym stopniu niepewne, a w efekcie zaistniała konieczność uważnego monitorowania wszelkich zmian, w szczególności tych zachodzących na rynkach finansowych.

Projekcje makroekonomiczne ekspertów EBC z września 2007 r. przewidywały wzrost realnego PKB w 2007 r. w zakresie od 2,2% do 2,8%, co oznaczało niewielką korektę w dół w porównaniu z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2007 r., a wynikało częściowo z założeń nieco większych podwyżek cen ropy i zaostrzonych warunków finansowania. Usztywnienie tych warunków było odzwierciedleniem podwyższonej – ze względu na wstrząsy finansowe – premii za ryzyko. Prognozy wzrostu gospodarczego na 2008 r. dalej oscylowały w zakresie między 1,8% a 2,8%, bez zmian w porównaniu

z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2007 r. Uznano, że zagrożenia dla tych prognoz zmniejszają się, w związku z potencjalnie większym wpływem, jaki zwiększona płynność i trwająca przecena ryzyka na rynkach finansowych wywierają na warunki finansowania i nastroje gospodarcze.

W przypadku cen roczna inflacja HICP kształtowała się na poziomie 1,7% w sierpniu ale przez pozostałą część roku stopy inflacji, prognozowano na ponad 2%, co było w głównej mierze zdeterminowane przez rozwój efektów bazy w cenach energii. W prognozach ekspertów EBC z września 2007 r., roczna inflacja HICP oscylowała w zakresie od 1,9% do 2,1% oraz 1,5%-2,5%, odpowiednio w 2007 r. i 2008 r., ponieważ słabnący wpływ podwyżek podatków pośrednich i cen energii miał być według oczekiwań zrównoważony efektami wynikającymi z wyższych jednostkowych kosztów pracy. W opinii Rady Prezesów, perspektywy rozwoju sytuacji cenowej obciążone są w dalszym ciągu ryzykiem wzrostu cen.

Analiza monetarna w dalszym ciągu potwierdzała tę ocenę, przy czym trwająca dynamika podstawowej stopy ekspansji monetarnej i kredytowej wskazywały na utrzymywanie się wzrostowych zagrożeń dla stabilności cen w średnim i długim okresie. W kontekście trwających zaburzeń finansowych Rada Prezesów przypominała, że zmienność rynków finansowych może przejściowo oddziaływać na dynamikę monetarną, gdyż – jak wykazały poprzednie sytuacje – zmiany nastawienia sektora prywatnego wobec ryzyka mogą się wiązać ze znacznymi zmianami w strukturze portfela w kierunku bezpiecznych i płynnych aktywów pieniężnych. Dlatego też Rada Prezesów uznała, że należy przeprowadzić dogłębną i wszechstronną analizę statystyk pieniężnych i kredytowych, aby lepiej zrozumieć, jakie reperkusje niosły wydarzenia finansowe dla rozwoju sytuacji monetarnej oraz uchwycić płynące ze wzrostu monetarnego

sygnały odnoszące się do długoterminowych tendencji inflacyjnych.

Pomimo, że utrzymywały się zagrożenia wzrostowe dla stabilności cen, jakie rozpoznano zarówno w analizach ekonomicznych, jak i monetarnych, Rada Prezesów reprezentowała pogląd, że z uwagi na wysoki poziom niepewności spowodowany zaburzeniami finansowymi do wyprowadzenia dalszych wniosków odnośnie polityki pieniężnej potrzebne są dodatkowe informacje. W efekcie Rada Prezesów podjęła decyzję o pozostawieniu podstawowych stóp procentowych EBC na niezmiennym poziomie w trzecim kwartale, jednocześnie zapewniając, że będzie uważnie monitorować wszelkie zmiany, a w szczególności sytuację na rynkach finansowych, tak aby zapewnić, że zagrożenia dla stabilności cen nie zmaterializują się i że długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostaną w pełni utrzymane zgodnie z definicją stabilności cen.

W czwartym kwartale, napływające dane potwierdzały trwały charakter wzrostu gospodarczego w strefie euro. W trzecim kwartale 2007 r. realny wzrost PKB wyniósł 0,8%, w ujęciu kwartał do kwartału, do czego głównie przyczynił się popyt krajowy. Ponadto, dostępne wskaźniki zaufania, jakkolwiek nieco obniżyły się w kontekście wysokiej zmienności i trwającego od początku sierpnia 2007 r. przeszacowania ryzyka na rynkach finansowych, pozostały w zasadzie na poziomach, jakie wskazywały na kontynuację wzrostu gospodarczego w czwartym kwartale, choć w tempie może nieco wolniejszym niż w trzecim kwartale. Ogólnie, w ocenie Rady Prezesów gospodarka strefy euro wciąż opierała się na mocnych fundamentach, utrzymywała się wysoka rentowność oraz ożywiony wzrost zatrudnienia. Projekcje ekspertów Eurosystemu z grudnia 2007 r. przewidywały, że realny wzrost PKB będzie oscylować w przedziale 2,4% – 2,8%, 1,5% – 2,5% i 1,6% – 2,6%, odpowiednio w latach 2007, 2008 i 2009. Jakkolwiek zakresy projekcji na 2008 r. uległy nieznacznej korekcie

w dół, to nowe zakresy na 2007 r. pozostały w górnej strefie poprzedniej prognozy.

W tych warunkach podstawowy scenariusz Rady Prezesów, w którym realny wzrost PKB jest bliskim potencjalnemu, został utrzymany na 2008 r. i 2009 r. Oczekiwano, że do wzrostu krajowej gospodarki przyczynią się zarówno konsumpcja, jak i inwestycje. Jednocześnie spodziewano się, że popyt zewnętrzny będzie dalej stymulował eksport strefy euro, o ile nic nie zakłóci rozwoju gospodarki światowej, a dynamika wschodzących gospodarek zostanie zachowana i częściowo zrównoważy spowolnienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych. W ten sposób perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro pozostały niezakłócone, chociaż dalej były obciążone ryzykiem spowolnienia. Zagrożenia wiązały się głównie z potencjalnym wpływem trwających zawirowań finansowych na warunki finansowania oraz nastroje gospodarcze, a także mogły oddziaływać niekorzystnie na wzrost w strefie euro i wzrost na świecie.

W przypadku cen roczna inflacja HICP przekroczyła 3% na przełomie roku, czego głównym powodem były znaczne podwyżki międzynarodowych cen ropy i żywności w połączeniu z negatywnymi efektami bazy wywołanymi przez ceny energii. Rada Prezesów uznała, że w pierwszych miesiącach 2008 r. roczna stopa inflacja utrzyma się na poziomie znacznie powyżej 2%, aby ponownie ulec ograniczeniu w dalszej części 2008 r., tak więc przejściowy okres wysokiej inflacji potrwa nieco dłużej niż wcześniej oczekiwano.

W grudniu 2007 r. eksperci Eurosystemu prognozowali wzrost inflacji do 2,0% – 3,0% w 2008 r., a następnie jej ograniczenie do 1,2% – 2,4% w 2009 r. W stosunku do projekcji ekspertów EBC z września 2007 r. zakres na 2008 r. został skorygowany w górę, w głównej mierze odzwierciedlając zakładane tendencje kształtowania się cen ropy i żywności. W sytuacji monetarnej niewiele wskazywało na to, żeby zawirowania finansowe obserwowane od sierpnia 2007 r.

miały mocne przełożenie na dynamikę wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego i kredytu. W istocie w drugim półroczu 2007 r. utrzymał się dynamiczny wzrost akcji kredytowej banków wobec krajowego sektora prywatnego, co wskazywało na to, że podaż kredytów nie została ograniczona. Wszelstronna ocena danych pieniężnych potwierdza pogląd, że dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej pozostaje wysoka.

Przy utrzymujących się zagrożeniach wzrostowych dla stabilności cen, szczególnie w kontekście istniejących ograniczeń mocy produkcyjnych i pozytywnych tendencjach na rynku pracy, należało zapobiec wystąpieniu efektów drugiej rundy w odniesieniu do wynagrodzeń i cen w związku z przejściowym wzrostem stóp inflacji, i dążyć do zapewnienia stabilności cen w średnim horyzoncie czasowym. W efekcie Rada Prezesów ponownie podkreśliła, że monitoruje przebieg negocjacji płacowych w strefie euro ze szczególną uwagą. Ponadto, należało uniknąć jakiegokolwiek systemu indeksacji wynagrodzeń nominalnych do wskaźnika cen konsumpcyjnych. Pozostałe zagrożenia wzrostowe wiązały się z dalszym wzrostem cen ropy i cen produktów rolnych, w szczególności jeśli nadal wykazywały one trend wzrostowy obserwowany w ostatnich miesiącach 2007 r., jak również z nieoczekiwanymi podwyżkami cen nadal wykazywały one i podatków pośrednich.

W tej sytuacji Rada Prezesów podjęła decyzję o pozostawieniu podstawowych stóp procentowych EBC na niezmiennym poziomie w czwartym kwartale 2007 r. Jednocześnie jednoznacznie zakomunikowała gotowość EBC, w ramach prowadzonej polityki pieniężnej, do podjęcia zdecydowanych i terminowych działań w celu przeciwdziałania zagrożeniom, co wynika z traktatowych zobowiązań i mandatu EBC. Oświadczenie o gotowości do podjęcia działań przyjęto jako dążenie do zapewnienia, że nie wystąpią ani efekty drugiej rundy wynikłe z wysokich stóp inflacji, ani inne zagrożenia dla stabilności cen, i że średnio- oraz długoterminowe oczekiwania inflacyjne zostaną utrzymane zgodnie z definicją stabilności cen.

2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA

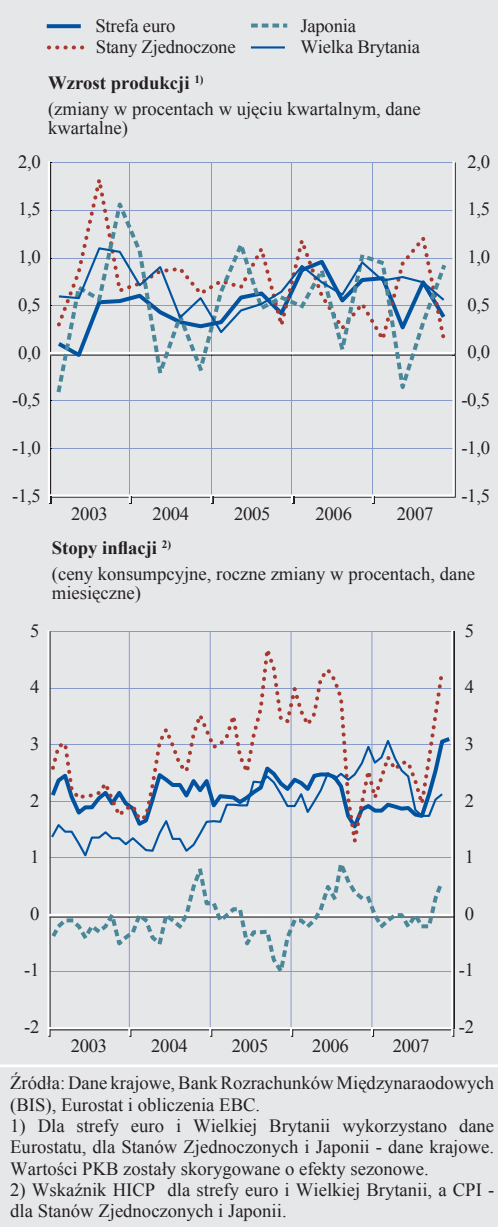
2.1 GLOBALNE ŚRODOWISKO MAKROEKONOMICZNE

GLOBALNY WZROST UTRZYMUJE SIĘ, LECZ SPOWALNIA

2007 r. przyniósł pewne ograniczenie globalnego wzrostu gospodarczego (poza strefą euro) po bardzo dobrej sytuacji odnotowywanej przez 3 ostatnie lata. Częściowo wiązało się to z globalnymi napięciami finansowymi, jakie ujawniły się w połowie 2007 r. i położyły się cieniem na sytuacji gospodarczej na świecie, jak również do pewnego stopnia z dojrzywaniem globalnego cyklu produkcyjnego. O ile osłabienie rynku nieruchomości w USA tylko w ograniczonym zakresie bezpośrednio przełożyło się na inne składniki popytu krajowego w USA, który dynamicznie się rozwijał w drugim i trzecim kwartale 2007 r., o tyle wzrost gospodarczy USA w czwartym kwartale uległ znacznemu spowolnieniu. Globalne reperkusje słabszych perspektyw gospodarczych w Stanach Zjednoczonych w 2007 r. pozostały jednak ograniczone. Na głównych wschodzących rynkach zaburzenia doprowadziły do przejściowego wzrostu zmienności rynków finansowych, ale – jak się wydaje – większość wschodzących rynków wykazała większą niż poprzednio odporność na wstrząsy. Na przestrzeni całego roku wzrost gospodarczy wschodzących rynków postępował w szybkim tempie – zwłaszcza we wschodzących gospodarkach azjatyckich. Jednocześnie rosła niepewność dotycząca globalnych perspektyw gospodarczych w związku z szeroko zakrojoną przeceną ryzyka, zacieśnieniem warunków finansowania, wzrostem cen surowców i pogorszeniem się wskaźników zaufania.

Po okresie stosunkowo ograniczonych globalnych presji inflacyjnych do września 2007 r., większość gospodarek odnotowała gwałtowny wzrost inflacji zasadniczej pod koniec 2007 r. (zob. wykres 2). W krajach OECD inflacja zasadnicza mierzona wskaźnikiem cen konsumpcyjnych wzrosła do 3,3% w grudniu 2007 r., głównie z uwagi na wyższe ceny surowców i niekorzystne efekty bazy. W kontekście napiętej sytuacji

Wykres 2 Główne zmiany zachodzące w gospodarkach uprzemysłowionych



rynkowej, ceny ropy w 2007 r. nadal szybko rosły. Dodatkowo, oprócz ropy, w pierwszym półroczu 2007 r. w dalszym ciągu szybko drożały również inne surowce, a ich ceny przy dość dużej zmienności utrzymywały się następnie na podwyższonym poziomie. Tendencje te stanowiły odzwierciedlenie szybkiego wzrostu cen produktów rolnych,

szczególnie żywności, który tylko częściowo został zrekompensowany spadkiem cen metali. Na ceny produktów rolnych w dalszych ciągu oddziaływał ożywiony popyt ze strony wschodzących gospodarek, rozwój produkcji biopaliw i słaby urodzaj w niektórych krajach. Z uwagi na wyższe wagi żywności w indeksie cen, presje inflacyjne zaznaczyły się wyraźniej na wschodzących rynkach niż w krajach uprzemysłowionych. Tym niemniej, inflacja mierzona wskaźnikiem cen konsumpcyjnych z wyłączeniem cen żywności i energii pozostała pod kontrolą, kształtując się w krajach OECD na poziomie 2,1% w grudniu.

W Stanach Zjednoczonych roczna stopa wzrostu realnego PKB przez cały 2007 r. wynosiła 2,2%, tj. 0,7 punktu procentowego poniżej tempa z 2006 r. Główną przeszkodę we wzroście PKB stanowiła korekta rynku nieruchomości mieszkaniowych zapoczątkowana już w 2006 r.; poprzez zmniejszenie inwestycji mieszkaniowych obniżyła wzrost PKB o prawie o cały punkt procentowy. Ponadto, zaburzenia rynku finansowego wywołane przez sytuację w segmencie kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku nasilały się od lata 2007 r. i przyczyniły się do stłumienia wzrostu pod koniec roku. W ciągu 2007 r. tempo wzrostu gospodarczego ulegało wahaniom; wzrost PKB w pierwszym kwartale obniżył się poniżej swojej stopy potencjalnej, w drugim i trzecim kwartale ją przewyższył, aby w czwartym ponownie się obniżyć. Przy tej zmienności, utrzymał się zaskakująco silny wzrost konsumpcji prywatnej, pomimo wysokich cen energii oraz zawirowań na rynku nieruchomości mieszkaniowych i rynku finansowym, na co złożył się głównie dalszy wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń, które jednak uległy znacznemu pogorszeniu pod koniec roku. Co więcej, wzrost inwestycji w nieruchomości niemieszkaniowe przebiegał szybko, czemu sprzyjał wysoki poziom rentowności przedsiębiorstw oraz - w pierwszym półroczu - korzystne warunki finansowania. W 2007 r. udział dochodów netto z wymiany handlowej był dodatni, po raz pierwszy od 1995 r., co stanowiło odzwierciedlenie

ożywionego wzrostu globalnego oraz deprecjacji rzeczywistego efektywnego kursu dolara USA. Powyższymi czynnikami można też wyjaśnić zmniejszenie się deficytu obrotów bieżących z 6,2% PKB w 2006 r. do 5,5% w trzech pierwszych kwartałach 2007 r. O poprawie w znacznej mierze przesądziło zmniejszenie się deficytu obrotów towarowych.

W lecie nasiliły się zaburzenia na rynku finansowym zapoczątkowane wzrostem niespłaconej akcji kredytowej i narastaniem fali przejęć w obrębie kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w USA. Tym niemniej, przez większość 2007 r. wydarzenia te miały ograniczony wpływ na realną gospodarkę USA i wiązały się głównie z dostępnością kredytów i ich ceną, zwłaszcza w segmencie niegwarantowanych kredytów hipotecznych (ang. *non-conforming mortgages*). W pozostałych przypadkach zaburzenia uwidaczniały się głównie na rynkach pieniężnych i w sektorze finansowym, gdzie banki musiały dokonać znacznych odpisów aktualizujących.

W Stanach Zjednoczonych roczna stopa zmiany CPI w 2007 r. wyniosła 2,8%, wychodząc z poziomu 3,2% rok wcześniej. Pierwsze półrocze przyniosło wzrost inflacji mierzonej wskaźnikiem cen konsumpcyjnych, ze względu na znaczne podwyżki cen energii oraz przyspieszenie wzrostu składnika równowartości kosztów wynajmu nieruchomości przez jej właściciela, (ang. *owner-equivalent rent*) w inflacji CPI. Po okresie pewnego stłumienia w miesiącach letnich, w następnym okresie presje inflacyjne uległy nasileniu, przy czym zmiana inflacji CPI w ujęciu rok do roku osiągnęła rekordowy poziom 4,3% w listopadzie. Zjawiska te wiązały się głównie z silnymi efektami bazy i podwyżkami cen energii i żywności pod koniec roku. W ostatnich miesiącach roku roczna stopa inflacji z wyłączeniem cen energii i żywności także wykazywała oznaki ponownego przyspieszenia. Dla całego 2007 r. ukształtowała się ona na poziomie 2,3%, o 0,2 punktu procentowego niższym niż rok wcześniej.

W pierwszym półroczu 2007 r. Federalny Komitet Otwartego Rynku Systemu Rezerwy Federalnej (FOMC) utrzymał docelową stopę funduszy federalnych bez zmian na poziomie 5,25%. Kiedy pod koniec lata zaburzenia rynku finansowego zaczęły się nasilać. System Rezerwy Federalnej, banku centralnego USA, we wrześniu i październiku dokonał serii obniżek stóp procentowych ogółem o 75 punktów bazowych. Po dokonaniu w grudniu jeszcze jednej dodatkowej obniżki o 25 punktów bazowych docelowa stopa funduszy federalnych pod koniec roku wynosiła 4,25%, o pełen punkt bazowy poniżej poziomu ze stycznia. System Rezerwy Federalnej stosował także inne instrumenty polityki pieniężnej. W sierpniu, zmniejszył rozpiętość pomiędzy stopami funduszy federalnych a stopami dyskontowymi ze 100 do 50 punktów bazowych, a 12 grudnia ogłosił dodatkowe zmiany w zakresie swoich instrumentów polityki pieniężnej. Wprowadził doraźne aukcje krótkoterminowych papierów dłużnych (ang. *Term Auction Facility – TAF*), w celu przeprowadzania dla instytucji depozytowych przetargów na środki terminowe o dłuższych terminach zapadalności i z łagodniejszymi wymogami dotyczącymi zastawu, niż ma to miejsce w operacjach otwartego rynku. Jednocześnie zgodził się na tymczasowe prowadzenie operacji zasilających w płynność z EBC i Narodowym Bankiem Szwajcarii, w celu dostarczenia środków dolarowych do wykorzystania w obszarze działalności prowadzonej przez te instytucje.

Jeśli chodzi o politykę fiskalną w Stanach Zjednoczonych, deficyt budżetu federalnego zmniejszył się w roku fiskalnym 2007 w porównaniu z 2006, głównie dzięki wyższym dochodom z podatków od osób fizycznych i niższemu wydatkom. Według oszacowań (ang. *Congressional Budget Office*) Biura Budżetowego Kongresu USA, deficyt budżetu federalnego kształtował się na poziomie 1,2% PKB w roku fiskalnym 2007.

W Japonii wzrost gospodarczy trwał nadal w 2007 r., chociaż zmniejszył się popyt krajowy, w szczególności konsumpcja

prywatna. 2007 r. przyniósł spowolnienie w sferze realnej gospodarki, przy czym realny wzrost PKB kształtował się na poziomie 2,1% w porównaniu z 2,4% w 2006 r. i pozostawał blisko wartości potencjalnych już czwarty rok z rzędu. Jakkolwiek rozwój gospodarczy w dalszym ciągu opierał się na utrzymującej się sile eksportu, to popyt krajowy zmniejszył swój udział we wzroście PKB. Eksport skorzystał na zmianach efektywnego kursu wymiany japońskiego jena i ożywionym popycie zewnętrznym, szczególnie dużym w Azji. Wzrost prywatnej konsumpcji spadł z 2,0% w 2006 do 1,4%, chociaż sytuacja w zakresie zatrudnienia ogólnie pozostała korzystna. Ponadto, pomimo wzrostu dynamiki eksportu, spadło tempo prywatnych inwestycji. Tendencje zniżkowe stanowiły odzwierciedlenie osłabienia dynamiki inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe – spowodowane regresem w sektorze budownictwa wskutek zmiany Ustawy o Normach Budowlanych (ang. *Building Standards Law*) – oraz spowolnienia inwestycji w nieruchomości niemieszkaniowe – wskutek pewnego ograniczenia zaufania konsumentów, szczególnie w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. Pomimo osłabienia sytuacji gospodarczej, akcja kredytowa banków w 2007 r. przebiegała nadal dynamicznie, chociaż w wolniejszym tempie niż w 2006 r., w kontekście nasilonej niepewności globalnego środowiska finansowego.

W Japonii inflacja mierzona wskaźnikiem cen konsumpcyjnych nadal była stłumiona w 2007 r., odzwierciedlając w głównej mierze wyhamowanie wzrostu wynagrodzeń. Po osiągnięciu wartości dodatnich w 2006 r. w następstwie wyższych cen surowców, roczny wskaźnik inflacji mierzonej wskaźnikiem cen konsumpcyjnych na początku 2007 r. znów zaczął przyjmować wartości ujemne, aby w październiku ponownie zmienić znak, gdy na nowo zaczęły rosnąć ceny surowców importowanych. Przez cały rok roczna stopa zmiany cen konsumpcyjnych wynosiła 0,0%, w porównaniu z 0,3% odnotowaną w 2006 r., natomiast roczna stopa inflacji z wyłączeniem żywności nieprzetworzonej wynosiła 0,0%

w porównaniu z 0,1% w 2006 r. W 2007 r. Bank Japonii w dalszym ciągu prowadził swoją politykę bardzo stopniowego zacieśniania nastawienia pieniężnego, stosownie do stłumionych presji inflacyjnych. Po raz drugi od zaniechania „ilościowego łagodzenia” polityki pieniężnej w marcu 2006 r., w lutym 2007 r. Bank Japonii podjął decyzję o podwyższeniu swojej docelowej stopy procentowej dla niezabezpieczonych wkładów płatnych na żądanie z 0,25% do 0,5%.

Wschodzące gospodarki utrzymały swoje dynamiczne tempo rozwoju i w znacznym stopniu przyczyniły się do światowego wzrostu PKB w 2007 r., w miarę jak postępowało osłabienie wzrostu dojrzałych gospodarek (zob. wykres 3). Pewne presje inflacyjne dało się zauważyć w wielu krajach.

We wschodzących gospodarkach Azji utrzymał się dynamiczny wzrost gospodarczy. Pomimo mniej korzystnych warunków panujących w środowisku zewnętrznym w drugim półroczu, silny popyt krajowy pomagał utrzymać dynamikę wzrostu, szczególnie w największych gospodarkach regionu. W większości gospodarek presje inflacyjne pozostały stłumione, po części dzięki temu,

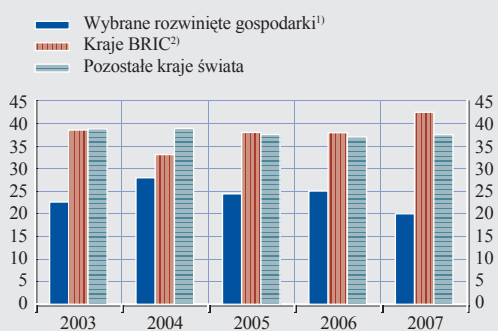
że wiele krajów zacieśniało swoją politykę pieniężną. Jedynym wyjątkiem były Chiny, w których w ciągu roku nastąpił wzrost inflacji. Dobre wskaźniki makroekonomiczne regionu znalazły swoje potwierdzenie w dalszych – pomimo dużej zmienności – wzrostach wartości na lokalnych rynkach akcji. Sytuacja na zagranicznych rynkach walutowych dawała bardziej niejednoznaczny obraz. Niektóre waluty wschodzących gospodarek azjatyckich – takich jak tajski baht lub indyjska rupia – na fali silnych napływów kapitału przechodziły aprecjację w ujęciu efektywnym, natomiast pozostałe waluty utrzymywały w zasadzie stabilny kurs wymiany lub ulegały deprecjacji w ujęciu efektywnym.

Warto podkreślić, że w zeszłym roku dynamiczny wzrost nadal charakteryzował gospodarkę chińską. Realny PKB wzrósł o 11,4% w 2007 r., w porównaniu z poziomem 11,1% w 2006 r., zarówno dzięki trwałemu popytowi krajowemu, jak i wysokiemu eksportowi netto. Nasiliły się presje inflacyjne, ze wzrostem inflacji CPI z 2,2% w styczniu do 6,5% w grudniu, na który głównie złożył się wzrost cen żywności. Na przestrzeni roku chińska waluta, renminbi, stopniowo umacniała się wobec dolara amerykańskiego, chociaż zmiany w ujęciu efektywnym były mniej wyraźne. W maju Ludowy Bank Chin ogłosił poszerzenie dziennego pasma wahań kursu walutowego (ang. *trading band*) dla renminbi wobec dolara z +/- 0,3% stopy referencyjnej do +/- 0,5%. Nadwyżka w obrocie handlowym dalej rosła, co zwiększyło skumulowaną nadwyżkę za 2007 r. do 262 mld dolarów – czyli ok. 8% PKB – było to niemal 50% więcej niż nadwyżka za cały 2006 r. W takiej sytuacji rezerwy dewizowe dalej się powiększały, dochodząc w sumie do 1,5 biliona dolarów, niemalże 50% PKB, na koniec 2007 r.

Wzrost gospodarczy utrzymał się też w Ameryce Łacińskiej, jednak przy pewnej heterogeniczności inflacji i wyników wzrostu w poszczególnych gospodarkach. Lepsza sytuacja makroekonomiczna, dalsze zmniejszenie zagrożeń finansowych, wysokie ceny surowców

Wykres 3 Udział w światowym PKB

(w procentach)



Źródło: Obliczenia ekspertów EBC.

Uwaga: Dane szacunkowe oparte na bazie danych WEO (World Economic Outlook) prowadzonej przez MFW oraz prognoza z października 2007 r. z uwzględnieniem kursów walutowych szacowanych według paritetu siły nabywczej
1) Termin "Wybrane rozwinięte gospodarki" odnosi się do Stanów Zjednoczonych, Japonii i strefy euro.
2) Akronim BRIC oznacza Brazylię, Rosję, Indie i Chiny.

i wysoki popyt krajowy pozostały korzystne dla perspektyw gospodarczych. Zewnętrzna sytuacja finansowa pogarszała się w następstwie niedawnego okresu zawirowań na globalnym rynku finansowym, chociaż w mniejszym stopniu niż w poprzednich epizodach podwyższonej zmienności rynku. W szczególności poszerzeniu uległa rozpiętość na operacjach zamiany ryzyka kredytowego w przypadku wiarygodności państwowych w Ameryce Łacińskiej, według standardów historycznych pozostała ona jednak na niskich poziomach. Jeśli chodzi o wiodące gospodarki regionu, tempo wzrostu gospodarczego było bardziej umiarkowane w Meksyku, co stanowiło odzwierciedlenie mniej korzystnego środowiska zewnętrznego, ale dynamiczne w Brazylii, natomiast inflacja nadal była stłumiona w obu tych krajach. W Argentynie wzrost realny dalej utrzymał swoje szybkie tempo, a inflacja pozostała na podwyższonym poziomie.

KSZTAŁTOWANIE SIĘ CEN SUROWCÓW W 2007 R.

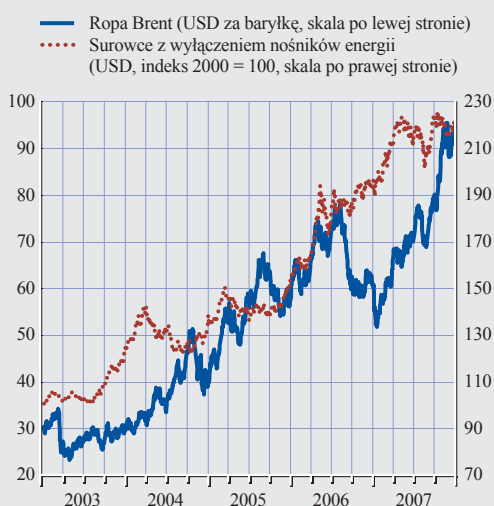
Ceny ropy pięły się w górę już czwarty rok z rzędu w 2007 r. Pod koniec listopada zdrożała ropa Brent – do ok. 95,6 dolarów za baryłkę. Ceny ropy ulegały później wahaniom i pod koniec roku ukształtowały się na poziomie 94,9 dolarów za

baryłkę, ok. 17 dolarów USA powyżej maksimum osiągniętych w sierpniu 2006 r.

Ceny wyrażone w euro były wyższe zaledwie o ok. 4 euro od poziomów z sierpnia 2006 r. i ok. 40% od poziomu z końca 2006 r. Ogólnie dla całego roku, średnia cena ropy Brent wynosiła 71 dolarów USA, tj. 9% ponad średnią z ubiegłego roku.

Trudna sytuacja na rynkach ropy trwała cały rok. Przechodząc do omawiania podaży – pod koniec 2006 r. Organizacja Państw Eksporterów Ropy Naftowej (OPEC) zmniejszyła pod koniec 2006 r. swoje kwoty produkcyjne i rzeczywiste wydobycie, natomiast wzrost podaży ze strony państw spoza tej grupy okazał się niższy od oczekiwań, nie zrównoważył zatem niższej produkcji OPEC. Oprócz tego, pewne zakłócenia wydobycia w związku z okresem sztormów doprowadziły do przejściowego zmniejszenia produkcji. Utrzymał się stosunkowo wysoki wzrost globalnego popytu. Pewne osłabienie popytu OECD pod koniec roku zostało zrekompensowane wysokim wzrostem popytu ze strony krajów nie wchodzących w jej skład. W większości krajów spoza OECD, szczególnie w Chinach, popyt utrzymał się na wysokim poziomie, co stanowiło odzwierciedlenie ich dobrych wyników gospodarczych. Oprócz tego, popyt na ropę utrzymywał się, gdyż w wielu krajach surowiec ten był dotowany. Ani w Stanach Zjednoczonych, ani w krajach OECD nie utworzono jego zapasów przed okresem grzewczym na północnej półkuli, w okresie kiedy zapasy zazwyczaj rosną. W powiązaniu z obawą przed niedoborami podażowymi w przypadku skrajnych warunków pogodowych oraz w wyniku napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie i w Afryce – w szczególności w Iranie, na granicy turecko-irackiej i w Nigerii – niski poziom zapasów spowodował zaniepokojenie brakiem rezerwy bezpieczeństwa na wypadek przyszłych zakłóceń podaży w czasie, kiedy sytuacja na rynkach już i tak była trudna, a wolne moce produkcyjne stosunkowo niewielkie. Koniec roku przyniósł wzrost zmienności cen w rezultacie zmiany opinii uczestników rynku na temat spowolnienia

Wykres 4 Ważniejsze zmiany wskaźników na rynkach surowców



Źródła: Bloomberg i HWWI.

gospodarki USA i globalnej oraz pewnego wzrostu działalności spekulacyjnej. Ceny jednak utrzymały się na wysokim poziomie, gdy Międzynarodowa Agencja Energii potwierdziła pozytywne perspektywy globalnego popytu na ropę w 2008 r. – w wyniku szybkiego wzrostu popytu ze strony krajów spoza OECD – a jednocześnie dała do zrozumienia, że w następnej dekadzie może się zmniejszyć tempo odkrywania nowych złóż ropy.

W 2007 r. znacznie zdrożała nie tylko ropa, ale też inne surowce. Według obliczeń Hamburgskiego Instytutu Gospodarki Międzynarodowej (HWWI) przez większą część 2007 r. ceny surowców nieenergetycznych utrzymywały wysoki wzrost, aby przy pewnej zmienności w połowie października osiągnąć swoje maksimum. O ile w pierwszym półroczu czynnikiem wzrostu były wysokie podwyżki cen surowców przemysłowych i skokowy wzrost cen produktów rolnych w związku z nieurodzajem i zwiększonym wykorzystywaniem surowców rolnych przy produkcji biopaliw, o tyle w drugim – trend wzrostowy w zakresie cen produktów rolnych i żywności wynikał z wysokiego popytu ze strony Chin, natomiast ceny surowców przemysłowych (szczególnie metali nieżelaznych) spadły, w ślad za spowolnieniem produkcji przemysłowej w krajach OECD. W ujęciu zagregowanym ceny surowców nieenergetycznych (denominowane w dolarach USA) wzrosły średnio o ok. 19% w 2007 r. w porównaniu z rokiem ubiegłym.

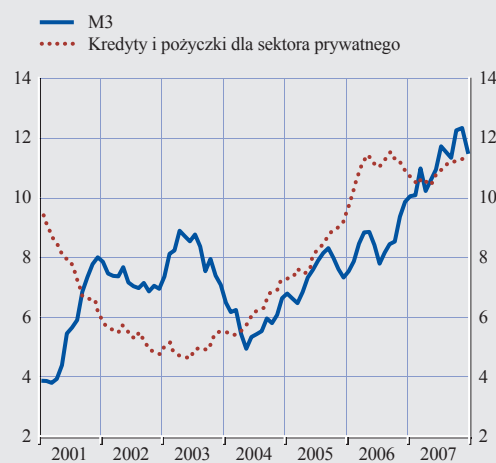
2.2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

UTRZYMAŁO SIĘ WYSOKIE TEMPO WZROSTU PODAŻY PIENIĄDZA

Rok 2007 ponownie przyniósł wysokie tempo wzrostu podaży pieniądza i kredytu, które rosło już od półrocza 2004 r. Dynamika ta znajduje odzwierciedlenie w utrzymujących się wysokich stopach wzrostu szerokiego agregatu M3 i akcji kredytowej dla sektora prywatnego (zob. wykres 5), które kształtowały się na poziomach odpowiednio 12,0% i 11,1% w czwartym kwartale 2007 r.

Wykres 5 M3 a kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego

(roczne zmiany w procentach, skorygowany o efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Wieloaspektowa analiza monetarna wskazuje, że wzrost M3 w 2007 r. daje nieco przeszacowany obraz podstawowego wskaźnika ekspansji monetarnej, z uwagi na stymulujące oddziaływanie stosunkowo płaskiej krzywej dochodowości, która podniosła atrakcyjność krótkoterminowych depozytów M1 w porównaniu z depozytami długoterminowymi i dłużnymi papierami wartościowymi. W efekcie, do wysokiego wzrostu M3 mógł w pewnym stopniu przyczynić się popyt spekulacyjny na aktywa pieniężne. Jednocześnie, podwyżki kluczowych stóp procentowych EBC, jakie rozpoczęły się w grudniu 2005 r., wciąż wywierały wyraźny wpływ na kształtowanie się sytuacji pieniężnej i kredytowej. Oddziaływanie podwyżek krótkoterminowych stóp procentowych na dynamikę podaży pieniądza uwidaczniało się, np. w ograniczeniu rocznych stóp wzrostu M1 i akcji kredytowej dla sektora gospodarstw domowych.

Jak dotąd pojawienie się zaburzeń finansowych w drugim półroczu 2007 r. miało – jak się wydaje – ograniczony wpływ na dynamikę szerokiego agregatu pieniężnego. Z drugiej jednak strony, zaburzenia finansowe oddziaływały na poszczególne składniki i czynniki kreacji M3,

szczególnie te bezpośrednio podatne na napięcia, jakie pojawiły się na rynku pieniężnym, takie jak emisja jednostek uczestnictwa/udziałów w funduszach rynku pieniężnego i dłużnych papierów wartościowych sektora MIF. Nie wystąpiło jednak, przynajmniej jak dotąd, bardziej ogólne przesunięcie w kierunku aktywów pieniężnych, które mogło zostać spowodowane przez bardziej rozległy wzrost niechęci do ryzyka w prywatnym sektorze niefinansowym w kontekście zaburzeń finansowych. Na potwierdzenie tej oceny, poniżej dokonano szczegółowej analizy składników i czynników kreacji szerokiego agregatu pieniężnego M3.

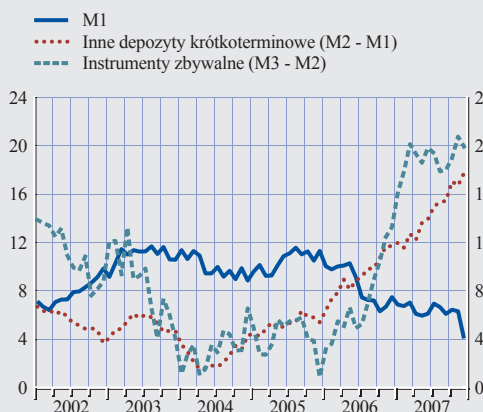
MAŁE NACHYLENIE KRZYWEJ DOCHODOWOŚCI ODDZIAŁYWAŁO NA SKŁADNIKI AGREGATU M3

W przypadku składników kreacji roczna stopa wzrostu M1 ulegała dalszemu ograniczeniu do 4,1% na zakończenie 2007 r., znacznie poniżej dwucyfrowych stóp wzrostu odnotowanych w okresie pomiędzy 2003 r. a końcem 2005 r., zanim rozpoczęły się podwyżki kluczowych stóp procentowych EBC. Ograniczenie dawało się zauważyć w obu składnikach M1, tj. depozytach typu *overnight* i kategorii pieniądza gotówkowego w obiegu. Na wzrost agregatu M1 w 2007 r. oddziaływały głównie dwie przeciwstawne tendencje. Z jednej strony, był to efekt ujemny wynikający ze wzrostu kosztów utraconych możliwości utrzymywania zasobów M1 w związku z podwyżkami stóp procentowych od grudnia 2005 r., a z drugiej – silniejszy popyt transakcyjny na pieniądz M1 z uwagi na wciąż ożywioną działalność gospodarczą oraz ewentualne, dążenia do utrzymania M1 w charakterze bufora bezpieczeństwa w kontekście niedawnych napięć na rynku finansowym.

Obserwowany od półrocza 2004 r. wzrost dynamiki rocznej stopy wzrostu krótkoterminowych depozytów innych niż depozyty typu *overnight* (M2-M1) trwał w 2007 r., z roczną stopą 17,8% w grudniu 2007 r. (zob. wykres 6). Udział kategorii krótkoterminowych depozytów innych niż depozyty typu *overnight* w rocznym wzroście M3 zwiększył się do 6,6 punktów procentowych w grudniu

Wykres 6 Główne składniki M3

(roczne zmiany w procentach, skorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

2007 r., przy czym ta kategoria w największym stopniu przyczyniła się do wysokiego całkowitego wzrostu podaży pieniądza oraz jej ostatnio odnotowanej dynamiki. Z drugiej jednak strony, za wysokim wzrostem stoją rozbieżne tendencje w poszczególnych składnikach M3, ponieważ trwający wysoki wzrost lokat krótkoterminowych (tj. depozytów z uzgodnionym terminem zapadalności do dwóch lat) z roczną stopą 41,4% w grudniu 2007 r., w porównaniu z 27,2% w grudniu 2006 r., zbiegł się w czasie z dalszym spadkiem zasobów lokat z terminem wykupu za wypowiedzeniem do trzech miesięcy, które obniżyły się o 3,6% w ciągu roku do grudnia, wychodząc z niskich poziomów wzrostu osiągniętych na zakończenie 2006 r.

Podczas gdy dochodowość lokat krótkoterminowych w zasadzie podążała za wzrostem krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, wzrosła rozpiętość w porównaniu z dochodowością krótkoterminowych lokat oszczędnościowych i depozytów *overnight*, których dochodowość tradycyjnie rosła wolniej i była bardziej ograniczona (zob. wykres 7). Przyczyniło się to do przesunięć z M1 i lokat oszczędnościowych w stronę lokat terminowych. Ponadto, ze względu na stosunkowo mały stopień nachylenia krzywej dochodowości, rosła atrakcyjność zysków

Wykres 7 Stopy procentowe sektora MIF dla depozytów krótkoterminowych i instrumentów zbywalnych

(oprocentowanie roczne)



Źródło: EBC.

z krótkoterminowych lokat w porównaniu z bardziej ryzykownymi aktywami o dłuższych terminach zapadalności spoza M3, jako że zapewniają one wyższy stopień płynności i niższy poziom ryzyka przy niewielkich kosztach z punktu widzenia rentowności i w ten sposób także sprzyjają odchodzeniu od aktywów długoterminowych.

Po znacznym wzroście dynamiki w 2006 r., roczna stopa wzrostu instrumentów zbywalnych (M3-M2) dalej rosła w ciągu 2007 r., osiągnęła 19,9% w grudniu 2007 r., wychodząc z poziomu 13,3% w grudniu 2006 r. Odzwierciedla to w znacznym stopniu wpływ dość małego nachylenia krzywej rentowności w strefie euro jako bodźca skłaniającego do postawienia na krótkoterminowe aktywa pieniężne. W rezultacie udział tych instrumentów w rocznym wzroście M3 był stosunkowo wysoki, osiągając 2,7 punktu procentowego w grudniu 2007 r.

Na ten wysoki udział składają się rozbieżne tendencje sprzed i po pojawieniu się zaburzeń finansowych, co staje się widoczne podczas analizy ewolucji jego składników. Tytułem

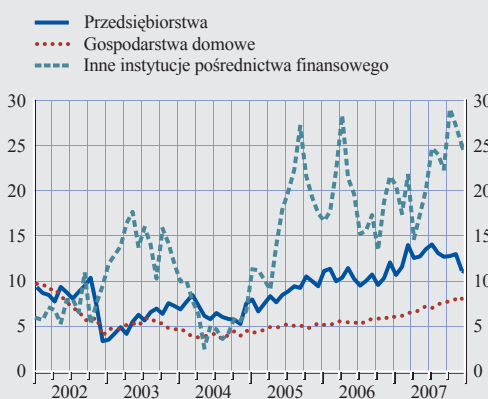
ilustracji, roczny wzrost kategorii jednostek uczestnictwa/udziałów w funduszach rynku pieniężnego wykazywał rosnącą dynamikę w ciągu roku do lipca 2007 r. Dążąc do zwiększenia zysków i przez to osiągnięcia wyższych wyników, niektóre fundusze rynku pieniężnego zaangażowały się w rynek kredytowych instrumentów pochodnych. Wobec występujących zaburzeń finansowych, udziały/jednostki funduszy rynku pieniężnego odnotowały znaczne straty netto w sierpniu i wrześniu, a następnie w grudniu, przez co zmniejszyła się ich roczna stopa wzrostu. Spadki prawdopodobnie odzwierciedlały ogólną niechęć do ryzyka w odniesieniu do tych funduszy, bo inwestorzy – jak się wydaje – nie byli w stanie ocenić ryzyka podejmowanego przez poszczególne fundusze ujmowanego jako zaangażowanie w papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach, przy dużej zmienności cen takich instrumentów i trudności w ich oszacowaniu. Obserwowane wycofywanie się z inwestycji w udziałach/jednostkach uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego znajdowało swoje odzwierciedlenie w wysokich wzrostach zasobów krótkoterminowych papierów dłużnych sektora MIF. W okresie pomiędzy sierpniem a listopadem zasoby krótkoterminowych papierów dłużnych sektora MIF odnotowały najwyższe tempo wzrostu od rozpoczęcia trzeciego etapu UGW, dostarczając w ten sposób finansowania dla sektora MIF.

ZASOBY PIENIĘŻNE SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH SZYBKO WZRSTAŁY

Najszerzy agregat składników M3, dla którego jest dostępna wiarygodna informacja z sektora utrzymującego pieniądź, to depozyty krótkoterminowe oraz umowy z przyrzeczeniem odkupu (w dalszej części rozdziału określone jako depozyty M3). Roczna stopa wzrostu zagregowanych depozytów M3 sektora gospodarstw domowych, który w największym stopniu przyczynił się do wzrostu depozytów M3 ogółem, osiągnęła 8,1% w grudniu 2007 r. (zob. wykres 8). W ten oto sposób cały czas utrzymywała się tendencja zwykła tego wskaźnika wzrostu, obserwowana od

Wykres 8 Depozyty M3 wg sektorów

(roczne zmiany w procentach, nieskorygowane o efekty sezonowe lub kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Uwagi: Sektor podmiotów sprawozdawczych obejmuje MIF, ale nie obejmuje Eurosystemu ani instytucji rządowych szczebla centralnego. Depozyty M3 obejmują krótkoterminowe depozyty oraz umowy z przyrzeczeniem odkupu.

półroczna 2004 r., a sprzyjał jej wzrost dochodu i zasobności, jak również rosnąca rentowność depozytów M3. Wysoki wzrost depozytów M3 sektora gospodarstw domowych jest więc dowodem na silny wzrost podaży pieniądza.

Obserwowany od końca 2004 r. wzrost dynamiki rocznej stopy wzrostu depozytów M3 utrzymywanych przez przedsiębiorstwa występował nadal w pierwszej połowie 2007 r., aby następnie się ustabilizować i osiągnąć 11,1% w grudniu 2007 r. Ożywiony popyt ze strony przedsiębiorstw na aktywa płynne w 2007 r. odzwierciedlał wysoką rentowność oraz dynamiczne (bieżące i planowane) inwestycje sektora przedsiębiorstw. Roczny wskaźnik wzrostu depozytów M3 utrzymywanych przez innych pośredników finansowych (OFI), innych niż firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, ukształtował się na poziomie 25,0% w skali rocznej w grudniu 2007 r. W pewnym stopniu wzrost ten odzwierciedla zwiększenie się kategorii zabezpieczonych kredytów międzybankowych podlegających rozrachunkowi za pośrednictwem platform obrotu elektronicznego, jako że zaburzenia na rynku finansowym oraz utrata zaufania do

swoich partnerów biznesowych, spowodowały, że uczestnicy rynku wybierają raczej zabezpieczone kredytowanie międzybankowe, odchodząc od kredytowania pozbawionego zabezpieczeń. Ponadto, wzrost ten wynika częściowo z potrzeby niektórych funduszy inwestycyjnych do utrzymywania większych buforów pieniądza gotówkowego oraz w czwartym kwartale 2007 r., z dodatkowych zasobów depozytów, w związku z tym, że kilka instytucji MIF pozyskało – poprzez niemonetarnego pośrednika finansowego strefy euro – jeden z podmiotów ze swojego sektora.

DYNAMICZNY WZROST AKCJI KREDYTOWEJ DLA SEKTORA PRYWATNEGO

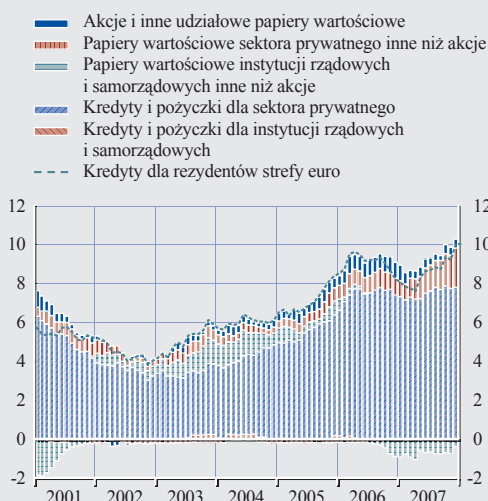
Po umocnieniu się zarówno w 2004 r., jak i 2005 r., roczna stopa wzrostu akcji kredytowej sektora MIF dla rezydentów strefy euro ustabilizowała się w 2006 r., aby nie tracąc swojej dynamiki w 2007 r., ukształtować się na poziomie 9,3% w czwartym kwartale (zob. wykres 9). Ożywiona działalność kredytowa sektora MIF odzwierciedlała szybki wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego, który był wolniejszy w przypadku kredytów udzielonych sektorowi instytucji rządowych i samorządowych.

W szczególności, sektor MIF ograniczył nieco swoje zasoby kredytów i pożyczek udzielonych sektorowi instytucji rządowych i samorządowych, wraz z usunięciem w ujęciu netto ze swoich portfeli pakietu dłużnych papierów wartościowych instytucji rządowych i samorządowych na dość znaczną kwotę. Roczna stopa spadku zasobów dłużnych papierów wartościowych sektora instytucji rządowych i samorządowych dalej rosła, dochodząc do 5,0% w czwartym kwartale 2007 r. Trend ten – z kilkoma krótkimi przerwami – trwał od półroczna 2006 i jest typowy dla okresów podwyższonych krótkoterminowych stóp procentowych i kosztów finansowania.

W okresie 2004–2005, roczna stopa wzrostu akcji kredytowej MIF dla sektora prywatnego stopniowo zwiększała się, aby następnie ustabilizować się na wysokim poziomie w 2006 r.

Wykres 9 Kredyty dla rezydentów strefy euro

(roczne zmiany w procentach, udziały w punktach procentowych)



Źródło: EBC.

Uwaga: Sektor podmiotów sprawozdawczych obejmuje MIF, nie obejmuje Eurosystemu.

i utrzymać dynamikę w 2007 r., oscylując w okolicach 11,5%. Kredyty i pożyczki udzielone sektorowi prywatnemu w dalszym ciągu dominowały w strukturze akcji kredytowej sektora MIF w 2007 r., w miarę jak zwiększało się znaczenie dokonywanych przez MIF zakupów dłużnych papierów wartościowych.

Roczna stopa wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla sektora prywatnego kształtowała się na poziomie 11,1% w czwartym kwartale 2007 r. i oscylowała wokół tych wysokich wartości od półrocza 2006 r., podczas gdy ożywienie gospodarcze i dogodne kryteria udzielania kredytów przyczyniały się do wzrostu akcji kredytowej. Jednocześnie, rosnące bankowe stopy procentowe, które stanowiły odzwierciedlenie podwyżek podstawowych stóp procentowych EBC od grudnia 2005 r., oddziaływały w kierunku tłumienia popytu.

Za dynamiką akcji kredytowej dla sektora prywatnego stoją rozbieżne zjawiska w poszczególnych sektorach finansowych. O ile w 2007 r. roczna stopa wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych

wykazała mniejszą dynamikę, kontynuując trend obserwowany od początku 2006 r., o tyle analogiczna stopa dla sektora instytucji finansowych i przedsiębiorstw zwiększyła ją.

W kierunku spowolnienia rocznego wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych oddziaływało głównie obniżenie rocznej stopy wzrostu akcji kredytowej na zakup nieruchomości mieszkaniowych, w ślad za obserwowanym spowolnieniem wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych i spadkiem aktywności tego rynku w wielu gospodarkach strefy euro, jak również stopniowy wzrost stopy procentowej kredytów hipotecznych obserwowany w strefie euro przez kilka ostatnich kwartałów.

Roczny wzrost kredytów i pożyczek MIF dla przedsiębiorstw przyspieszył w 2007 r., dochodząc do bardzo wysokich poziomów według standardów z ostatnich trzech dekad. W pierwszym półroczu 2007 r. popytowi na kredyty i pożyczki sprzyjały wysoki wzrost gospodarczy oraz ożywiona działalność w zakresie fuzji i przejęć, jak również łagodne kryteria udzielania kredytów. W drugim półroczu 2007 r., w kontekście zaburzeń finansowych, duży wolumen akcji kredytowej sektora MIF dla sektora przedsiębiorstw i sektora gospodarstw domowych uległy przekłamaniu z powodu sposobu zarządzania przez banki swoimi bilansami w obliczu zaburzeń finansowych. Dostępna informacja o wolumenie kredytów usuniętych z bilansów MIF wskazywała, że banki miały możliwości dalszego ich usuwania z bilansów MIF w drugim półroczu 2007 r., aczkolwiek w nieco wolniejszym tempie, co wskazywało, że wpływy z kredytów udzielonych pierwotnie przez instytucje kredytowe dla tego sektora w dalszym ciągu były niedoszacowane w podawanych statystykach.

Wydaje się, że duża liczba kredytów i pożyczek udzielonych w 2007 r. odzwierciedlała w większym stopniu przepływ strumieni finansowania od banków w stronę sektora

przedsiębiorstw i sektora gospodarstw domowych niż rezygnację z pośredników i szukanie alternatywnych kanałów dystrybucji (ang. *re-intermediation*), które prawdopodobnie miały mały udział we wzroście akcji kredytowej sektora MIF. Innymi słowy, statystyki nie potwierdziły poglądu, że zaburzenia finansowe w 2007 r. drastycznie wpłynęły na podaż kredytów i pożyczek przez banki. Z drugiej jednak strony, powyższe zjawiska są zbieżne z bardziej restrykcyjnymi uwarunkowaniami podaży. Wynika to z ostatnich dwóch badań sondażowych akcji kredytowej banków, w których wskazano na znaczne zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów stosowanych w odniesieniu do kredytów dla sektora przedsiębiorstw, szczególnie w przypadku kredytów dla dużych przedsiębiorstw oraz kredytów o dłuższym terminie zapadalności. Jednocześnie przedsiębiorstwa mogły w dalszym ciągu zaciągać kredyty w formie zatwierdzonych linii kredytowych na warunkach uzgodnionych przed pojawieniem się zaburzeń.

Roczna stopa wzrostu akcji kredytowej dla instytucji z sektora OFI wykazała znaczny wzrost na przestrzeni 2007 r. O ile w pierwszym półroczu kredyty i pożyczki sektora MIF udzielone tym podmiotom były stymulowane, jak się wydaje, popytem ze strony funduszy inwestycyjnych oraz popytem na finansowanie pomostowe tradycyjnych sekurytyzacji poprzez sprzedaż definitywną (ang. *true-sale securitisation transactions*), o tyle w drugim półroczu popyt na kredyty i pożyczki stanowił odzwierciedlenie np. przejmowania od sektora MIF zarządzania portfelem funduszy inwestycyjnych oraz popytu wiążącego się z zaburzeniami finansowymi, w wyniku ciągnięć z linii kredytowych dla funduszy typu SIV (ang. *structured investment vehicles*) i spółek pośredniczących, a także nasilenia preferencji sektora MIF do zabezpieczonego kredytowania międzybankowego, podlegającego rozrachunkowi za pośrednictwem platform obrotu elektronicznego.

W 2007 r. sektor MIF uruchamiał kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego poprzez

zwiększenie swoich zasobów dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez sektor przedsiębiorstw, szczególnie w drodze zakupów dłużnych papierów wartościowych, odchodząc jednocześnie od nabywania papierów wartościowych z prawem do kapitału i innych udziałów. Większość zakupionych w 2007 r. dłużnych papierów wartościowych miała długie terminy zapadalności. Wysoki wzrost w tej kategorii papierów wartościowych, szczególnie przed pojawieniem się zaburzeń, wpisywał się w prowadzony w niektórych krajach strefy euro proces sekurytyzacji kredytów i pożyczek oraz zacieśniania integracji finansowej strefy euro, w ramach której MIF z jednego kraju dokonują zakupów instrumentów sekurytyzujących kredyty hipoteczne w innym kraju jako formy zastępczej inwestycji bezpośrednich na tych rynkach kredytów hipotecznych. Dodatkowo, pod koniec 2007 r. sektor MIF dokonał znacznych zakupów zasobów dłużnych papierów wartościowych w kontekście przejścia podmiotu z sektora MIF realizowanego przy pomocy spółki specjalnego przeznaczenia należącej do sektora OFI. Tym niemniej, przy zaburzeniach finansowych monetarne instytucje finansowe mogły zakupić instrumenty związane z uprzednio sekurytyzowanymi kredytami, znajdując w ten sposób alternatywne kanały dystrybucji dla części swoich portfeli kredytowych.

Wśród pozostałych czynników kreacji M3, roczny wskaźnik wzrostu długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw) utrzymywanych przez sektor finansowy uległ wyhamowaniu i zatrzymał się na poziomie 7,8% w grudniu 2007 r., w porównaniu z 9,7% na zakończenie 2006 r. Statystyki te kryją jednak przyspieszenie wzrostu notowane do półrocza 2007 r., które dopiero później stopniowo uległo wyhamowaniu, trend rozwojowy zauważalny ogólnie zarówno w depozytach długoterminowych, jak i dłużnych papierach wartościowych sektora MIF. Zjawisko wpisuje się w przesunięcia preferencji sektora finansowego (mianowicie, zwiększoną preferencją dla krótkich terminów zapadalności) i może w pewnym stopniu odzwierciedlać ograniczenie działalności sekurytyzacyjnej,

w wielu przypadkach kojarzonej z kreacją depozytów długoterminowych.

W 2007 r. pozycja aktywów zagranicznych netto sektora MIF przejawiała zmienność. Znaczny napływ kapitału w pierwszym kwartale 2007 r. przyczynił się do podwyższenia w skali roku aktywów zagranicznych netto sektora MIF do rekordowego poziomu 340 mld euro w marcu, kiedy to uczestnicy rynku finansowego w niskiej zmienności i nadpłynności rynku finansowego dostrzegli dogodne warunki do inwestowania w strefie euro. W późniejszym okresie roczny wzrost netto uległ ograniczeniu przez pozostałą

część roku, osiągając poziom 17 mld euro w grudniu, gdy pozycje inwestycyjne przestały być dochodowe i doszło do ich częściowej eliminacji (szczegółowa analiza kształtowania się pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF, zob. ramka 1, "Aktywa zagraniczne netto sektora MIF oraz ich wpływ na sytuację monetarną"). Dane z bilansu płatniczego przedstawionego w ujęciu monetarnym dowodzą, że roczny wzrost pozycji aktywów zagranicznych netto dla sektora MIF świadczy głównie o inwestycjach w dłużne papiery wartościowe strefy euro dokonywanych przez inwestorów nie będących rezydentami strefy euro.

Ramka I

AKTYWA ZAGRANICZNE NETTO SEKTORA MIF I ICH WPŁYW NA KSZTAŁTOWANIE SIĘ SYTUACJI PIENIĘŻNEJ

Pozycja aktywów zagranicznych netto sektora MIF stanowi miernik transakcji, rozliczanych przez instytucje sektora MIF będące rezydentami strefy euro, pomiędzy sektorem finansowym strefy euro a ich kontrahentami spoza tej strefy. Stanowi ona jeden z czynników kreacji szerokiego agregatu pieniężnego M3 i w pewnych momentach odgrywa istotną rolę w wyjaśnieniu kształtowania się sytuacji pieniężnej w strefie euro. Odwrotnie niż przez większą część 2006 r., w 2007 r. roczny wzrost tej kategorii podlegał wyraźnym wahaniom. Jego wysoka dynamika przypada na przełom 2006 r. i 2007 r., natomiast w drugim półroczu 2007 r. nastąpiło jego odwrócenie. O ile w okresie pomiędzy październikiem 2006 r. a kwietniem 2007 r. tendencje te znajdowały odzwierciedlenie w kształtowaniu się rocznego wzrostu M3, o tyle w następnych miesiącach od maja do października 2007 r., ta korelacja zanikła (zob. wykres A). W ramce zawarto przegląd zmian zachodzących w obszarze aktywów zagranicznych netto sektora MIF i zbadano ich możliwe przyczyny.

Wykres A Aktywa zagraniczne netto sektora MIF oraz agregat M3

(przepływy roczne w mld euro)



Źródło: EBC.

Kilka zagadnień koncepcyjnych

Ewentualne implikacje zmian pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF dla M3 zależą od sposobu, w jaki sektory utrzymujące zasoby finansowe strefy euro, takie jak gospodarstwa

domowe lub przedsiębiorstwa, finansują swoje transakcje przeprowadzane z resztą świata¹. Tytułem ilustracji, należy rozważyć sytuację, kiedy gospodarstwo domowe ze strefy euro nabywa obligacje od podmiotu zagranicznego, rezydenta Stanów Zjednoczonych. Jeśli transakcja jest przeprowadzana z użyciem rachunków prowadzonych przez instytucje z sektora MIF, pociąga to za sobą obniżenie się stanu aktywów zagranicznych netto sektora MIF, jako że instytucja kredytowa strefy euro, która realizuje operację dokonuje zmniejszenia swoich należności od banku korespondenta w Stanach Zjednoczonych lub dokonuje na jego rzecz wpłaty. Wpływ operacji na M3 jest jednak niejednoznaczny. O ile, z jednej strony, jeśli zakup jest finansowany poprzez wykorzystanie depozytów typu *overnight*, jakie gospodarstwo domowe utrzymuje w instytucji kredytowej, transakcja przyniesie efekt ujemny dla M3, bo nastąpi zmniejszenie jego składnika M1, o tyle z drugiej strony, jeśli transakcja jest finansowana za pomocą kredytu, jakiego bank udziela gospodarstwu domowemu, nie będzie miało to wpływu na M3, zmieni jednak strukturę czynników kreacji M3².

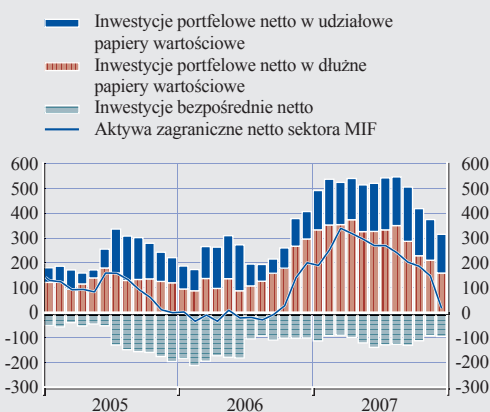
I odwrotnie, jeśli podmiot zagraniczny nabywa papiery wartościowe od podmiotu z sektora utrzymującego zasoby finansowe strefy euro i dokonuje rozliczenia transakcji poprzez przelew środków ze swojego rachunku bankowego w instytucji sektora MIF strefy euro na rachunek bankowy podmiotu ze strefy euro, następuje wzrost M3 w wyniku podwyższenia się stanu aktywów zagranicznych netto instytucji sektora MIF ze strefy euro.

1 Przy analizie zjawisk pieniężnych, należy pamiętać, że tylko transakcje pomiędzy podmiotami finansowymi strefy euro, z jednej strony, a bankami i nierezydentami strefy euro, z drugiej strony, mają bezpośredni wpływ na zasoby pieniądza. Ewentualne transakcje pomiędzy podmiotami spoza sektora MIF strefy euro stanowią po prostu formę przepływu pieniądza wyłącznie w obrębie sektora finansowego, bez wpływu na całkowity zasób pieniądza w strefie euro. Dzieje się tak, gdy transakcje prywatne są finansowane zamianą akcji.

2 Należy podkreślić, że niektóre transakcje, które wpływają na aktywa zagraniczne netto sektora MIF, nie oddziałują w żaden sposób na kategorie pieniądza lub kredytu. Tytułem ilustracji, instytucja kredytowa, która sprzedaje obligacje rządowe strefy euro na rzecz nierezydenta, oddziaływałaby na kategorię aktywów zagranicznych netto sektora MIF (w kierunku jej podwyższenia), i akcji kredytowej dla sektora instytucji rządowych i samorządowych (w kierunku jej obniżenia), nie miałyby to jednak przełożenia na szeroki agregat pieniężny M3.

Wykres B Struktura przepływów kapitałowych sektora utrzymującego zasoby pieniężne i aktywa zagraniczne netto sektora MIF

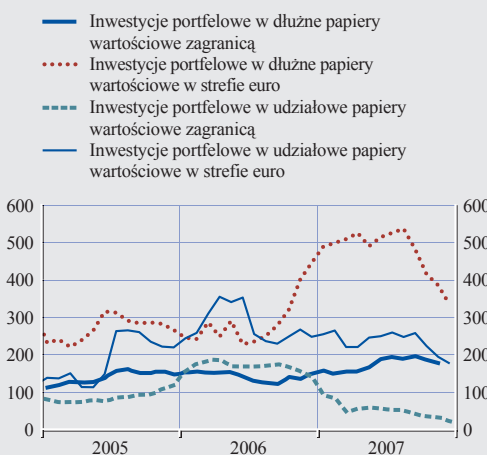
(przepływy roczne w mld euro)



Źródło: EBC.

Wykres C Struktura inwestycji portfelowych

(przepływy roczne w mld euro)



Źródło: EBC.

Ważnym narzędziem do zbadania czynników zmian aktywów zagranicznych netto instytucji sektora MIF jest przedstawienie bilansu płatniczego w ujęciu monetarnym. Ta płaszczyzna stanowi powiązanie pomiędzy statystykami bilansu płatniczego a statystykami bilansu płatniczego sektora MIF, dzięki czemu można ustalić, czy przepływy kapitału, jakie składają się na stan aktywów zagranicznych netto pochodzą z sektorów utrzymujących zasoby finansowe strefy euro Bądź od nierezydentów, i czy stanowią odzwierciedlenie wymiany dóbr i towarów czy też są inwestycjami bezpośrednimi albo portfelowymi.

Wyjaśnienie zmian w stanach aktywów zagranicznych netto sektora MIF od końca 2006 r.

Z bilansów płatniczych przedstawionych w ujęciu monetarnym wynika, że głównym źródłem wzrostu pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF, w okresie pomiędzy końcem 2006 r. a wiosną 2007 r., były inwestycje portfelowe w aktywa strefy euro, w szczególności w dłużne papiery wartościowe i udziały (zob. wykres B)³.

Dłużne papiery wartościowe

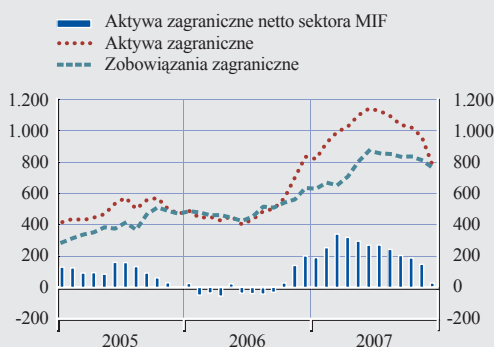
Analiza pochodzenia przepływów kapitałowych wskazuje, że zwiększenie się rocznego przepływu aktywów zagranicznych netto wynikało przede wszystkim ze wzrostu inwestycji podmiotów zagranicznych w strefie euro nie zaś z “repatriacji” funduszy rezydentów strefy euro z zagranicy. Wysoki poziom inwestycji portfelowych zagranicznych inwestorów w dłużne papiery wartościowe strefy euro trwa od półroczu 2006 r., a jego roczne przepływy ustanowiły nowe rekordy w kwietniu 2007 r. i utrzymały się na podwyższonym poziomie do trzeciego kwartału 2007 r. (zob. wykres C). Powyższa sytuacja może stanowić odzwierciedlenie dobrego środowiska inwestycyjnego w strefie euro dla uczestników rynków finansowych z zagranicy, charakteryzującego się niską zmiennością i zapasami płynności na rynkach finansowych. Znaczny popyt ze strony nierezydentów na dłużne papiery wartościowe strefy euro w kontekście zmniejszonej emisji netto ze strony sektora instytucji rządowych i samorządowych został zrównoważony w istotnym stopniu przez sprzedaż pakietów rządowych dłużnych papierów wartościowych, jaką prowadziły instytucje z sektora MIF.

W drugim półroczu, w kontekście zaburzeń finansowych i przeszacowaniu ryzyka mogła zaniknąć atrakcyjność niektórych pozycji inwestycyjnych. Istnieje też możliwość, że inwestorzy spoza strefy euro mogli potrzebować płynności dla innych operacji i przez to nie zwiększali swoich inwestycji w strefie euro. Jednocześnie, dobre warunki inwestycyjne w pozostałych częściach świata przyciągnęły inwestycje rezydentów strefy euro, co uwidoczniło się w stopniowym wzroście rocznych przepływów w inwestycjach portfelowych, jakie inwestorzy strefy euro zrealizowali w zagranicznych dłużnych papierach wartościowych. Ta kategoria inwestycji mogła stopniowo zyskiwać na atrakcyjności w kontekście aprecjacji kursu wymiany euro. Przy stałym w zasadzie poziomie inwestycji zagranicznych w dłużne papiery wartościowe strefy euro do sierpnia 2007 r., i jego głębokim spadku od tego czasu, oraz generalnie stabilnych zagranicznych inwestycjach rezydentów strefy euro, roczny wzrost pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF uległ pewnemu osłabieniu w drugim półroczu.

³ Dodatkowa informacja odnośnie przedstawienia bilansu płatniczego strefy euro w ujęciu monetarnym, zob. ramka *Monetary presentation of the euro area balance of payments* w Biuletynie Miesięczym EBC z czerwca 2003 r.

Wykres D Zmiany poziomu aktywów i pasywów zagranicznych brutto

(przepływy roczne w mld euro)



Źródło: EBC.

Udziały i zagraniczne inwestycje bezpośrednie

Przechodząc do omawiania inwestycji portfelowych w udziały, należy stwierdzić, że o ile zagraniczne inwestycje instytucji strefy euro spoza sektora MIF wykazywały postępujący spadek, to inwestycje podmiotów zagranicznych w strefie euro utrzymały dość stabilny poziom, chociaż były bardziej ograniczone niż inwestycje w dłużne papiery wartościowe i pomimo że uległy pewnemu zmniejszeniu pod koniec roku. Według informacji jakościowej z przełomu 2006 r. i 2007 r., światowi inwestorzy pozytywnie postrzegali rynki kapitałowe strefy euro i przewidywali dobre zyski sektora przedsiębiorstw w przyszłości. Do półrocza

2007 r. inwestycje portfelowe netto w akcje wskazywały na wyższe roczne wpływy do pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF, co było równoważone ujemnym wpływem bezpośrednich inwestycji netto. Jednakże, tendencja ta uległa pewnemu odwróceniu w czwartym kwartale 2007 r., kiedy roczne przepływy inwestycji portfelowych netto w kierunku akcji uległy pewnemu zmniejszeniu, zrównoważyły ją jednak mniejsze spadki w kategorii inwestycji bezpośrednich netto.

Oprócz widocznych zmian w pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF od końca 2006 r., równie dynamicznie zmieniały się stany aktywów (i pasywów) zagranicznych brutto sektora MIF w strefie euro. Uwidacznia się tu zmiana w porównaniu z raczej stopniowym wzrostem, jaki obserwowano w poprzednim okresie (zob. wykres D). Jednoczesny wzrost tych pozycji brutto wynikał głównie z szybkiego podwyższania się akcji kredytowej sektora MIF dla reszty świata, w efekcie instytucje z sektora MIF strefy euro zaczęły zaciągać zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro.

Jednoczesny wzrost kategorii aktywów i pasywów zagranicznych brutto mógł świadczyć o zacieśnianiu się integracji finansowej. W konsekwencji mogło dojść m.in. do sytuacji, gdy realizowane w obrębie strefy euro transakcje wewnątrz sektora MIF – np. instytucje sektora MIF w jednym kraju finansują kredyt instytucji sektora MIF w innym kraju – są w coraz większym stopniu prowadzone za pośrednictwem kanałów – centrów finansowych zlokalizowanych poza strefą euro. Może się też zdarzyć, że instytucje kredytowe – rezydenci strefy euro, np. fundusze rynku pieniężnego, będą prowadzić działalność w imieniu swoich spółek – matek spoza strefy euro. Jeśli otrzymują one środki tylko z obszaru reszty świata i zainwestują je także na rynku, na którym działa ich spółka matka, wtedy cała ich działalność w skonsolidowanym bilansie instytucji sektora MIF strefy euro będzie ujmowana w kategorii aktywów i pasywów zagranicznych.

Szybkie zwiększanie się stanów pozycji zagranicznych brutto nie ma bezpośrednich implikacji dla pozycji zagranicznych netto. Sytuacja ta może jednak spowodować szybkie przesunięcia dużych zasobów płynności, a w efekcie znaczne zmiany krótkoterminowe w nasileniu i kierunkach przepływów aktywów zagranicznych sektora MIF netto, a przez to zwiększyć ekspozycje krajowej instytucji monetarnej na zjawiska zewnętrzne.

WNIOSKI

Pozycja aktywów zagranicznych netto sektora MIF w strefie euro ulegała silnym wahaniom od końca 2006 r., dodatnie w ujęciu rocznym przepływy z marca 2007 r. przewyższyły analogiczne zjawiska obserwowana w przesunięciach portfelowych w okresie pomiędzy 2001 r. a 2003 r. Zmiany stanów aktywów zagranicznych netto do wiosny 2007 r. wywarły wyraźny wpływ na profil wzrostu M3, przynajmniej w ujęciu rachunkowym. Skala transakcji sektora finansowego strefy euro z resztą świata prawdopodobnie wzrośnie wraz ze światową integracją rynków finansowych. Z uwagi na wielość bodźców promujących obrót aktywami zagranicznymi i podmiotów inicjujących transakcje z udziałem tej kategorii aktywów, szczegółowa ocena kształtowania się stanu aktywów zagranicznych netto w kontekście analizy pieniężnej EBC będzie znaczącym wyzwaniem.

W ŚLAD ZA WAHANIAMI NA RYNKU FINANSOWYM ROSLY NAPIĘCIA NA RYNKU PIENIĘŻNYM

Rok 2007 przyniósł wzrost stóp rynku pieniężnego dla wszystkich okresów zapadalności, czemu w pierwszym półroczu towarzyszyły podwyżki podstawowych stóp procentowych EBC. Dalsze znaczące wzrosty stóp rynku pieniężnego dla transakcji niezabezpieczonych miały miejsce w drugiej połowie roku, w następstwie zawirowań na rynkach pieniężnych i finansowych. Rozpiętość między stopami transakcji zabezpieczonych i niezabezpieczonych rynku pieniężnego wzrosła dla wszystkich terminów zapadalności z wyjątkiem tych najkrótszych, i pomimo spadku pozostała na podwyższonych poziomach na początku 2008 r.

Rada Prezesów podniosła podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych zarówno w marcu jak i w czerwcu 2007, przy czym stopa kredytu i depozytu w banku centralnym oraz minimalna stopa oferowana wynosiły odpowiednio 5%, 3% i 4% (zob. wykres 1). Do końca 2007 r. podstawowe stopy procentowe EBC pozostały na niezmiennym poziomie.

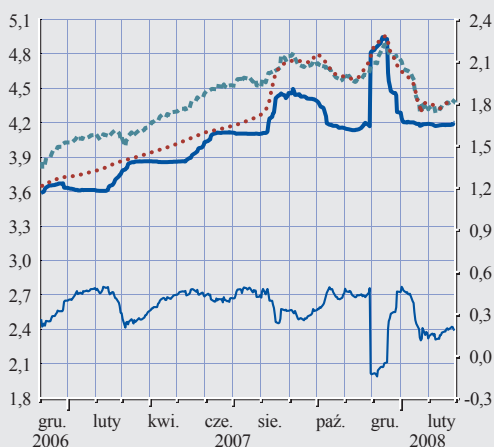
Po stopniowym wzroście w pierwszym półroczu wraz z oczekiwaniami dalszych podwyżek podstawowych stóp procentowych EBC, stopy procentowe niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego wzrosły gwałtownie począwszy od 9 sierpnia w następstwie napięć na rynkach pieniężnych i finansowych

spowodowanych obawami dotyczącymi ekspozycji banków na straty z tytułu kredytów hipotecznych podwyższonego ryzyka w USA i zaangażowania w zaawansowane instrumenty pochodne (zob. wykres 10). Stopy te osiągnęły szczytowe wartości w połowie grudnia, gdy na istniejące napięcia na rynku międzybankowym nałożyła się niepewność związana z końcem roku. 29 lutego 2008 r. miesięczna, 3-miesięczna i 12-miesięczna stopa EURIBOR wynosiła odpowiednio 4,20%, 4,38% i 4,38%, tzn. 57, 66 i 35 punktów bazowych więcej niż poziomy

Wykres 10 Stopy procentowe rynku pieniężnego

(oprocentowanie roczne, dane dzienne)

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



Źródła: EBC i Reuters.

obserwowane od 2 stycznia 2007 r. Natomiast stopy procentowe transakcji zabezpieczonych na rynku międzybankowym spadały od początku sierpnia, odzwierciedlając w ten sposób korektę w dół oczekiwań rynku dotyczących przyszłych tendencji w zakresie podstawowych stóp procentowych EBC.

W wyniku znacznych podwyżek stóp transakcji niezabezpieczonych rynku pieniężnego, istotnie wzrosły również analogiczne rozpiętości pomiędzy stopami transakcji zabezpieczonych i niezabezpieczonych rynku pieniężnego, szczególnie dla miesięcznych i dłuższych terminów zapadalności (zob. wykres 11). Podwyższone poziomy utrzymały się w ostatnich miesiącach roku, przy czym rozpiętość pomiędzy 3-miesięcznymi stopami EURIBOR i EUREPO (indeks dla umów z przyrzeczeniem odkupu dla sektora prywatnego) osiągnęła maksymalnie 93 punkty bazowe. 17 grudnia, ze względu na szczególne napięcia odnotowane pod koniec roku. Jakkolwiek później zmniejszyła się,

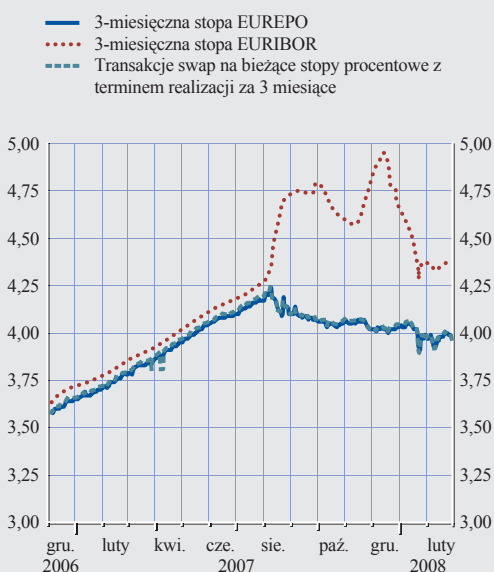
dochodząc do 43 punktów bazowych 29 lutego 2008 r., to zachowała podwyższony poziom w porównaniu ze średnią wartością ok. 7 punktów bazowych, z pierwszego półrocza 2007 r.

Stopień nachylenia krzywej dochodowości rynku pieniężnego mierzony różnicą pomiędzy 12-miesięczną a 3-miesięczną stopą EURIBOR, wykazał pewną zmienność na przestrzeni 2007 r., przy czym różnica ta wahała się pomiędzy -15 a 50 punktami bazowymi. 29 lutego 2008 r. rozpiętość wynosiła 18 punktów bazowych w porównaniu z 40 punktami bazowymi 2 stycznia 2007 r. (zob. wykres 10). Wskazana jest jednak ostrożność przy interpretowaniu stopnia nachylenia krzywej dochodowości rynku pieniężnego, ponieważ według standardów historycznych rozpiętości pomiędzy stopami EURIBOR dla transakcji niezabezpieczonych a stopami transakcji zabezpieczonych (takich jak stopy EUREPO) – w efekcie zaburzeń na rynkach pieniężnych obserwowanych od sierpnia 2007 r. – zaznaczały się w drugim półroczu szczególnie wyraźnie w obszarze wszystkich terminów zapadalności z wyjątkiem tych najkrótszych.

Stopy procentowe implikowane przez transakcje terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR z terminem zapadalności przypadającym w 2008 r. wzrosły na przestrzeni 2007 r. Jednakże, również to zjawisko wymaga rozważnej interpretacji ze względu na ostry wzrost stóp procentowych EURIBOR w związku z napięciami na rynku pieniężnym, które prawdopodobnie zaciemnią zwyczajowy przekaz płynący z tych stóp w odniesieniu do oczekiwań dotyczących stóp procentowych. 29 lutego 2008 r. stopy procentowe implikowane przez transakcje terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR z terminem zapadalności przypadającym na marzec, czerwiec i wrzesień 2008 r. wynosiły odpowiednio 4,36%, 4,05% i 3,71%, tj. o 33 i 6 punktów bazowych więcej i odpowiednio 27 punktów bazowych mniej niż 2 stycznia 2007 r.

Wykres 11 3-miesięczne stopy EUREPO, EURIBOR i transakcje swap na bieżące stopy procentowe z terminem realizacji za 3 miesiące

(oprocenowanie roczne, dane dzienne)



Źródła: EBC i Reuters.

W pierwszym półroczu 2007 r. zmniejszyła się implikowana zmienność obliczana na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR.

Z drugiej strony, implikowane zmienności wzrosły znacznie od sierpnia, wraz z pojawieniem się napięć na rynku pieniężnym i rynku finansowym (zob. ramka 2).

DUŻE WAHANIA NA ŚWIATOWYCH RYNKACH OBLIGACJI W 2007 R.

Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w strefie euro kształtowała się na koniec 2007 r. na poziomie 4,4%, tj. ok. 40 punktów bazowych powyżej poziomów odnotowanych rok wcześniej (zob. wykres 12). Dość mały całkowity wzrost rentowności kryje jednak stosunkowo znaczne wahania na

Ramka 2

ZMIENNOŚĆ STÓP PROCENTOWYCH RYNKU PIENIĘŻNEGO W 2007 R.

Oceniając zjawiska w obszarze rynku pieniężnego w 2007 r., należy przeanalizować nie tylko poziom stóp procentowych (co jest opisane w rozdziale), ale także ich zmienność. Jeśli chodzi o to zagadnienie, pojawiają się dwie szczególnie istotne kwestie: a) ocena wpływu decyzji z dziedziny polityki pieniężnej na rynki pieniężne oraz b) analiza funkcjonowania rynku, w szczególności w odniesieniu do transmisji sygnałów polityki pieniężnej z krótkich do długich terminów zapadalności.

W odniesieniu do pierwszego punktu, banki centralne dążą do zapewnienia, że ich działania i komunikacja społeczne same w sobie nie wprowadzą niepotrzebnej niepewności (np. poprzez generowanie "szumu" w gospodarce), co zazwyczaj przejawiłoby się w postaci wyższej zmienności na rynkach finansowych.

W odniesieniu do drugiej kwestii, analiza zmienności umożliwia wgląd w mikrostrukturę rynków pieniężnych i ich sprawność operacyjną¹. Tytułem ilustracji, poprzez porównanie zmienności stóp procentowych dla poszczególnych terminów zapadalności ze średnim poziomem zmienności dla całego spektrum terminów zapadalności bank centralny może w pewnych segmentach rynku pieniężnego wykryć nietypowe zjawiska, które z kolei mogą być odpowiedzialne za powstanie wad strukturalnych rynku i mogą zakłócić sprawną transmisję impulsów polityki pieniężnej.

W tym kontekście, analiza zmienności stóp procentowych rynku pieniężnego na przestrzeni 2007 r. może rzucić światło na wpływ zaburzeń finansowych, jaki obserwuje się od sierpnia 2007 r. W ramce rozwinięto temat kształtowania się wydarzeń w niezabezpieczonym segmencie rynku międzybankowego (tj. operacji zrealizowanych bez zabezpieczenia), segmentu, który w największym stopniu odczuł zaburzenia. Uwzględniono mierniki płynności obliczone na podstawie stóp procentowych dla transakcji typu *overnight*, międzybankowych stóp procentowych z 1-, 3-, 6- i 12-miesięcznymi terminami zapadalności oraz 3-miesięcznej stopy EURIBOR (dla której istnieją różnorodne kontrakty pochodne)².

1 Poruszone jest tu zagadnienie, jak mierzyć zmienność stóp procentowych i rentowności finansowe. Kwestię tę omówiono w artykule "The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective" w Biuletynie Miesięcznym EBC z lutego 2008 r.

2 Dwa omówione w ramce mierniki zmienności, mianowicie zrealizowana zmienność historyczną i zmienność implikowaną, omówiono szczegółowo w ramce "Measuring volatility in the money market" w artykule, do którego odniesiono się w przypisie 1

Ewolucja zmienności stóp procentowych rynku pieniężnego w 2007 r.

Na wykresie A pokazano ewolucję historycznie zrealizowanej zmienności w stopach procentowych dla transakcji typu *overnight* w 2007 r. W okresie pomiędzy styczniem a połową lipca zrealizowana zmienność była nadal stosunkowo niska, a jej przebieg zbliżony do poziomów z ostatnich lat. Zmienność kształtowała się według zwykłego modelu, przejściowe wzrosty były ograniczone tylko do szczególnych okresów, pomiędzy ostatnią podstawową operacją refinansującą a ostatnim dniem okresu utrzymywania rezerw.

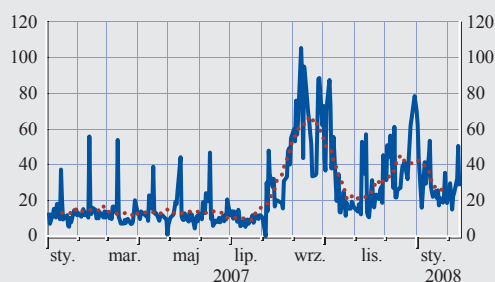
Po okresie zwiększonej płynności odnotowanej na większości rynków finansowych pod koniec lipca, nasiliły się napięcia na rynku pieniężnym na początku sierpnia; stał za nimi wzrost niepewności, wywołany możliwością poniesienia przez banki znacznych strat z tytułu inwestycji na rynkach kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w USA i zaangażowania w powiązane z nimi instrumenty. W efekcie zwiększył się popyt na płynność w transakcjach typu *overnight* i skokowo wzrosła zmienność. Utrzymała się ona na bardzo wysokim poziomie do października, w którym doszło do pewnego ustabilizowania sytuacji, po części dzięki sprawnej polityce w obszarze płynności, jaką prowadził EBC w odpowiedzi na napięcia rynkowe. Niemniej, w drugiej połowie listopada zaobserwowano nawrót napięć. Stopy procentowe dla transakcji typu *overnight* charakteryzowały się nadzwyczaj wysokim poziomem zmienności, szczególnie gdy zbliżał się koniec roku, pod wpływem powszechnego na rynku niepokoju, że na przełomie roku wystąpi niedobór płynności.

Analiza stóp procentowych dla transakcji z długimi terminami zapadalności – 1-, 3- i 12-miesięcznymi – ukazuje w zasadzie podobny model przebiegu (zob. wykres B). Uwidaczniają się jednak pewne istotne różnice, gdzie w szczególności stopy dla transakcji długoterminowych wykazują tendencję do reakcji na okresów zaburzenia z sierpnia 2007 r.

Wykres A Dzienna zmienność zrealizowana bieżącej stopy procentowej

(punkty bazowe)

- Dzienna zmienność zrealizowana bieżącej stopy procentowej
- Skoncentrowana 21-dniowa średnia ruchoma

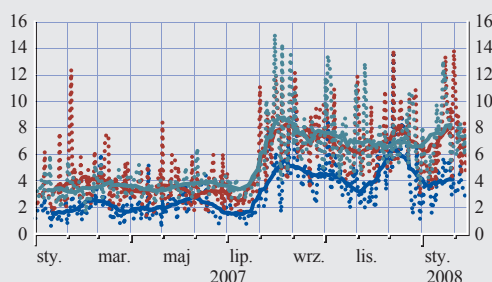


Źródła: Reuters oraz dane szacunkowe EBC.

Wykres B Dzienna zmienność zrealizowana stóp procentowych depozytów długoterminowych

(punkty bazowe)

- Oprocentowanie 1-miesięcznych depozytów
- Oprocentowanie 3-miesięcznych depozytów
- Oprocentowanie 12-miesięcznych depozytów
- Scentrowana 21-dniowa średnia ruchoma (1 miesiąc)
- Scentrowana 21-dniowa średnia ruchoma (3 miesiące)
- Scentrowana 21-dniowa średnia ruchoma (12 miesięcy)



Źródła: Reuters oraz dane szacunkowe EBC.

Przyczyny podwyższonej zmienności w sierpniu 2007 r.

Pomiędzy końcem czerwca a początkiem sierpnia stało się jasne, że wiele europejskich instytucji finansowych poniosło znaczne straty z tytułu zaangażowania w inwestycje na rynkach kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w USA. Wraz z narastającymi obawami odnośnie ekspozycji na rynkach nieterminowo spłacanych kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w USA, kanały transmisji utraciły zdolność do samorefinansowania, wzrósł natomiast popyt na płynność ze strony banków, które chciały dostarczyć im płynności. Zjawiska te uległy nawet nasileniu w wyniku trudności związanych z wyceną tych produktów finansowych. W efekcie wzrostu popytu na płynność, w połączeniu z utratą zaufania pomiędzy kontrahentami, znaczny odsetek banków zaczął gromadzić zapasy płynności i w ten sposób doszło do istotnego spadku ogólnej płynności rynku. Stopy procentowe rynku pieniężnego znacznie wzrosły, zwłaszcza w segmencie transakcji typu *overnight*, gdzie w ujęciu śróddziennym zbliżyły się do 70 punktów bazowych ponad minimalną oferowaną stopę procentową.

9 sierpnia, z uwagi na wysoki popyt na płynność na rynku transakcji *overnight* i w efekcie także bardzo wysokiego wzrostu rynkowych krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego, w ramach Eurosystemu dokonano znacznego zasilenia tego rynku w płynność poprzez operację refinansującą typu *overnight*. Ponieważ napięcia rynkowe utrzymywały się, w wyniku podwyżek stóp procentowych w obszarze długoterminowych segmentów niezabezpieczonego rynku pieniężnego (tj. od kredytów międzybankowych, gdzie nie stosuje się wzajemnych zabezpieczeń), rozpiętości pomiędzy zabezpieczonymi segmentami pięciokrotnie przekroczyły historyczną średnią. W celu zapewnienia optymalnej dystrybucji płynności pomiędzy bankami, w drugim półroczu w ramach Eurosystemu prowadzono wiele różnorodnych operacji zasilających w płynność. Powyższe posunięcia, wraz z aktywną polityką komunikacyjną, przyczyniły się do sprawniejszego funkcjonowania rynku, przynajmniej w krótkim okresie, i wzmacniały zaufanie banków, że ich potrzeby płynności zostaną zrealizowane. W konsekwencji poziom zmienności na zabezpieczonych rynkach nieco zmalał dla szeregu wielu zapadalności.

Porównanie kształtowania się zmienności zrealizowanej i implikowanej

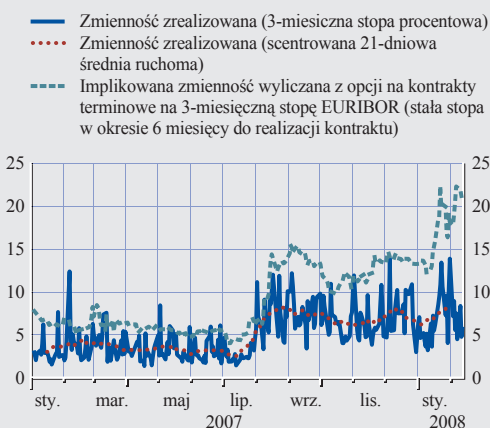
O ile zmienność implikowaną³ oblicza się na podstawie opcji opartych o perspektywiczne oczekiwania, i tym samym przekazuje się pewne informacje na temat zmienności w okresie uwzględnionym w kontraktach (transakcje terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR), o tyle zmienność zrealizowana stanowi odbicie postrzeganej niepewności rynkowej.

Chociaż profil obu mierników zmienności jest w zasadzie podobny, zmienność implikowana ma bardziej wyrazisty przebieg niż zmienność zrealizowana obliczona na podstawie stawki oprocentowania dla 3-miesięcznych depozytów. Wykres C wskazuje, że wzrost zmienności implikowanej rozpoczęty w połowie lipca, przyspieszył na początku sierpnia i podlegał wyraźnym wahaniom. Podobne zjawisko zaobserwowano także w obszarze zrealizowanej zmienności obliczonej na podstawie stawki oprocentowania dla 3-miesięcznych depozytów, chociaż wzrost tego miernika przebiegał bardziej stopniowo i generalnie był bardziej ograniczony, również w sierpniu (tj. najbardziej krytycznym okresie dla rynku pieniężnego waluty euro).

³ Zmienność implikowana omawiana w ramce, jest obliczana na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR o stałej stawce oprocentowania i z 6-miesięcznym terminem zapadalności.

Wykres C Zmienność zrealizowana a zmienność implikowana 3-miesięcznych stóp procentowych rynku pieniężnego

(w punktach bazowych)



Źródła: Reuters i dane szacunkowe EBC.

Kształtowanie się tych dwóch mierników zmienności w znacznym stopniu świadczy o charakterze każdego nich. Z jednej strony, wzrost zrealizowanej zmienności trzymiesięcznej stopy procentowej odzwierciedla napięcia w trzymiesięcznym niezabezpieczonym segmencie rynku pieniężnego, a z drugiej, implikowana zmienność także uwzględnia niepewność odnośnie przyszłego wpływu napięć narosłych w wyniku ogłoszenia przez niektóre banki europejskie swoich ekspozycji w sekurytyzowane produkty z rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku. W szczególności, utrzymujące się napięcia na rynku pieniężnym doprowadziły do nasilenia się niepewności odnośnie przyszłej sytuacji w środowisku finansowym i makroekonomicznym, które wychwytuje miernik zmienności implikowanej, ale już nie zrealizowanej.

Wychodząc z nadzwyczaj wysokich poziomów zaobserwowanych od początku września, mierniki zrealizowanej zmienności wykazały pewien spadek w ciągu tego miesiąca, co mogło stanowić odpowiedź na politykę hojnego przyznawania płynności, jaką prowadzono od połowy sierpnia. W tym samym czasie utrzymała się wysoka zmienność implikowana, na co prawdopodobnie szczególny wpływ miały bardziej nasilone napięcia w niezabezpieczonym segmencie rynku, szczególnie w 3-miesięcznym okresie, chociaż zmienność implikowana wykazywała także tendencję spadkową we wrześniu.

Generalnie, pomimo że powyżej opisane wskaźniki wykazały spadek, oba mierniki w zasadzie ustabilizowały się od tego czasu, utrzymywały się jednak znacznie powyżej poziomów sprzed zaburzeń z sierpnia, co wskazuje, że na powrót do stabilnych warunków rynkowych, takich jakie panowały przed zawirowaniami należy trochę poczekać.

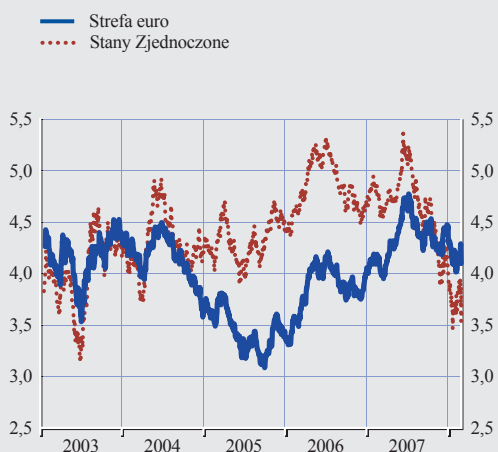
przestrzeni roku. W szczególności, zaburzenia finansowe zapoczątkowane problemami w sektorze nieruchomości w USA doprowadziły do zwiększonej zmienności na światowych rynkach obligacji w drugim półroczu. Powodem ograniczonych całkowitych zmian nominalnej rentowności długoterminowych obligacji w strefie euro było nieznaczne zwiększenie rentowności 10-letnich obligacji indeksowanych do inflacji oraz zwiększenie się odpowiadających im długoterminowych progowych stóp inflacji. Rentowność indeksowanych obligacji skarbu państwa z terminem wykupu przypadającym na 2015 r. – miernik długoterminowych realnych

stóp procentowych – wynosiła na koniec 2007 r. o 2%, tj. ok. 20 punktów bazowych więcej niż wzrost z końca 2006 r. Implikowana pięcioletnia przyszła progowa stopa inflacji za 5 lat – mierząca wyłącznie długoterminowe oczekiwania inflacyjne uczestników rynku oraz powiązane premie za ryzyko, wzrosła o 20 punktów bazowych w 2007 r., zbliżając się do wartości 2,4% na koniec roku.

W pierwszym półroczu 2007 r. rentowność długoterminowych obligacji rządowych gwałtownie wzrosła po obu stronach Atlantyku. W strefie euro rentowność obligacji skarbu

Wykres 12 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych ¹⁾

(oprocentowanie roczne, dane dzienne)



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

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

(w procentach rocznie, 5-dniowe średnie ruchome danych dziennych, skorygowane o efekty sezonowe)



Źródła: Reuters oraz obliczenia EBC.

państwa z 10-letnim terminem wykupu wzrosła o maksymalną wielkość 70 punktów bazowych w okresie pomiędzy końcem grudnia 2006 r. a początkiem lipca 2007 r., dla porównania – w Stanach Zjednoczonych wzrost nastąpił w połowie czerwca i osiągnął poziom o ok. 60 punktów bazowych wyższy niż na koniec 2006 r. Wzrost długoterminowych stóp procentowych potwierdzał oczekiwania rynku odnośnie silnej dynamiki wzrostu gospodarczego. Ocena była zgodna z na ogół lepszymi niż się spodziewano opublikowanymi danymi dotyczącymi nastrojów makroekonomicznych i klimatu gospodarczego. Stopniowy wzrost rentowności obligacji w strefie euro został dwukrotnie na krótko zakłócony w ciągu pierwszych 6 miesięcy 2007 r. Po raz pierwszy rentowność długoterminowych obligacji obniżyła się na przełomie lutego i marca, w następstwie znacznego osłabienia popytu na ryzyko, skutkującego zmianami struktury portfela, odejściem od inwestycji na rynkach giełdowych i przejściem do rynków obligacji. Powtórnie, na początku czerwca rentowność długoterminowych obligacji znacznie wzrosła w wyniku dużej wyprzedaży pakietów papierów wartościowych zapoczątkowanych na rynku obligacji w USA.

Generalnie, stosunkowo silny wzrost rentowności obligacji w ujęciu nominalnym zaobserwowany w pierwszym półroczu 2007 r. wynikał głównie ze wzrostu składnika w postaci realnych stóp procentowych. Jednocześnie, długoterminowe oczekiwania inflacyjne uczestników rynku w strefie euro i wiążące się z tym premie za ryzyko podniosły się bardzo nieznacznie w omawianym okresie. Tytułem ilustracji, 5-letnia przyszła progowa stopa inflacji za 5 lat wzrosła o 10 punktów bazowych przez pierwszych miesięcy 2007 r., dochodząc do 2,3% na koniec czerwca (zob. wykres 13).

W miesiącach letnich 2007 r. zaczęły narastać niepokoje odnośnie sytuacji na rynku nieruchomości w USA. W szczególności wyraźnie uwidoczniły się problemy, jakie mieli kredytobiorcy o najniższym wskaźniku zdolności kredytowej, ze spłatą kredytów hipotecznych o wysokim ryzyku, tj. najbardziej ryzykownych kredytów zaciągniętych w okresie, kiedy stopy procentowe były bardzo niskie, pomiędzy 2002 r. a 2004 r. Początkowo inwestorzy przewidywali, że problemy będą dotyczyć wyłącznie Stanów Zjednoczonych i że tylko stosunkowo ograniczony segment aktywów zostanie nimi dotknięty. Pod koniec lipca, ten łagodny scenariusz został

poważnie zagrożony, kiedy na jaw wyszło, że także europejskie instytucje finansowe dokonały znacznych zaangażowań na rynku kredytów hipotecznych typu sub-prime w USA. W pewnej ograniczonej liczbie przypadków, straty z tytułu tych ekspozycji stanowiły poważne zagrożenie dla sytuacji finansowej tych instytucji. Ujawnienie tych poważnych zagrożeń doprowadziło do szeroko odczuwalnych zaburzeń rynku finansowego, jak również do ogólnego nasilenia awersji do ryzyka. Taki obrót wydarzeń wywołał zjawisko tzw. ucieczki w inwestycje bezpieczne, czyli odwrót od ryzykownych aktywów i inwestowanie w portfel obligacji skarbowych.

W efekcie niepokoju, do końca roku rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro spadła ogółem o 30 punktów bazowych, w porównaniu z poziomem z początku lipca, na co złożyła się przede wszystkim niższa rentowność w ujęciu realnym. Spadek rentowności obligacji USA był o wiele wyraźniejszy; rentowność 10-letnich obligacji na zakończenie roku była około 130 punktów niższa od maksimum z połowy czerwca. Bardziej widoczny spadek rentowności obligacji potwierdza, jak się wydaje, słabsze perspektywy wzrostu dla gospodarki USA w oczach inwestorów, jak również decyzje FOMC o obniżeniu stóp procentowych 18 września, 31 października i 11 grudnia.

Podsumowując więc, niedawne zawirowania zakończyły stosunkowo długi okres spokoju na rynkach. Istnieje prawdopodobieństwo, że dość spokojne warunki na rynkach, jakie poprzedziły okres zawirowań, mogły popchnąć wielu uczestników rynku do podejmowania decyzji na podstawie oceny ryzyka, która okazała się zbyt optymistyczna. W ramce 3 przedstawiono główne podobieństwa i różnice pomiędzy zawirowaniami rynku w 2007 r. i w 1998 r.

Przyszła 5-letnia progowa stopa inflacji za 5 lat wzrosła o następne 10 punktów bazowych przez ostatnie 6 miesięcy 2007 r., dochodząc do 2,4% na koniec roku. Wzrost progowych stóp inflacji ogółem w 2007 r. mógł wynikać z pogarszania się krótkoterminowej perspektywy inflacyjnej –

będącej w istotnej mierze pochodną rosnących cen ropy i żywności. Nie wiadomo, jednak, w jakim stopniu wzrost tego wskaźnika ogółem stanowi odzwierciedlenie procesu kształtowania się długoterminowych oczekiwań inflacyjnych uczestników rynku i zmian wiążącej się z tym premii za ryzyko.

Postrzeganie przez uczestników rynku niepewności na rynku obligacji w strefie euro, mierzone zmiennością implikowaną, utrzymało się bez zmian przez pierwszych 6 miesięcy roku. Ujawniały się w tym oczekiwania, że utrzyma się sprzyjające środowisko gospodarcze zarówno w strefie euro, jak i w gospodarce światowej. Ta pozytywna ocena dokonana przez inwestorów uległa zmianie z uwagi na zaburzenia rynku i w efekcie okres pomiędzy czerwcem a sierpniem zaowocował zwiększeniem się implikowanej zmienności rynku obligacji. W następnym okresie implikowana zmienność w strefie euro utrzymywała się w zasadzie bez zmian na nieco podwyższonych poziomach.

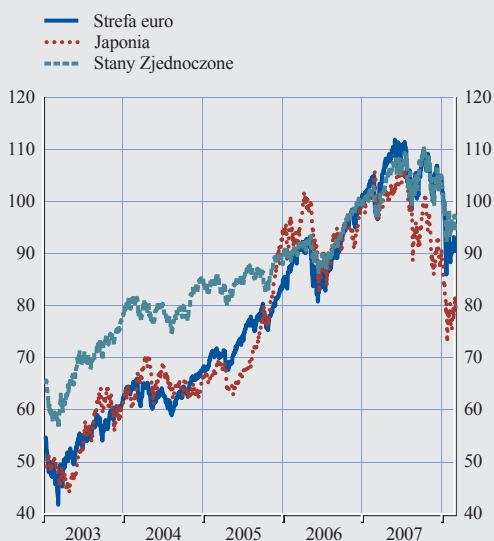
W pierwszych dwóch miesiącach 2008 r. rentowność długoterminowych obligacji w strefie euro obniżyła się o ok. 30 punktów bazowych i ukształtowała się na poziomie 4,1% 29 lutego 2008 r. Na podstawie analogicznych spadków realnej rentowności obligacji indeksowanych do inflacji można wyciągnąć wnioski, że uczestnicy rynku na początku 2008 r. zaczęli przejawiać większy pesymizm odnośnie perspektyw rozwoju gospodarczego w strefie euro.

WZROST CEN AKCJI W STREFIE EURO PRZY WYSOKIEJ ZMIENNOŚCI W 2007 R.

Pomimo znacznej zmienności w ciągu roku, przez cały 2007 r. utrzymał się ogólny wzrost cen akcji w strefie euro, który w ten sposób podtrzymywał trend wzrostowy obserwowany od początku 2003 r. (zob. wykres 14). Podsumowując więc, indeks Dow Jones EURO STOXX zakończył rok ze wzrostem 5% w porównaniu z zakończeniem roku 2006. Rynek akcji w Stanach Zjednoczonych także zakończył rok 2007 na plusie, indeks Standard & Poor's 500

Wykres 14 Podstawowe indeksy rynku akcji¹⁾

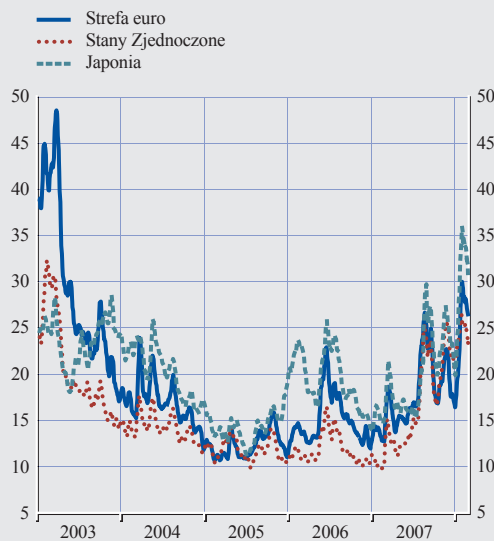
(indeks: 2 stycznia 2007 ponownie ustalony na 100, dane dzienne)



Źródła: Reuters, Thomson Financial Datastream oraz obliczenia EBC.
1) Dla strefy euro wykorzystano szeroki indeks Dow Jones EURO STOXX, indeks Standard & Poor's 500 - dla Stanów Zjednoczonych, a Nikkei 225 - dla Japonii.

Wykres 15 Implikowana zmienność rynku akcji

(w procentach rocznie, 10-dniowe średnie ruchome danych dziennych)



Źródła: Bloomberg oraz obliczenia EBC.
Uwaga: Implikowany szereg zmienności odzwierciedla oczekiwane odchylenie standardowe procentowych zmian cen akcji w okresie do 3 miesięcy, na co pośrednio wskazują ceny opcji na indeksy rynku akcji. Indeksami rynku akcji, do których odnosi się zmienność implikowana, są Dow Jones EURO STOXX 50 dla strefy euro, Standard & Poor's 500 dla Stanów Zjednoczonych oraz Nikkei 225 dla Japonii.

wzrósł o 3,5%, z drugiej jednak strony, japońskie wyniki giełdowe, mierzone indeksem Nikkei 225, obniżyły się o 11%. Równoległe z ewolucją na rynkach obligacji, nasilenie wahań cen akcji w strefie euro dało się zauważyć szczególnie w miesiącach letnich, kiedy inwestorzy nie byli skłonni, żeby utrzymywać aktywa wiążące się z ryzykiem, takie jak akcje. Dobre ogólnie wyniki giełdowe w strefie euro wynikały głównie z kontynuacji dynamiki rzeczywistego i oczekiwanego polepszenia wyników finansowych spółek giełdowych.

Ceny akcji w strefie euro stopniowo rosły przez pierwszych 6 miesięcy 2007 r. Ten ostry kurs wznoszący uległ tymczasowemu zakłóceniu na przełomie lutego i marca, kiedy w ślad za rozwojem wydarzeń na większości głównych rynków nastąpiła ostra korekta cen akcji w strefie euro, częściowo spowodowana rozwojem wydarzeń na rynkach chińskich. Indeks Dow Jones EURO STOXX utracił ok.

4% swojej wartości w okresie pomiędzy 6 lutego a 7 marca 2008 r. Po tym okresie, rynki odrobiły straty, częściowo podsycane zwiększonym apetytem na ryzyko, działaniami w zakresie fuzji i przejęć oraz w dalszym ciągu korzystnie kształtującą się rentownością. Potwierdzeniem wysokiego poziomu, na jakim kształtowała się rentowność, jest fakt, że w okresie pomiędzy styczniem a czerwcem przeciętny dochód na akcję w spółkach ujętych w indeksie Dow Jones EURO STOXX wzrastał w tempie niemalże 17% rocznie. Ogólnie biorąc, ceny akcji w strefie euro pod koniec czerwca były o 10% wyższe niż rekordy poziomów ustanowione na koniec 2006 r.

Gwałtowny kres optymizmowi panującemu na globalnych rynkach akcji położyło pojawienie się zaburzeń finansowych, które zainicjowały szeroko zakrojoną przecenę ryzyka kredytowego i finansowego, a także wzmocniły niechęć inwestorów do ryzyka. Spadek cen akcji w

strefie euro, jak się wydaje, świadczył głównie o gwałtownym podwyższeniu premii za ryzyko kapitałowe, jakiej żądano za utrzymywanie zasobów akcji w strefie euro, zwłaszcza od firm sektora finansowego. Jednocześnie, implikowana zmienność rynku akcji gwałtownie zwyżkowała do poziomów ostatnio odnotowanych w 2003 r. (zob. wykres 15). Wysoka fala wyprzedaży pakietów papierów wartościowych na rynkach akcji strefy euro przypadła na lipiec i sierpień. Indeks cen Dow Jones EURO STOXX stracił wówczas ok. 5% swojej wartości.

We wrześniu i na początku października, nastąpił wzrost cen akcji w strefie euro, podobny do tego, jaki odnotowano po krótkoterminowej korekcie na przełomie lutego i marca. Niemniej, w późniejszym okresie, pomiędzy połową października a końcem roku, ponownie wzrosła awersja inwestorów do ryzyka, po tym jak wiele instytucji finansowych poinformowało, że poprzez inwestycje w obszarze kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w USA poniosły one większe straty niż pierwotnie oczekiwano. W konsekwencji, ceny akcji w strefie euro i na świecie gwałtownie spadły, a na rynku akcji ponownie zapanowała wzmożona niepewność, przejawiająca się wzrostem implikowanej zmienności do poziomów zbliżonych do tych, jakie odnotowano w miesiącach letnich.

Zaburzenia na rynku finansowym w zaskakująco niewielkim stopniu oddziaływały na oczekiwaną i rzeczywistą rentowność przedsiębiorstw w strefie euro. W okresie pomiędzy grudniem 2006 r.

a grudniem 2007 r., zysk na akcję spółek ujmowanych w indeksie Dow Jones EURO STOXX wzrósł o 15%. Jednocześnie analitycy oczekiwali, że wzrost w 2008 r. będzie oscylował w okolicach 9%. Fakt, że zaburzenia rynkowe generalnie nie wywarły wpływu na rentowność sektora przedsiębiorstw przyczyniał się do złagodzenia ogólnego spadku, jaki notowano w drugim półroczu 2007 r.

Z analizy zjawisk kształtujących sytuację w poszczególnych sektorach wynika, wyniki sektora telekomunikacji i sektora użyteczności publicznej kształtowały się znacznie powyżej ogólnego wskaźnika. Omawiane sektory odnotowały dobre wyniki prawdopodobnie dlatego, że inwestorzy stawiali na przedsiębiorstwa ze stosunkowo stabilnymi przepływami gotówki. W tym samym okresie wyniki sektora finansowego kształtowały się poniżej ogólnego indeksu. Słabość tego sektora wiąże się ze wzrostem obaw co do jego rentowności, w kontekście generalnie dużych inwestycji sektorowych w aktywa – bezpośrednio lub pośrednio – powiązane ze słabnącym rynkiem kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w Stanach Zjednoczonych.

Na początku 2008 r. dalsze niepokoje dotyczące ryzyka kredytowego w połączeniu z gorszymi oczekiwaniami dotyczącymi rentowności złożyły się na obniżenie cen akcji. Od zakończenia 2007 r. do 29 lutego 2008 r. indeksy Dow Jones EURO STOXX i Standard & Poor's 500 straciły odpowiednio 14% i 9% swojej wartości.

Ramka 3

PODOBIENSTWA I RÓŻNICE POMIĘDZY EPIZODAMI ZABURZEŃ FINANSOWYCH W 2007 R. I 1998 R.

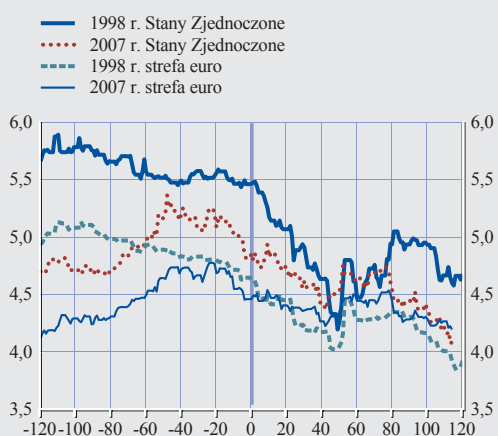
W drugim półroczu 2007 r. na ceny na światowym rynku finansowym istotnie wpłynęła ogólna przecena ryzyka finansowego; początkowo ograniczona do jednego szczególnego segmentu rynku kredytowego (aktywa wysokiego ryzyka zabezpieczone hipotekami kredytowymi o podwyższonym ryzyku w USA), następnie objęła swoim zasięgiem wszystkie rynki kredytowe i ogólnie cały system finansowy. Sekwencja i charakter niedawnych wydarzeń przypomina w pewnym stopniu zawirowania na rynku finansowym z drugiego półrocza 1998 r., znane pod

nazwą „kryzysu LTCM”. Przedstawiona w niniejszej ramce analiza rynkowych wskaźników finansowych koncentruje się na podstawowych podobieństwach i różnicach pomiędzy tymi dwoma epizodami.

W pierwszym półroczu 1998 r. rozwojowi najbardziej zaawansowanych gospodarek towarzyszyła dobra sytuacja na rynkach, objawiająca się gwałtownąwyżką cen akcji, stabilną rentownością obligacji długoterminowych i zmniejszającą się rozpiętością pomiędzy cenami kupna i sprzedaży obligacji sektora przedsiębiorstw, częściowo podsycana sprzyjającymi warunkami makroekonomicznymi (zob. wykresy A i B przedstawiające rentowność obligacji w strefie euro i ceny akcji). Zmiany w ogólnie spokojnym światowym środowisku rynków finansowych zaczęły zachodzić w lecie 1998 r. Wydaje się, że przesunięcia obserwowane w nastrojach na rynku finansowym i apetycie inwestorów na ryzyko wynikały bezpośrednio z dwóch głównych czynników: po pierwsze, pogłębił się pesymizm uczestników rynku odnośnie reperkusji, jakie miał spadek aktywności gospodarczej na wschodzących rynkach w 1997 r. na gospodarkę światową; po drugie, zaczęły się nawarstwiać niepokoje rynku dotyczące kondycji rosyjskich wierzycieli. Niepokoje te osiągnęły szczyt 17 sierpnia 2008 r., kiedy Rosja ogłosiła restrukturyzację i dewaluację swojego zadłużenia oraz moratorium na spłatę kapitału zadłużenia przez podmioty prywatne. Doniesienia te wywołały falę wyprzedaży na światowych rynkach akcji i obligacji przedsiębiorstw. Przesunięcia w strukturze portfela w kierunku bezpiecznych aktywów spowodowały obniżenie rentowości długoterminowych obligacji skarbowych (zob. wykres A)

Wykres A Rentowność długoterminowych obligacji amerykańskich i strefy euro w 1998 r. oraz 2007 r.

(w procentach rocznie)

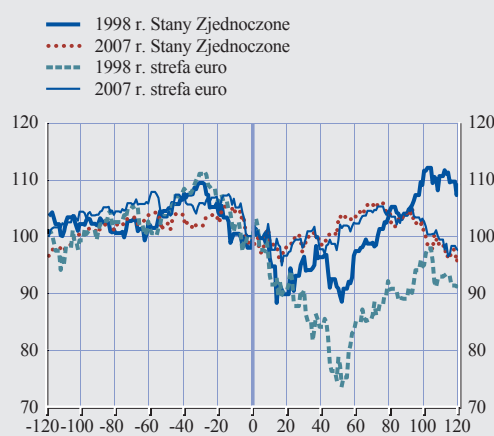


Źródła: Reuters oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Oś X odpowiada 120 dniom roboczym przed i po odpowiednio 17 sierpnia 1998 r. oraz 30 lipca 2007 r. Data w 1998 r. odpowiada ogłoszeniu rosyjskiego moratorium, a data w 2007 r. przedstawia moment, w którym niemiecki bank IKB zapowiedział poniesienie ogromnych strat z tytułu tzw. kanałów działania (ang. *conduits*)/funduszy typu SIV (*Structured Investment Vehicle* – Strukturyzowane Fundusze inwestycyjne) zainwestowanych w amerykańskie strukturyzowane instrumenty kredytowe.

Wykres B Ceny akcji w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro w 1998 r. oraz w 2007 r.

(indeks ponownie sprowadzony do 100 w dn. 17 sierpnia 1998 r. i 30 lipca 2007 r.)



Źródła: Reuters oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Oś X odpowiada 120 dniom roboczym przed i po odpowiednio 17 sierpnia 1998 r. oraz 30 lipca 2007 r. Data w 1998 r. odpowiada ogłoszeniu rosyjskiego moratorium, a data w 2007 r. przedstawia moment, w którym niemiecki bank IKB zapowiedział poniesienie ogromnych strat z tytułu tzw. kanałów działania (ang. *conduits*)/funduszy typu SIV (*Structured Investment Vehicle* – Strukturyzowane Fundusze inwestycyjne) zainwestowanych w amerykańskie strukturyzowane instrumenty kredytowe.

W epizodach zaburzeń z 2007 r. i 1998 r. daje się zauważyć dwa istotne podobieństwa, pierwsze z nich dotyczy środowiska rynku finansowego przed wystąpieniem zawirowań; a po drugie w obu przypadkach do wybuchu zaburzeń przyczynił się stosunkowo niewielki wstrząs.

W przypadku pierwszego podobieństwa, środowisko rynku finansowego w okresie poprzedzającym wystąpienie zawirowań charakteryzowało się przedłużonymi okresami wzrostu cen aktywów w większości segmentów, przy niskich poziomach zmienności rynku finansowego. Bardzo korzystna sytuacja rynkowa mogła skłonić niektórych inwestorów do podejmowania decyzji inwestycyjnych w oparciu o ocenę ryzyka, która okazała się nadmiernie optymistyczna. W rezultacie, nadawali oni prawdopodobnie zbyt dużą wagę ostatnim doświadczeniom, ekstrapolując na przyszłość niedawne trendy niezgodne z wartościami i prawdopodobieństwem długoterminowej równowagi.

Przechodząc do drugiego zagadnienia, w obu przypadkach do pojawienia się zaburzeń finansowych doszło, pomimo braku poważnych wstrząsów inflacyjnych lub gospodarczych. Oba epizody, zostały za to zainicjowane przez stosunkowo niewielkie wstrząsy (tj. nieoczekiwane zakłócenia płynności w znaczących, ale nie bardzo dużych segmentach rynku), które zapoczątkowały ogólną przecenę ryzyka finansowego, a w konsekwencji doprowadziły do bardzo dużych ruchów cen w poszczególnych segmentach rynku (zwłaszcza w segmencie kredytów i pożyczek). Nie można wykluczyć, że silne reakcje rynku mogły być dodatkowo wzmocnione przez wyżej wspomniane spokojne otoczenie rynkowe, w którym wyceny niektórych klas aktywów, jak się przynajmniej *ex post* wydaje, były nieco zawyżone z fundamentalnego punktu widzenia.

Pomimo tych podobieństw, zjawiska towarzyszące rozwojowi sytuacji w czasie obu kryzysów różniły się od siebie pod wieloma względami. Po pierwsze, w wyniku innowacji finansowych z ubiegłej dekady w obszarze realokacji ryzyka kredytowego znacznie trudniej jest określić w jakich sektorach i konkretnych podmiotach ostatecznie alokowane jest ryzyko. Choć częstsze stosowanie sekurytyzacji, polegającej na konwersji niepłynnej akcji kredytowej na instrumenty płynne, umożliwiło inwestorom większą dywersyfikację, to w wielu przypadkach wycena nowych produktów jest nadzwyczaj złożona. Rozpowszechnienie się tych instrumentów i niepewność odnośnie ekspozycji kontrahentów może po części wyjaśniać niedawne zjawiska w szeregu segmentów rynku. Po drugie, niedawne napięcia oddziaływały przede wszystkim na rentowność i płynność rynku kredytowego i rynku pieniężnego. Z kolei, w 1998 r., także rynki obligacji rządowych odnotowały zanik płynności, gdyż wiele ryzykownych strategii inwestycyjnych realizowanych w tym okresie obejmowało także pozycje w dłużnych papierach wartościowych sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Po trzecie, oba wykresy ukazują pewną rozbieżność pomiędzy reakcjami cen aktywów w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych w czasie dwóch omawianych kryzysów finansowych. W 1998 r. spadek cen akcji był ostrzejszy w strefie euro niż w Stanach Zjednoczonych. Różnice w kształtowaniu się cen akcji prawdopodobnie wynikały ze zwiększenia się różnic poziomów wzrostu gospodarczego pomiędzy tymi dwoma gospodarkami. Można zauważyć, że w 1998 r. wzrost produkcji w Stanach Zjednoczonych był stabilny, natomiast w strefie euro realna roczna stopa wzrostu PKB obniżyła się 3,8% w pierwszym kwartale 1998 r. do 2,4% w czwartym kwartale. Z kolei, rentowność obligacji długoterminowych obniżyła się o podobną wielkość w obu gospodarkach. W 2007 r. oczekiwane różnice poziomów wzrostu gospodarczego mogły złożyć się na nieco odmienną ścieżkę cen aktywów w strefie euro i w USA. Tytułem ilustracji, różnice pomiędzy stopami procentowymi pomiędzy

strefą euro a USA uległy zmniejszeniu w miesiącach po pojawieniu się niepokoju, przyjmując nawet wartości ujemne po raz pierwszy od początku 2004 r. Jak się wydaje, w drugim półroczu 2007 r. uczestnicy rynku postrzegali strefę euro jako nieco odporniejszą od gospodarki USA na ostatnie napięcia. Odpowiednio, oczekiwanie na bardziej zdecydowaną reakcję polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych – w następstwie dokonanych przez inwestorów zmian prognoz relatywnego wzrostu w USA i w strefie euro – przyczyniło się do zmiany znaku różnic w długoterminowych stopach procentowych w obu tych gospodarkach. Jednocześnie, ceny akcji w USA i w strefie euro kształtowały się podobnie podczas ostatnich zaburzeń; można więc sądzić, że kształtował je wspólny międzynarodowy czynnik o znacznej sile oddziaływania po obu stronach Atlantyku.

Po czwarte, wschodzące rynki zniosły rozchwianie rynku w 2007 r. znacznie lepiej niż w 1998 r. Znikomy wpływ wydarzeń z 2007 r. wskazuje, że przez ostatnie dziesięciolecie wschodzące rynki zwiększyły swą odporność na wstrząsy światowego systemu finansowego. O ile z jednej strony ich zadłużenie odgrywało kluczową rolę w zawirowaniach z 1998 r., to z drugiej strony prawie wcale nie dotknęły ich ostatnie zaburzenia. Rynki wschodzące były nawet czynnikiem amortyzującym wzrost ryzyka dla gospodarki światowej.

STOPNIOWE OGRANICZANIE DYNAMIKI ZADŁUŻANIA SIĘ GOSPODARSTW DOMOWYCH

Dynamika zadłużania się gospodarstw domowych uległa spowolnieniu na przestrzeni 2007 r., co świadczyło o ujemnym oddziaływaniu wyższych stóp procentowych kredytów i pożyczek, ostrożniejszej ocenie ryzyka kredytowego przez kredytobiorców oraz ograniczeniu dynamiki rynku nieruchomości mieszkaniowych. Głównym źródłem kredytowania dla gospodarstw domowych był sektor MIF, przy rocznej stopie wzrostu akcji kredytowej MIF dla gospodarstw wynoszącej 6,2% w grudniu 2007 r., w porównaniu z 8,2% i 7,2% odpowiednio na koniec 2006 r. i w połowie roku 2007. Stopniowy i ciągły charakter spadku akcji kredytowej dla sektora gospodarstw domowych wskazuje, że stymulowały go czynniki fundamentalne oraz że zaburzenia finansowe, jak dotąd, w ograniczonym zakresie oddziaływały na kategorię kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych. Jednocześnie roczna stopa wzrostu kredytów udzielonych sektorowi gospodarstw domowych przez instytucje spoza sektora MIF (tj. OFI, firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne) w 2007 r. w dalszym ciągu przewyższała akcję kredytową MIF dla tego sektora.

Analiza akcji kredytowej MIF dla sektora gospodarstw domowych wskazuje, że w dalszym ciągu jej głównym czynnikiem pozostały transakcje nabywania nieruchomości mieszkaniowych. Roczna stopa wzrostu kategorii kredytów i pożyczek na zakup nieruchomości mieszkaniowych wyniosła 7,1% w grudniu 2007 r., w porównaniu z wyjściowym poziomem 9,6% w grudniu 2006 r. (zob. wykres 16). Ograniczenie jej dynamiki korelowało ze spowolnieniem wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych oraz aktywności na rynku nieruchomości odnotowanym w szeregu gospodarek strefy euro. Wyniki badania sondażowego akcji kredytowej banków przeprowadzone w ramach Eurosystemu potwierdzają tę ocenę, jako że w ciągu 2007 r. wśród wymienianych przez banki czynników ograniczających popyt gospodarstw domowych na kredyty mieszkaniowe znalazły się zarówno perspektywy rozwoju rynku mieszkaniowego, jak i, coraz częściej, zmiany zaufania konsumentów. Ograniczenie wzrostu akcji kredytowej odnotowane pod koniec 2007 r. mogło także świadczyć o ujemnym wpływie zaostrzenia warunków kredytowania, w miarę jak nasilały się niepokoje banków odnośnie perspektyw rynku nieruchomości mieszkaniowych i ogólnych perspektyw sytuacji gospodarczej.

Obniżenie rocznej stopy wzrostu akcji kredytowej na zakup nieruchomości mieszkaniowych potwierdzało także ujemny wpływ podwyżek głównych stóp procentowych EBC rozpoczętych w grudniu 2005 r. Kontynuując tendencję obserwowaną w 2006 r., stopy procentowe kredytów i pożyczek MIF na zakup nieruchomości mieszkaniowych wzrosły o 66 punktów bazowych w okresie pomiędzy grudniem 2006 r. a końcem grudnia 2007 r. (zob. wykres 17). Wzrost stóp procentowych zaznaczył się wyraźniej w kategorii kredytów na zakup nieruchomości mieszkaniowych ze zmienną stawką oprocentowania i okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku lub powyżej 10 lat, niż w przypadku kredytów i pożyczek o średnich terminach zapadalności.

W podobny sposób, lecz na niższym poziomie roczna stopa wzrostu dla kredytów konsumpcyjnych obniżyła się do 5,3% w grudniu 2007 r., wychodząc od poziomu 7,7% na zakończenie 2006 r. Roczny wzrost tej kategorii kredytów obniżył się wraz z obniżaniem się zaufania konsumentów i stopniowym ograniczeniem wzrostu sprzedaży detalicznej zauważalnym w strefie euro. Wyniki badania akcji kredytowej banków wskazują, że na przestrzeni trzech pierwszych kwartałów 2007 r. nastąpiło złagodzenie kryteriów udzielania kredytów w ujęciu netto, co sprzyjało wzrostowi akcji kredytowej, natomiast w czwartym kwartale, w warunkach zaburzeń finansowych, warunki udzielania kredytów uległy zaostrzeniu. W tym kontekście, należy także zauważyć, że w trakcie roku banki informowały o nasilających się niepokojach odnośnie

Wykres 16 Kredyty i pożyczki sektora MIF dla gospodarstw domowych

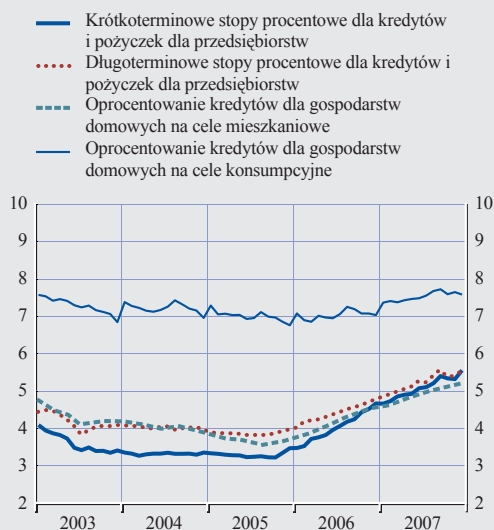
(roczne zmiany w procentach)



Źródło: EBC.

Wykres 17 Oprocentowanie kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw

(oprocenowanie roczne, bez opłat, stopy dla nowych umów, dane ważone)



Źródło: EBC.

Uwagi: Dla okresu rozpoczynającego się w grudniu 2003 r. ważne stopy procentowe MIF są obliczane przy użyciu wag poszczególnych krajów wyliczanych na podstawie 12-miesięcznej średniej ruchomej wolumenu nowych umów. Dla okresu poprzedzającego, od stycznia do listopada 2003 r., ważne stopy procentowe MIF są wyliczane przy użyciu wag poszczególnych krajów obliczanych na podstawie średniego wolumenu nowych umów w 2003 r. Więcej informacji na ten temat znajduje się w ramce 2 w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2003 r.

zdolności kredytowej konsumentów i perspektyw kształtowania się sytuacji gospodarczej, co mogło ograniczyć ich działalność kredytową. Jednocześnie, stopy procentowe dla kredytów konsumpcyjnych MIF, które w 2007 r. utrzymywały się znacznie powyżej stawek oprocentowania kredytów na zakup nieruchomości mieszkaniowych, wzrosły o 55 punktów bazowych w okresie pomiędzy grudniem 2006 r. a grudniem 2007 r. i przez to przyczyniły się do obniżenia popytu na tę kategorię kredytów.

DALSZY WZROST ZADŁUŻENIA SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

Pomimo ograniczenia wzrostu stóp procentowych dla kredytów i pożyczek dla sektora gospodarstw domowych, w wyniku dynamicznego tempa akcji kredytowej wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do dochodu do dyspozycji dalej wzrastał i osiągnął poziom 92,5% w trzecim kwartale (zob. wykres 18). Z kolei wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do PKB wzrósł do 60,3% w tym kwartale, jak wynika z danych ze zintegrowanych rachunków strefy euro. Niemniej, w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi lub Wielką Brytanią, poziom zadłużenia gospodarstw strefy euro jest cały czas stosunkowo ograniczony. Trwający wzrost zadłużenia sektora gospodarstw domowych zwiększył ich wrażliwość na zmiany stóp procentowych, kształtowanie się dochodów i cen aktywów. Należy podkreślić, że omawiany wskaźnik przedstawia średni poziom i stan zadłużenia może wykazywać znaczne różnice pomiędzy poszczególnymi gospodarstwami domowymi w różnych krajach strefy euro. Wyższe poziomy ekspozycji dobrze opisują sytuację kiedy, przykładowo, gospodarstwa domowe korzystały z wyjątkowo sprzyjających warunków kredytowania panujących w ostatnich latach i zaciągały kredyty hipoteczne o zmiennej stopie procentowej o niższych początkowych ratach odsetkowych. Wzrost zadłużenia w połączeniu z wyższymi stopami procentowymi dla gospodarstw domowych doprowadził do wzrostu ciężaru obsługi zadłużenia w 2007 r., mierzonego jako spłata odsetek i kapitału zadłużenia w proporcji do

dochodu do dyspozycji. Ciężar obsługi płatności odsetkowych dalej rósł do 3,2% w trzecim kwartale 2007 r., wychodząc od poziomu 2,8% na zakończenie 2006 r. i kształtował się znacznie powyżej poziomów odnotowanych w latach 2004 i 2005, ale również poniżej ostatniego szczytowego poziomu z 2001 r.

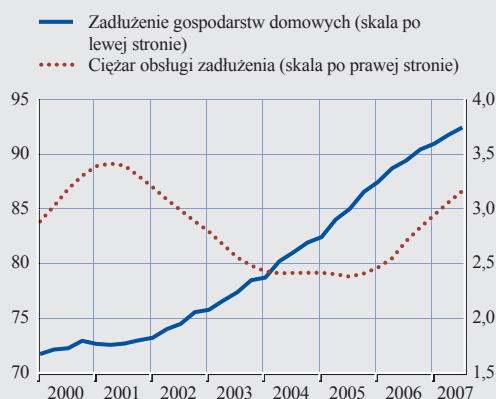
WYŻSZE KOSZTY FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO DLA PRZEDSIĘBIORSTW W 2007 R.

W 2007 r. realne koszty finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw stopniowo zwiększały się, kontynuując w ten sposób trend obserwowany w 2006 r. Utrzymał się natomiast wysoki poziom rentowności tego sektora. Niemniej, stopy wzrostu realnych kosztów finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw utrzymywały się na wysokim poziomie podtrzymywanym przez silny popyt na akcję kredytową sektora MIF, co jest potwierdzeniem rosnącej luki finansowania. W rezultacie, oczekuje się, że w 2007 r. sektor przedsiębiorstw w jeszcze większym stopniu będzie korzystał z finansowania zewnętrznego.

W efekcie podwyżek głównych stóp procentowych EBC w 2006 r. i w pierwszym półroczu 2007 r., realny całkowity koszt finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw

Wykres 18 Zadłużenie gospodarstw domowych a płatności odsetkowe

(jako procent dochodu do dyspozycji brutto)



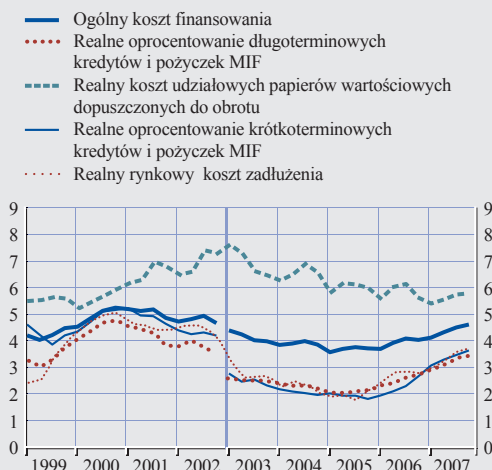
Źródło: EBC.

strefy euro dalej wzrastał w 2007 r. (zob. wykres 19)². W ciągu roku, głównym czynnikiem wzrostu był dalszy wzrost kosztów realnych finansowania wierzycielskiego, chociaż nieznacznie wzrósł także koszt finansowania kapitałowego. W ostatnim kwartale 2007 r., zaburzenia na rynkach kredytowych przyczyniły się do podwyższenia kosztów zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw, w miarę jak zmieniała się wycena ryzyka kredytowego przez kredytodawców i innych inwestorów. W efekcie warunki finansowania z rynku stały się trudniejsze niż w poprzednim okresie.

Jeśli chodzi o składniki kosztów finansowania zewnętrznego, stopy procentowe kredytów MIF dla sektora przedsiębiorstw wzrosły w ciągu 2007 r. zarówno w ujęciu realnym jak i nominalnym (zob. wykres 19). Po podwyższeniu krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego – o 120 punktów bazowych w okresie pomiędzy końcem 2006 r. a końcem 2007 r. w przypadku 3-miesięcznej stopy EURIBOR – nastąpiły mniejsze wzrosty krótkoterminowych stóp procentowych MIF dla kredytobiorców z sektora przedsiębiorstw. W szczególności, w tym okresie oprocentowanie kredytów i pożyczek ze zmienną stopą procentową i okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku wzrosło od ok. 90 do 100 punktów bazowych w przypadku małych i dużych kredytów w tym samym okresie. Podwyżki prawdopodobnie odzwierciedlały również wpływ podwyżek stóp rynku pieniężnego na krótkoterminowe stopy procentowe akcji kredytowej sektora MIF; w ten sposób podążyły one w zasadzie tym samym torem co opóźniona transmisja, obserwowana już w przebiegu poprzednich cykli. Długoterminowe stopy procentowe akcji kredytowej sektora MIF także wykazały wzrost w tym okresie – wzrósł on z 60 do 85 punktów bazowych. Tytułem ilustracji, w tym samym okresie, rentowność obligacji rządowych o pięcioletnim terminie zapadalności obniżyła się o 40 punktów bazowych. W rezultacie, rozpiętość pomiędzy długoterminowymi stopami procentowymi akcji kredytowej

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 nie spłacanych kwot pomniejszonych o wartość oczekiwaną 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.

banków a porównywalnymi rynkowymi stopami procentowymi znacznie się zwiększyła, szczególnie w drugim półroczu. Zwiększenie tej rozpiętości świadczyło o wzroście kosztów finansowania przez banki.

Realny koszt wierzycielskiego finansowania z rynku dla sektora przedsiębiorstw także wykazał znaczny wzrost w 2007 r., co stanowiło kontynuację trendu zapoczątkowanego w 2006 r. Do grudnia 2007 r., koszt ten był o około 190 punktów bazowych wyższy od wartości minimalnej odnotowanej latem 2005 r. Od czerwca 2007 r. wzrost rentowności był wyższy dla obligacji przedsiębiorstw niż dla

2 Rzeczywisty koszt finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw strefy euro, obliczany przez oznaczenie wag poszczególnych źródeł finansowania zewnętrznego na podstawie aktualnego stanu zadłużenia w rozkładzie na poszczególne źródła (po korekcie uwzględniającej efekty wyceny). Szczegółowy opis tego pomiaru znajduje się w ramce "Pomiar realnych kosztów zagranicznego finansowania przedsiębiorstw w strefie euro" w Biuletynie Miesięcznym EBC z marca 2005 r.

obligacji rządowych, przez co rozpiętości odpowiednio zwiększyły się w drugim półroczu. Wzrost rentowności prawdopodobnie świadczył o tym, że inwestorzy na świecie dostrzegają podwyższony poziom ryzyka kredytowego i płynnościowego oraz że po dłuższym okresie bardzo ograniczonej rentowności wzrasta zmienność rynku finansowego³.

Realny koszt kapitału akcyjnego w sektorze przedsiębiorstw także stopniowo rósł na przestrzeni 2007 r., pomimo że w pierwszym półroczu wzrastały ceny na rynkach akcji (mierzone, przykładowo, szerokim indeksem strefy euro). Z kolei, w drugim półroczu 2007 r., spadki cen na rynku akcji przyczyniły się do wzrostu kosztów emisji kapitału. Niemniej, koszt kapitału opiera się na pewnych założeniach dotyczących oczekiwanych w przyszłości przepływów gotówkowych przedsiębiorstw i zalecana jest ostrożność w podejściu do wyników obliczeń.

DALSZY WZROST POPYTU NA FINANSOWANIE ZEWNĘTRZNE ZE STRONY SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

W ciągu 2007 r. utrzymał się wysoki popytu na finansowanie zewnętrzne ze strony sektora przedsiębiorstw; a także trend wzrostowy obserwowany od końca 2004 r. W czwartym kwartale, realny roczny wzrost finansowania zewnętrznego sektora przedsiębiorstw wyniósł 5%, co stanowiło wzrost ze średniego poziomu 4% w 2006 r. Głównym czynnikiem wzrostu był zwiększony udział akcji kredytowej udzielonej przez sektor MIF, przy bardziej ograniczonym udziale dłużnych papierów wartościowych i walorów notowanych w obrocie giełdowym (zob. wykres 21).

Popyt na finansowanie zewnętrzne był nadal bardzo wysoki, pomimo dynamicznego generowania funduszy własnych. W szczególności, utrzymał się wysoki poziom zysków przez cały 2007 r., jak wynika z zagregowanych danych z poziomu przedsiębiorstw, jakie zaczerpnięto ze sprawozdań finansowych spółek giełdowych (zob. wykres 20)⁴. Niemniej należy też uwzględnić, że o ile przez cały rok w strefie euro przewidywano wysokie

dochody, to ostatni kwartał 2007 r. przyniósł znaczny wzrost liczby korekt w dół oczekiwanych dochodów spółek giełdowych strefy euro.

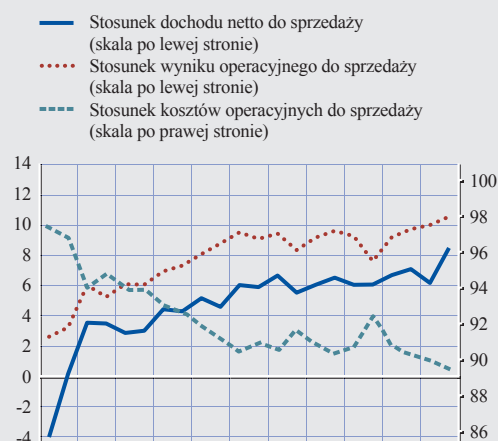
Dynamika akcji kredytowej sektora MIF dla przedsiębiorstw generalnie dalej przyspieszała w 2007 r., kontynuując tendencję obserwowaną od początku 2004 r. Stopy wzrostu ukształtowały się na poziomie 14,5% w grudniu 2007 r. i zwiększyły się do 14,6% w styczniu 2008 r. W istocie, tak wysokich poziomów wzrostu kredytów i pożyczek nie notowano od czasu wprowadzenia waluty euro w 1999 r. Tak więc, na podstawie „twardych” danych nie stwierdzono oznak spowolnienia wzrostu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w następstwie niedawnych zawirowań na rynkach kredytowych. Wysoki wzrost kredytów MIF w strefie euro można po

3 Zob. ramka „The recent repricing of credit risk” w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2007 r.

4 Ostatnio odnotowane dobre wyniki firm strefy euro wydają się również obejmować poszczególne kraje strefy euro. Zob. pieniądź też ramka „Volatility and cross-country dispersion of corporate earnings in the euro area” w Biuletynie Miesięcznym z października 2007 r.

Wykres 20 Wskaźniki rentowności przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie

(dane kwartalne, w procentach)



Źródła: Thomson Financial Datastream oraz obliczenia EBC. Uwagi: Obliczenia oparto na zagregowanych kwartalnych zestawieniach finansowych przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie. Wartości przypadkowe (ang. outliers) usunięto z próbki. 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 oraz po uwzględnieniu pozycji nadzwyczajnych.

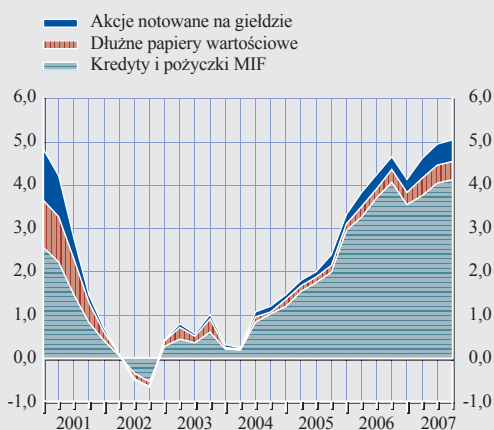
części wyjaśnić dwoma czynnikami. Po pierwsze, według szacunków banków, jak wynika z badania ankietowego na temat akcji kredytowej, potrzeby finansowe wiążące się z realną działalnością gospodarczą – tzn. w przypadku zapasów, kapitału obrotowego oraz inwestycji w środki trwałe – w dalszym ciągu odpowiadają za utrzymujące się wzmocnienie popytu na kredytowanie. Po drugie, wzrost akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw mógł też być podtrzymywany przez odchodzenie od finansowania wierzycielskiego z rynku spowodowane trudniejszymi warunkami na rynku dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach 2007 r. Z kolei, inne czynniki o bardziej finansowym charakterze, jak bardziej ograniczone potrzeby finansowania działalności w obszarze fuzji i przejęć lub zaobserwowany wzrost stóp procentowych dla akcji kredytowej, prawdopodobnie przyczyniły się do zmniejszenia popytu na kredyty i pożyczki. W związku z tym, mniej korzystne warunki finansowania, jakich doświadczają banki, mogły też przełożyć się na osłabienie popytu na kredyty i pożyczki, ponieważ banki przesunęły swoje bardziej rygorystyczne warunki finansowania w procesie przyznawania kredytów na kredytobiorców z sektora przedsiębiorstw.

Finansowanie z rynku – zarówno wierzycielskie jak i kapitałowe – także się zwiększyło wraz ze wzrostem finansowania przedsiębiorstw przez banki, chociaż w dalece mniejszym stopniu. Roczna stopa wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez sektor przedsiębiorstw podwyższyła się z około 4,5% na początku roku do 10,1% w lipcu 2007 r., co stanowiło znaczny wzrost, szczególnie w porównaniu ze stosunkowo ograniczonym wzrostem w latach minionych. W późniejszym okresie roczny wzrost w tej kategorii papierów dłużnych wyemitowanych przez sektor przedsiębiorstw nieco się zmniejszył. Analiza zjawisk krótkoterminowych w zakresie danych skorygowanych sezonowo wskazuje, że od sierpnia 2007 r. spadek działalności emisyjnej netto sektora przedsiębiorstw był o wiele głębszy, co mogło wynikać ze wzrostu spreadów dla obligacji przedsiębiorstw wskutek problemów na rynku kredytowym oraz z obniżenia się fali fuzji i przejęć. Roczna dynamika emisji akcji dopuszczonych do obrotu przez przedsiębiorstwa w strefie euro wykazała pewną tendencję zwyżkową w 2007 r., ale zasadniczo pozostawała niewysoka. Generalnie niski udział emisji netto akcji dopuszczonych do obrotu giełdowego w finansowaniu netto sektora przedsiębiorstw w strefie euro wynikał prawdopodobnie tak z faktu, że realny koszt kapitału znacznie przewyższa realny koszt finansowania wierzycielskiego, jak też z istniejących zapasów płynności w obszarze funduszy własnych. Jednocześnie, w 2007 r. wzrosły nieco emisje brutto, czemu sprzyjały tendencje zachodzące w obszarze publicznej oferty akcji na rynku pierwotnym i wtórnym.

Całkowity wzrost finansowania zewnętrznego realizowanego przez sektor przedsiębiorstw może wynikać z powiększenia się luki w finansowaniu lub kredytowaniu netto – definiowanym jako oszczędności przedsiębiorstw minus ich inwestycje niefinansowe (zob. wykres 22). Większa luka w finansowaniu, jaką odczuły przedsiębiorstwa w strefie euro w 2006 r. i w pierwszych trzech kwartałach 2007 r. była spowodowana realnym wzrostem inwestycji i spadkiem oszczędności przedsiębiorstw. Przy wysokich zyskach

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.

operacyjnych, spadki oszczędności sektora przedsiębiorstw odzwierciedlały głównie podwyższenie opłat z tytułu obsługi zadłużenia, ale także fakt, że przedsiębiorstwa dokonały w tym okresie podziału znacznej części swoich zysków.

WZROST ZADŁUŻENIA SEKTORA PRZEDSIĘBIORSTW

Przechodząc do kształtowania się pozycji bilansu sektora przedsiębiorstw w strefie euro, należy stwierdzić, że wysoki wzrost finansowania wierzycielskiego doprowadził do zwiększania się wskaźników zadłużenia, które kontynuowały wzrost zaobserwowany od początku 2005 r. (zob. wykres 23). Estymowane wskaźniki zadłużenia do PKB i zadłużenia do nadwyżki operacyjnej brutto wzrosły odpowiednio do około 78% i 386% w ostatnim kwartale 2007 r. Po okresie konsolidacji pomiędzy 2002 r. a 2004 r., jaki nastąpił po ostrym wzroście zadłużenia w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych wskaźniki zadłużenia sektora przedsiębiorstw rosły nieprzerwanie przez trzy ostatnie lata. W przeciwieństwie do wskaźników zadłużenia przedsiębiorstw do ich dochodu, wskaźniki zadłużenia do aktywów finansowych utrzymały się na stałym poziomie przez pierwsze trzy kwartały 2007 r., natomiast

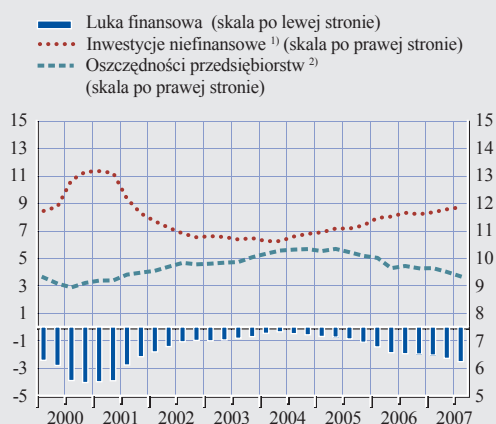
wcześniej wykazywały tendencję spadkową od pierwszego kwartału 2003 r. Ostatnio notowany wzrost zadłużenia, w połączeniu z podwyżkami stóp procentowych spowodował, że ciężar obsługi odsetkowej zadłużenia netto sektora przedsiębiorstw wzrósł znacznie na przestrzeni 2007 r.

2.3 KSZTAŁTOWANIE SIĘ CEN I KOSZTÓW

Inflacja HICP ogółem wynosiła średnio 2,1% w 2001 r., tzn. była o 0,1 punktu procentowego niższa niż w poprzednich dwóch latach (zob. tabela 1). Jednakże średnia za 2007 r. jest wynikiem dwóch różnych trendów w przebiegu inflacji HICP w ciągu roku: inflacja w ujęciu rocznym kształtowała się na poziomie poniżej 2% i zasadniczo pozostawała stabilna do końca lata, po czym nastąpił jej gwałtowny wzrost. We wrześniu 2007 r. inflacja mierzona wskaźnikiem cen konsumpcyjnych wzrosła nieco ponad 2% po raz pierwszy od sierpnia 2006 r. Następnie wzrosła do wysokiego poziomu osiągając szczyt na poziomie 3,1% w listopadzie i grudniu 2007 r.

Wykres 22 Luka finansowa przedsiębiorstw i jej główne składniki

(w procentach PKB, średnia ruchoma za cztery kwartały)

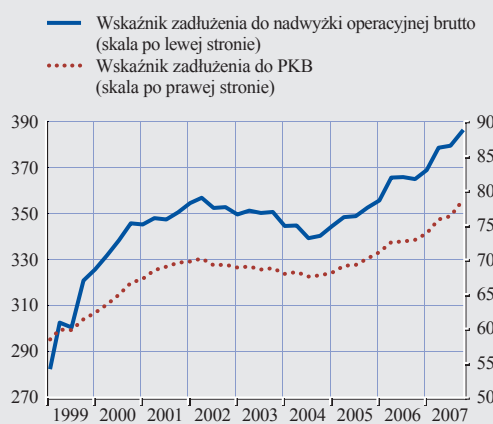


Źródło: EBC.

- 1) Obejmują zapasy i akumulację aktywów niefinansowych.
- 2) Obejmują transfery kapitałowe netto.

Wykres 23 Wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw

(w procentach)



Źródło: EBC, obliczenia Eurostatu oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Zadłużenie wykazywane jest na podstawie rachunków kwartalnych europejskiego sektora przedsiębiorstw. Obejmuje kredyty i pożyczki, dłużne papiery wartościowe i rezerwy funduszy emerytalnych. Informacja obejmuje dane do czwartego kwartału 2007 r.

Kształtowanie się inflacji HICP w 2007 r. było w znacznej mierze określone przez duże wzrosty cen energii i żywności (zob. wykres 24). Wpływ wzrostów cen ropy naftowej na początku 2007 r. na udział cen energii w inflacji HICP był redukowany przez korzystne efekty bazy do lipca 2007 r.; po tej dacie wzrosty cen ropy w połączeniu z niekorzystnymi efektami bazy doprowadziły do znaczącego wzrostu udziału tego składnika w inflacji HICP ogółem. Roczne stopy zmian cen żywności nieprzetworzonej pozostawały na wysokim poziomie przez większą część 2007 r., zaś ceny żywności przetworzonej wzrastały od końca lata przyczyniając się znacząco do wyższej inflacji w kilku ostatnich miesiącach roku.

Ponadto znaczny wpływ na inflację HICP w 2007 r. miała 3-procentowa podwyżka VAT-u w Niemczech, która weszła w życie 1 stycznia 2007 r.

Koszty pracy pozostawały umiarkowane do trzeciego kwartału 2007 r., lecz jednostkowe koszty pracy nieco wzrosły z powodu spowolnienia wzrostu wydajności pracy.

KSZTAŁTOWANIE SIĘ CEN ENERGII I ŻYWNOŚCI MIAŁO ZNACZĄCY WPŁYW NA INFLACJĘ HICP

Patrząc bardziej szczegółowo na kształtowanie się sytuacji w zakresie inflacji HICP w 2007 r., wzrosty cen ropy i efekty bazy wynikające z poprzednich ruchów cen energii oraz wzrostów cen żywności, znacząco wpłynęły na udział poszczególnych składników w inflacji HICP.

W połowie stycznia 2007 r. silna tendencja spadkowa cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych rozpoczęta w sierpniu 2006 r. zatrzymała się, zaś ceny rozpoczęły ponowny wzrost. W grudniu 2007 r. ceny ropy naftowej w euro były o ok. 32% wyższe niż rok wcześniej⁵. Przez wiele miesięcy w okresie między styczniem a lipcem 2007 r. wpływ wzrostu cen ropy na składnik cen energii inflacji HICP był łagodzony przez korzystne efekty bazy wynikające z silnych wzrostów cen energii obserwowanych rok wcześniej. Począwszy od września 2007 r., rosnące ceny ropy

5 Średnioroczne ceny w euro za baryłkę ropy naftowej Brent pozostawały praktycznie niezmiennione w 2007 r., podczas gdy ceny ropy w 2006 r. były średnio o 19% wyższe niż w 2005 r.

Tabela 1 Zmiany cen

(zmiany roczne w procentach, o ile nie zaznaczono inaczej)

	2005	2006	2007	2006 IV kw.	2007 I kw.	2007 II kw.	2007 III kw.	2007 IV kw.	2008/ styczeń	2008/ luty
Wskaźnik inflacji HICP i jego składniki										
Indeks ogólny ¹⁾	2,2	2,2	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	2,9	3,2	3,2
Nośniki energii	10,1	7,7	2,6	1,5	1,1	0,5	0,7	8,1	10,6	.
Żywność nieprzetworzona	0,8	2,8	3,0	4,1	3,1	3,3	2,4	3,1	3,3	.
Żywność przetworzona	2,0	2,1	2,8	2,2	2,1	2,0	2,5	4,5	5,8	.
Artykuły niezwywnościowe z wyłączeniem nośników energii	0,3	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,7	.
Usługi	2,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,6	2,5	2,5	2,5	.
Pozostałe wskaźniki cenowe										
Ceny producentów w przemyśle ²⁾	4,1	5,1	2,8	4,1	2,9	2,4	2,1	4,0	4,9	.
Ceny ropy (w euro za baryłkę) ³⁾	44,6	52,9	52,8	47,3	44,8	51,0	54,2	61,0	62,4	64,0
Ceny surowców ⁴⁾	9,4	24,8	9,2	23,0	15,7	13,8	6,7	1,6	10,4	15,0

Źródła: Eurostat, Thomson Financial Datastream, HWWI oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane dotyczące cen producentów w przemyśle odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Cypru i Malty.

1) Wskaźnik inflacji HICP w styczniu 2008 r. odnosi się do wstępnych szacunków Eurostatu.

2) Z wyłączeniem budownictwa.

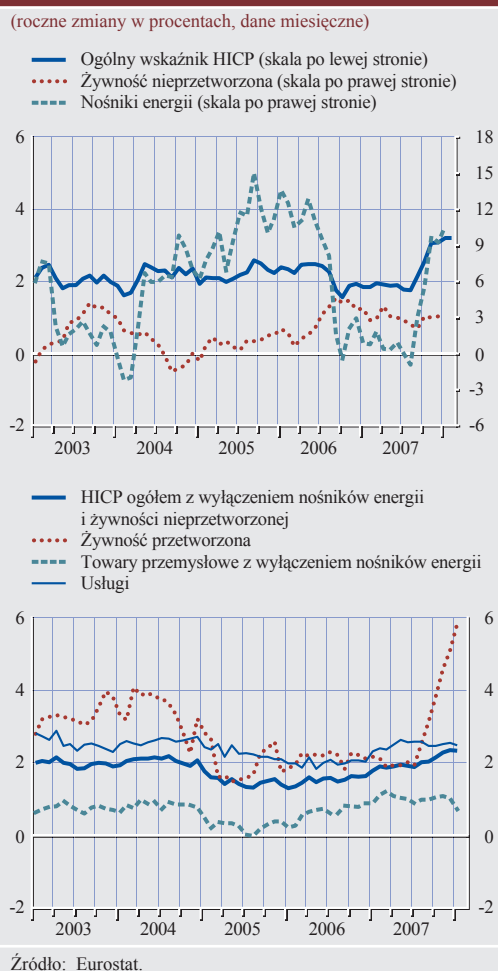
3) Mieszanka Brent (dostawa z terminem miesięcznym).

4) Z wyłączeniem nośników energii, w euro.

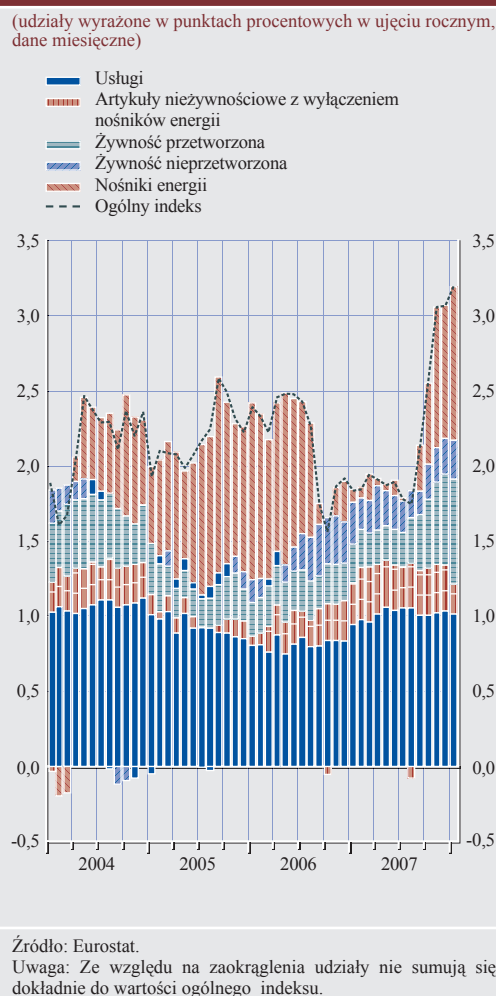
w połączeniu z niekorzystnymi efektami bazy podniosły udział składowej energii w inflacji HICP ogółem (zob. wykres 25). W czwartym kwartale roku, roczna stopa zmian cen energii HICP wyniosła 8,1% w porównaniu ze średnim poziomem 0,8% w pierwszych trzech kwartałach roku. Podczas gdy efekty bazy wpływały na miesięczny przebieg inflacji HICP w ujęciu rocznym, korzystne i niekorzystne efekty bazy w ujęciu rocznym w zasadzie znosiły się wzajemnie, co oznaczało, że wpływ składowej energii na inflację ogółem w 2007 r. odzwierciedlał wzrost cen ropy, jaki miał miejsce w ciągu tego roku (zob. ramka 4).

W które 2007 r. zwiększył się także wkład innej składowej inflacji o wybitnie dużej zmienności – cen żywności nieprzetworzonej – do ogólnego poziomu inflacji, po okresie wzmożonego wzrostu w tej kategorii w 2006 r. Stopa zmian cen żywności nieprzetworzonej w ujęciu rocznym pozostawała na wysokim poziomie przez większą część 2007 r., choć jej miesięczne przebiegi charakteryzowała wysoka zmienność spowodowana głównie przez zmiany cen owoców i warzyw, na które wpływ miały złe warunki pogodowe w Europie, szczególnie wiosną 2007 r. Ceny mięsa, których stałe wzrastały w 2006 r., nadal odnotowywały podwyższone stopy wzrostu w ujęciu rocznym w

Wykres 24 Udział głównych składników inflacji HICP



Wykres 25 Udział głównych składników inflacji HICP



roku 2007. Sytuacja ta częściowo odzwierciedlała wzrosty cen na światowych rynkach paszy dla zwierząt oraz inne koszty pośrednie.

Znaczącą część wzrostu inflacji HICP pod koniec 2007 r. można przypisać cenom żywności przetworzonej, które zaczęły rosnąć szybciej pod koniec lata. W ostatnim kwartale

roku, stopa wzrostu w kategorii żywności przetworzonej w ujęciu rocznym wynosiła 4,5% i była najwyższa od momentu utworzenia Unii Walutowej w 1999 r. Wzrost rocznej stopy zmiany cen żywności przetworzonej nastąpił w kontekście wysokich podwyżek niektórych surowców rolniczych na rynkach światowych, wywołanych przez połączone oddziaływanie

Ramka 4

WPLYW EFEKTÓW BAZY W ZAKRESIE CEN ENERGII NA INFLACJĘ HICP W 2007 R.

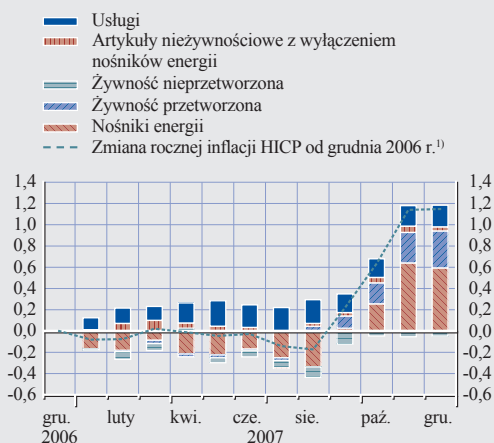
Roczna stopa inflacji HICP wzrosła znacząco w ciągu 2007 r. W grudniu kształtowała się ona na wysokim poziomie 3,1% – nienotowanym od maja 2001 r. – wzrastając z 1,9% w listopadzie 2006 r. Wzrost ten był niemal całkowicie wynikiem trzech kolejnych wzrostów inflacji rocznej we wrześniu, październiku i listopadzie. Napędzany był głównie przez znaczący wzrost cen energii i żywności przetworzonej (zob. wykres A).

Istotną kwestią jest ustalenie, do jakiego stopnia zmiany stopy inflacji w ujęciu rocznym odzwierciedlają bieżącą sytuację (tzn. rzeczywiście uwzględniają nowe informacje z miesiąca na miesiąc), a w jakim są one odbiciem zmienności cen w poprzednim roku, poprzez efekty bazy¹. Niniejsza ramka omawia rolę efektów bazy, w szczególności w związku ze wzrostami

¹ Efekty bazy można zdefiniować jako wkład do zmiany stopy inflacji w ujęciu rok do roku w danym miesiącu, wynikający z odchylenia zmiany w ujęciu miesiąc do miesiąca w miesiącu bazowym (tzn. tym samym miesiącu rok wcześniej) od zwykłego lub „normalnego” trendu, po skorygowaniu o wahania sezonowe.

Wykres A Udziały w zmianie rocznej inflacji HICP od grudnia 2006 r.

(w punktach procentowych)

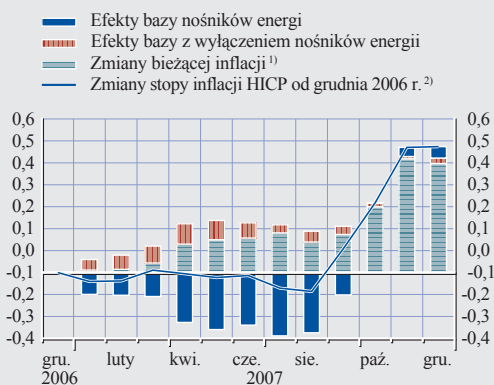


Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

1) Obliczona jako różnica pomiędzy stopą wzrostu wskaźnika HICP w danym miesiącu, liczoną rok do roku, a stopą wzrostu wskaźnika HICP w grudniu 2006 r., liczoną rok do roku.

Wykres B Rozkład miesięcznych zmian rocznej inflacji HICP

(w punktach procentowych)



Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

1) Obliczone jako różnica pomiędzy zmianą stopy inflacji liczonej rok do roku a połączonymi efektami bazy nośników energii i składników z wyłączeniem nośników energii.

2) Obliczone jako różnica pomiędzy stopą inflacji liczoną rok do roku pomiędzy dwoma kolejnymi miesiącami.

cen energii, w kształtowaniu się inflacji HICP w ostatnim okresie i formułuje pewne przewidywania dotyczące ich przyszłego wpływu w 2008 r.

Wyprowadzenie miesięcznej tendencji sezonowej z każdej składowej inflacji HICP pozwala wyodrębnić w zmianach miesięcznych rocznej stopy inflacji HICP wkład efektów bazy od wkładu aktualnej tendencji (zob. wykres B)².

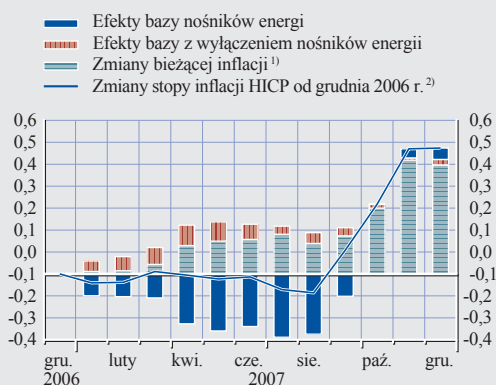
Efekty bazy miały znaczący wpływ na kształtowanie się stóp inflacji zasadniczej w 2007 r., co było zgodnie z przewidywaniami³. W ciągu roku najbardziej znaczący wkład miesięczny miały efekty bazy ze składowej cen energii, z powodu dużej zmienności cen ropy w ujęciu miesięcznym w 2006 r. Od stycznia do lipca 2007 r. korzystne efekty bazy w zakresie cen energii obniżały stopę inflacji zasadniczej. Natomiast w drugiej połowie 2007 r. wzrost inflacji HICP w ujęciu rok do roku nastąpił pod wpływem niekorzystnych efektów bazy w zakresie cen energii, które nasiliły się szczególnie w wrześniu i październiku. Efekty bazy ze strony składowych z wyłączeniem energii były w 2007 r., ogólnie rzecz biorąc, dość niewielkie.

Wzrost inflacji w ostatnim kwartale roku był jednak zasadniczo spowodowany wzrostem cen w ujęciu miesiąc do miesiąca wywołanym wzrostem cen energii oraz cen żywności przetworzonej. W szczególności w listopadzie większą część wkładu składowej cen energii we wzrost inflacji HICP należało przypisać transmisji ostatnich wzrostów cen ropy na rynkach międzynarodowych. Ponadto, oprócz wzrostu cen ropy naftowej, nastąpił pewien wzrost marży rafinerijnej odzwierciedlający wyższy zysk dostawców energii. Natomiast w grudniu, składowa cen energii obniżała do pewnego stopnia stopę inflacji zasadniczej, jednakże jej oddziaływanie było w znacznej mierze skompensowane przez dalszą presję wzrostową ze strony cen żywności. Spadki w składowej cen energii były głównie spowodowane spadkiem cen ropy w ciągu tego miesiąca, podczas gdy efekty bazy wywołane ruchami cenowymi rok wcześniej były niemal niezauważalne.

Biorąc pod uwagę okres całego roku, całkowite efekty bazy w zakresie składowej cen energii i innych składowych z wyłączeniem cen energii miały stosunkowo niewielki skumulowany wpływ na roczną stopę wzrostu inflacji HICP, jako że korzystne i niekorzystne wpływy niemal całkowicie się wzajemnie równoważyły (zob. wykres C).

Wykres C Rozkład zmian rocznej inflacji HICP od grudnia 2006 r.

(w punktach procentowych)



Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

1) Obliczone jako różnica pomiędzy zmianą rocznej stopy inflacji od grudnia 2006 r. a skumulowanymi efektami bazy nośników energii i składników z wyłączeniem nośników energii od grudnia 2006 r.
2) Obliczone jako różnica pomiędzy stopą wzrostu HICP w danym miesiącu, liczoną rok do roku, a stopą wzrostu HICP od grudnia 2006 r., liczoną rok do roku.

2 Wkład efektów bazy do miesięcznych zmian stopy inflacji w ujęciu rok do roku oblicza się jako odchylenie zmiany (nieskorygowanej o czynniki sezonowe) 12 miesięcy wcześniej od szacowanej „normalnej” zmiany w ujęciu miesiąc do miesiąca. „Normalną” zmianę w ujęciu miesiąc do miesiąca uzyskuje się dodając szacowane czynniki sezonowe dla każdego miesiąca do średniej zmiany w ujęciu miesiąc do miesiąca obserwowanej od stycznia 1995 r.

3 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.

Ogółem, z całkowitego wzrostu stopy rocznej inflacji HICP wynoszącego 1,1 punktu procentowego między grudniem 2006 r. a grudniem 2007 r., jedynie 0,1 punktu procentowego odzwierciedlało skumulowany wpływ efektów bazy w zakresie cen energii, podczas gdy pozostały 1 punkt procentowy stanowił odbicie wzrostu cen w 2007 r. Z tego powodu wydaje się, że większa część całkowitego wzrostu rocznej inflacji HICP była spowodowana przez aktualny wzrost inflacji.

Wybiegając w przyszłość, oczekuje się, że stopa inflacji będzie spadać w 2008 r. w wyniku niedawnych korekt wzrostu cen energii i towarów żywnościowych na rynkach międzynarodowych, uwidaczniających się w cenach kontraktów terminowych (ang. *futures*). Oczekuje się, że w 2008 r. efekty bazy ogółem zarówno w zakresie cen energii, jak i cen z wyłączeniem nośników energii będą wywierać znaczącą presję spadkową na inflację (rzędu 1,1 punktu procentowego w ujęciu skumulowanym w ciągu 12 miesięcy upływających w grudniu 2008 r.)⁴. Wpływ ten zaznaczy się zasadniczo pod koniec roku, gdy znaczące wzrosty cen energii i żywności odnotowane w drugiej połowie 2007 r. przestaną być uwzględniane w zestawieniach rocznych 12 miesięcy później. Jednakże stopień w jakim te ujemne efekty bazy przełożą się na niższą inflację HICP będzie zależał od tego, czy nie pojawią się dalsze szoki w zakresie cen ropy i żywności, a także od umiarkowanego kształtowania się innych składowych inflacji HICP, a więc przede wszystkim od tego, czy nie wystąpią efekty drugiej rundy.

4 Zob. ramkę zatytułowaną *Accounting for recent and prospective movements in HICP inflation: the role of base effects* w Biuletynie Miesięcznym EBC ze stycznia 2008 r.

czynników tymczasowych i strukturalnych (zob. ramka 5). Największe zmiany zanotowały podkategorie 'zboża i chleb' oraz 'mleko, ser i jajka'.

Stopa wzrostu cen towarów przemysłowych z wyłączeniem energii wyniosła 1,0% w 2007 r., czyli więcej niż w latach ubiegłych. Wzrost ten odzwierciedlał głównie efekty wzrostu podatku VAT w Niemczech, presję kosztów produkcji widoczną w krajowych cenach producentów oraz fakt, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w sektorze przetwórstwa przemysłowego kształtowało się wokół rekordowo wysokich poziomów przez cały rok. Efekty te rekompensowały z nawiązką łagodzący wpływ niższej presji ze strony cen importu, które odzwierciedlały zmiany kursowe w warunkach silnej konkurencji międzynarodowej. Wreszcie, inflacja związana z cenami usług znacząco wzrosła na początku 2007 r., głównie w wyniku wzrostu podatku VAT w Niemczech, i pozostawała na bardzo wysokich poziomach przez cały rok.

Podczas gdy roczna średnia stopa pozostawała na generalnie stabilnym poziomie w 2007 r., roczna stopa inflacji HICP z wyłączeniem składowych o dużej zmienności, takich jak żywność nieprzetworzona czy energia, wzrosła do 2,0% w 2007 r. w porównaniu z 1,5% w roku poprzednim. Indeks uległ modyfikacji pod wpływem wzrostu VAT w Niemczech na początku roku. Pozostawał stabilny na poziomie 1,9% w okresie od lutego do lipca 2007 r. a następnie znów rozpoczął ruch w górę w sierpniu, głównie z powodu silnego wzrostu cen żywności przetworzonej. Do końca roku, inflacja HICP z wyłączeniem żywności nieprzetworzonej i energii osiągnęła poziom 2,3%, najwyższy od końca 2002 r.

NIŻSZA ŚREDNIA INFLACJA MIERZONA WZROSTEM CEN PRODUCENTÓW I PRESJA INFLACYJNA POD KONIEC 2007 R.

Inflacja mierzona wzrostem cen producentów spadła w pierwszej połowie roku, głównie z powodu efektów bazowych wywołanych przez

Ramka 5

WZROST CEN ŻYWNOSCI W STREFIE EURO

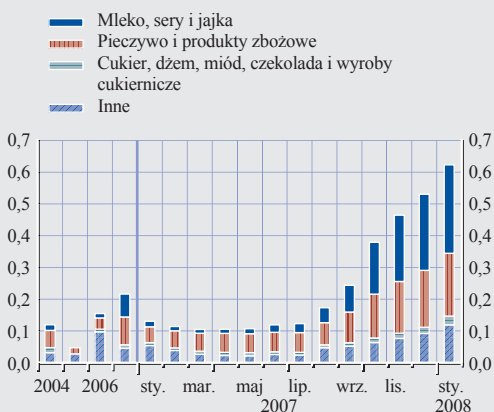
W drugiej połowie 2007 r. gwałtownie wzrosły ceny żywności, zarówno na poziomie producentów i konsumentów. Ceny producentów artykułów żywnościowych i napojów wzrosły średnio o 4,5% w 2007 r., co stanowiło najwyższą stopę wzrostu od ponad sześciu lat. Ceny żywności HICP wzrosły o 4,3% w grudniu 2007 r., z poziomu 2,4% w 2006 r. Wzrost cen żywności HICP był głównie spowodowany składową żywności przetworzonej. W ramach tej kategorii, najszybciej rosły ceny zboża i chleba oraz mleka, sera i jajek (zob. wykres A). Ceny żywności odegrały ważną rolę we wzroście inflacji HICP ogółem w drugiej połowie 2007 r. Niniejsza ramka rozpatruje potencjalne czynniki generujące wzrost inflacji cen żywności w strefie euro i omawia perspektywy na przyszłość.

Przyspieszony wzrost cen żywności w strefie euro w znacznej mierze odzwierciedla czynniki globalne. Ceny niektórych surowców roślinnych, takich jak zboża i nasiona oleiste, wzrosły gwałtownie na światowych rynkach w 2007 r. (zob. wykres B).

Wspomniane wzrosty cen częściowo odzwierciedlały czynniki tymczasowe, takie jak niekorzystne warunki pogodowe w niektórych krajach będących znaczącymi eksporterami artykułów żywnościowych, które wpłynęły na globalną podaż tych artykułów. Wysokie ceny energii również zwiększyły koszty wytworzenia energochłonnych materiałów produkcyjnych w rolnictwie, takich jak nawozy sztuczne i paliwo do transportu i urządzeń rolniczych. Ponadto wzrost międzynarodowych cen żywności był napędzany przez silny wzrost globalnego zapotrzebowania na artykuły spożywcze wynikający ze zmian wzorców konsumpcji w tym zakresie w wielu rozwijających się gospodarkach, jak też z pojawienia się nowych źródeł popytu na niektóre produkty roślinne, zwłaszcza biopaliwa. Jako że te ostatnie tendencje miały charakter strukturalny, prawdopodobnie będą one nadal oddziaływać w kierunku wzrostu globalnych

Wykres A Udział cen żywności przetworzonej w rocznej inflacji HICP

(w punktach procentowych)

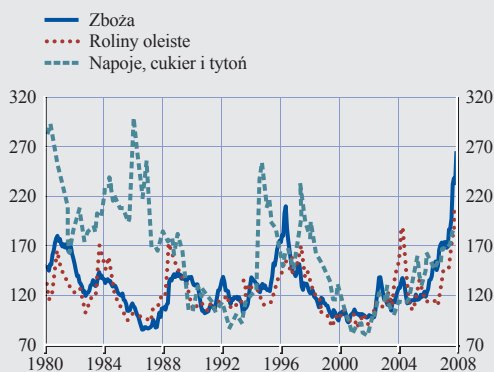


Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Wartości po lewej stronie wskazują roczne udziały w latach 2004-2007.

Wykres B Zmiany cen żywności i napojów o smaku egzotycznym

(dane miesięczne w USD, uśredniony indeks 2000 = 100)



Źródła: Hamburg Institute for International Economics (HWWI) oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Najnowsze dane pochodzą z grudnia 2007 r.

cen żywności w przyszłości. Wzrost cen nabiału, obok wzrostu cen mleka, paszy dla zwierząt i innych kosztów produkcji na globalnych rynkach mógł też odzwierciedlać zróżnicowaną strukturę rynku mleka w różnych krajach europejskich.

Potwierdzeniem globalnego charakteru szoku cenowego w przypadku cen żywności jest fakt, że ceny te rosły jednocześnie w kilku dużych gospodarkach spoza strefy euro w 2007 r. Ponadto kategorie żywności, które miały największy wkład w inflację strefy euro (takie jak zboża i produkty mleczarskie), także odnotowały wzrost cen w tych gospodarkach, co wskazuje na wspólny szok generujący wzrosty cen.

Przełożenie globalnego wstrząsu cenowego żywności przebiegało w poszczególnych krajach strefy euro z różną szybkością i na różną skalę. Na przykład roczna stopa wzrostu inflacji HICP dla żywności przetworzonej z wyłączeniem tytoniu wahało się w 2007 r. od 5,7% w Słowenii – co stanowiło najwyższą stopę w strefie euro – do 0,7% we Francji i 0,8% w Finlandii, gdzie stopa ta kształtowała się znacząco poniżej średniej dla strefy euro (zob. tabela). Nowsze dane pokazują większą inflację żywności przetworzonej w tych dwóch ostatnich krajach.

Tradycyjnie już mamy do czynienia z segmentacją detalicznych rynków żywności w poszczególnych krajach. Prawdopodobną przyczyną różnych reakcji konsumpcyjnych cen żywności w różnych krajach na wspólny szok zewnętrzny są różnice w zakresie popytu, struktury rynków, poziomów cen żywności i presji konkurencyjnych w sektorze detalicznym i sektorze dystrybucji.

Perspektywy zarówno dla globalnych, jak i krajowych cen żywności są obarczone wysoką niepewnością. Mimo że podaż artykułów rolnych powinna odpowiedzieć na wzrost popytu, okres przejściowy może trwać dłużej niż się to obecnie zakłada. Ponadto ceny żywności zależą od wielu czynników, które trudno przewidzieć, np. postępu technologicznego i możliwych zmian w polityce energetycznej. Ogólnie wydaje się, że ryzyko inflacyjne wzrasta.

Żywność przetworzona bez tytoniu we wskaźniku HICP krajów strefy euro

(roczne zmiany w procentach)

	Wagi 2007	Średnie wartości			2007 gru.	2008 sty.
		2005	2006	2007		
Belgia	10,8	2,0	1,9	4,1	7,3	8,2
Niemcy	8,3	0,2	1,0	3,0	6,7	7,4
Irlandia	10,2	0,0	0,2	1,2	7,3	7,2
Grecja	9,7	3,2	4,7	2,2	6,0	6,3
Hiszpania	10,4	2,8	4,4	3,0	8,9	9,3
Francja	9,7	-0,6	0,7	0,7	3,0	4,7
Włochy	9,9	0,6	1,9	2,5	4,7	5,1
Luksemburg	9,6	1,7	1,8	2,6	5,4	5,3
Holandia	9,3	-1,8	0,2	1,5	4,7	5,6
Austria	8,3	0,8	1,5	3,7	7,7	8,4
Portugalia	8,4	-0,8	1,7	1,4	5,6	6,5
Słowenia	11,4	-1,3	1,4	5,7	11,9	13,8
Finlandia	13,0	-0,8	0,9	0,8	1,1	6,6
Strefa euro	9,4	0,5	1,6	2,3	5,6	6,6

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

składową cen energii, a następnie wzrosła 261. w wyniku wzrostu cen energii i żywności.

Roczna stopa zmian cen producentów (z wyłączeniem budownictwa) w strefie euro wyniosła 2,8% w 2007 r., czyli znacząco mniej niż w poprzednich dwóch latach. Inflacja mierzona cenami producentów, która osiągnęła wartości szczytowe na poziomie 6% w lipcu 2006 r., stopniowo zmalała do 1,8% w lipcu 2007 r., głównie z powodu efektów bazowych wpływających na składową cen energii. Począwszy od września 2007 r. wyższe roczne stopy wzrostu cen producentów energii – podsypane wzrostem cen i efektami bazy – oraz wzrost cen producentów żywności doprowadził do wzrostu inflacji mierzonej cenami producentów. W grudniu 2007 r. inflacja mierzona cenami producentów wynosiła 4,3%.

Roczna stopa wzrostu cen producentów w przemyśle z wyłączeniem budownictwa i produkcji energii nieznacznie spadła w ciągu roku, lecz w dalszym ciągu pozostawała na wysokim poziomie. Taki przebieg był wypadkową różnych tendencji głównych składowych (zob. wykres 26).

Roczna stopa wzrostu cen dóbr pośrednich nadal stopniowo spadała w ciągu 2007 r., do 3,5% w grudniu ze szczytowego poziomu 6,5% w sierpniu 2006 r. W pierwszej części roku ceny dóbr pośrednich nadal znajdowały się pod wpływem presji ze strony wyższych cen surowców przemysłowych, które są głównym motorem napędowym wzrostu cen w tej kategorii. Późniejszy spadek cen surowców przemysłowych na rynkach światowych, wraz z aprecjacją euro złagodził wzrost cen w wielu segmentach sektora dóbr pośrednich. Producenci artykułów związanych z żywnością odczuli silne wzrosty cen w trzecim kwartale roku w następstwie rosnących cen niektórych surowców rolnych na rynkach światowych (zob. ramka 5). Roczny wzrost cen dóbr inwestycyjnych przerwał trend wzrostowy w czerwcu 2007 r. i spadł do 1,5% w czwartym kwartale 2007 r., co było odbiciem korzystnych efektów aprecjacji euro.

Wykres 26 Struktura cen producentów w przemyśle

(zmiany roczne w procentach, dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Dane odnoszą się do strefy euro, z uwzględnieniem Cypru i Malty.

Na dalszych etapach cyklu produkcyjnego, ceny dóbr konsumpcyjnych kontynuowały tendencję wznoszącą obserwowaną od połowy 2005 r. Roczna stopa zmian cen dóbr konsumpcyjnych ogółem wzrosła do 3,9% w grudniu 2007 r. i była najwyższą stopą wzrostu od chwili powstania Unii Walutowej w 1999 r. Taka sytuacja była w znacznej mierze rezultatem przyspieszonego wzrostu cen nietrwałych dóbr konsumpcyjnych, który miał miejsce od lipca i odzwierciedlał globalną presję ze strony cen żywności, które windowały ceny artykułów żywnościowych. Niemniej, roczna stopa wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych z wyłączeniem cen tytoniu i żywności utrzymywała się na stabilnym poziomie w okolicach 1,3% w ciągu całego roku.

KOSZTY PRACY POZOSTAWAŁY UMIARKOWANE

Roczna stopa wzrostu wynagrodzenia na pracownika pozostawała umiarkowana w 2007 r. Średnia stopa wzrostu w ujęciu rocznym w pierwszych trzech kwartałach roku

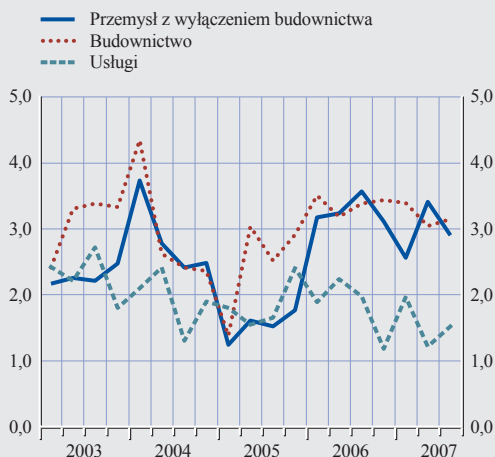
wyniosła 2,0%, czyli nieco mniej niż średnia stopa wzrostu zanotowana w 2006 r. (zob. tabela 2). Dane sektorowe wskazują, że podobnie jak w poprzednim roku, stopy wzrostu wynagrodzeń na pracownika były w 2007 r. wyższe w sektorze przemysłowym niż w sektorze usług, zgodnie z trendem wzrostu wydajności w sektorach (zob. wykres 27). W sektorze przemysłowym, średnia stopa wzrostu w pierwszych trzech kwartałach 2007 r. pozostawała zasadniczo zgodna z trendami panującymi od początku 2006 r. Roczna stopa wzrostu wynagrodzeń na pracownika w budownictwie choć nieco wyższa niż w sektorze przemysłowym, osłabła w ciągu roku w kontekście pierwszych oznak spowolnienia wzrostu zatrudnienia w tym sektorze. Roczna stopa wzrostu wynagrodzenia na pracownika w sektorze usług w pierwszych trzech kwartałach 2007 r. była niższa niż w ciągu poprzednich dwóch lat.

Średni wzrost całkowitych godzinowych kosztów pracy w pierwszych trzech kwartałach 2007 r. był mniejszy niż stopa wzrostu odnotowana w 2006 r. Zmniejszenie rocznych stóp wzrostu wynagrodzeń na pracownika i całkowitych godzinowych kosztów pracy było częściowo spowodowane łagodzącymi efektami cięć składek na ubezpieczenie społeczne, które przeprowadzono w niektórych gospodarkach strefy euro w 2007 r.

Inne dostępne wskaźniki kosztów pracy potwierdzają, że wzrost wynagrodzeń pozostawał umiarkowany w 2007 r.

Wykres 27 Wynagrodzenie na pracownika w poszczególnych sektorach

(zmiany roczne w procentach, dane kwartalne)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

W szczególności, wynegocjowane podwyżki płac wynosiły średnio 2,1% w strefie euro w 2007 r., nieco poniżej poziomu z 2006 r., choć płace kształtowały się w różny sposób w zależności od kraju. Wydaje się, że wpływ mniejszego bezrobocia na porozumienia płacowe pozostał stosunkowo umiarkowany oraz że reformy strukturalne na rynkach pracy i produktów, zmiany w strukturze podaży pracy i strukturze zatrudnienia oraz międzynarodowa konkurencja przyczyniły się do dalszego umiarkowanego wzrostu kosztów pracy w strefie euro.

Tabela 2 Wskaźniki kosztów pracy

(roczne zmiany w procentach)

	2005	2006	2007	IV kw. 2006	I kw. 2007	II kw. 2007	III kw. 2007	IV kw. 2007
Płace negocjowane	2,1	2,3	2,1	2,5	2,0	2,3	2,1	2,1
Całkowite koszty pracy na godzinę	2,7	2,6	.	2,3	2,3	2,4	2,5	.
Wynagrodzenie na pracownika	1,8	2,2	.	1,8	2,2	1,9	2,0	.
<i>Memo:</i>								
Wydajność pracy	0,7	1,3	.	1,6	1,3	0,7	0,7	.
Jednostkowe koszty pracy	1,0	0,9	.	0,2	0,9	1,2	1,2	.

Źródła: Eurostat, dane krajowe oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane dotyczące wynagrodzenia na pracownika, wydajności pracy i jednostkowych kosztów pracy odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Cypru i Malty.

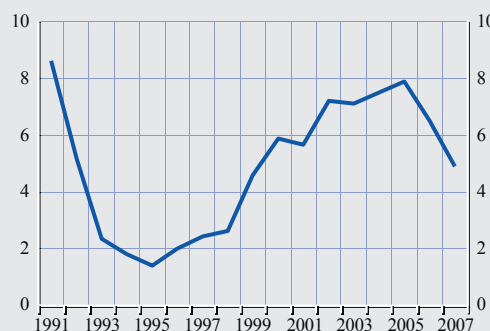
Pomimo umiarkowanych wzrostów płac, roczna stopa wzrostu jednostkowych kosztów pracy wzrosła nieznacznie w ciągu roku, odzwierciedlając przede wszystkim malejący wzrost wydajności pracy. Jednostkowe koszty pracy wzrosły średnio o 1,1% w pierwszych trzech kwartałach 2007 r. w porównaniu ze średnimi wzrostami stóp wynoszącymi 0,9% i 1,0% w poprzednich dwóch latach. Wzrost jednostkowych kosztów pracy spowodował pewne spowolnienie wzrostu rentowności w ciągu 2007 r. Indeks całkowitej marży zysku, mierzonej jako różnica między stopą wzrostu deflatora PKB i jednostkowych kosztów pracy wciąż wskazywał na dynamiczny wzrost zysków w trzecim kwartale 2007 r., lecz w wolniejszym tempie niż w 2006 r. Średni wzrost marży zysku w pierwszych trzech kwartałach 2007 r. wyniósł 0,6%, podczas gdy w 2006 r. wyniósł on 0,8%.

WZROSTY CEN NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH NADAL SPOWALNIAŁY

Ceny nieruchomości mieszkaniowych, które nie są uwzględnione we wskaźnikach inflacji HICP, odnotowały wolniejszy wzrost w pierwszej połowie 2007 r., co stanowiło kontynuację spowolnienia obserwowanego w drugiej połowie 2005 r. i w 2006 r. (zob. wykres 28). Według ostatnich szacunków, roczna stopa wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych dla strefy euro jako całości spadła do 5,0% w pierwszej połowie 2007 r., z 6,1% w drugiej połowie 2006 r. Dostępne dane na poziomie kraju wskazują, że złagodzenie wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych było szczególnie zaznaczone w krajach, które odnotowały stosunkowo wysokie wzrosty cen nieruchomości mieszkaniowych w ostatnich latach, takich jak Belgia, Irlandia, Hiszpania, Francja i Malta. Natomiast w przypadku Włoch, Holandii i Austrii dostępne dane wskazują na to, że wzrosty cen nieruchomości mieszkaniowych w 2007 r. pozostały w zasadzie niezmiennione w stosunku do wzrostów z 2006 r. W przypadku Niemiec ceny nieruchomości mieszkaniowych odnotowały kolejny mały wzrost w 2007 r. po okresie spowolnienia trwającym do 2005 r.

Wykres 28 Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

(zmiany roczne w procentach, dane roczne)



Źródło: Obliczenia EBC oparte na nieujednoliconych danych krajowych.

Uwaga: Dane za 2007 r. odnoszą się do pierwszej połowy roku.

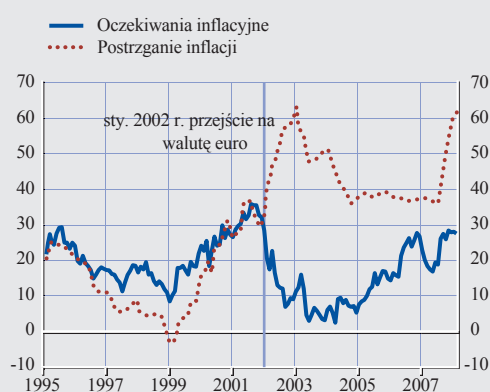
POSTRZEGANA INFLACJA I OCZEKIWANIA INFLACYJNE

W perspektywie wzrostu inflacji zasadniczej pod koniec 2007 r., percepcja inflacji i oczekiwania inflacyjne stały się kluczową kwestią dla oceny przyszłej ścieżki inflacji. Stosowany przez Komisję Europejską indeks jakościowy inflacji postrzeganej przez konsumentów w ciągu poprzednich 12 miesięcy wzrósł znacząco w drugiej połowie 2007 r. w następstwie wzrostu rzeczywistej inflacji, osiągając poziom ostatnio notowany w styczniu 2002 r. po przejściu na euro w rozliczeniach gotówkowych (zob. wykres 29)⁶. W przeciwieństwie do 2002 r. oczekiwania inflacyjne konsumentów na następne 12 miesięcy wzrosły – choć mniej – w drugiej połowie 2007 r. Podobnie, informacje uzyskane od analityków zawodowo zajmujących się prognozami wskazują na to, że długookresowe oczekiwania inflacyjne wyznaczone na podstawie badań ankietowych pozostały na poziomie 1,9% według prognoz Consensus Economics z października 2007 r. i wzrosły do 2,0% według tzw. barometru strefy euro (ang. *Euro Zone Barometer*) ze stycznia 2008 r.

⁶ W celu uzyskania dodatkowej informacji, zob. ramkę zatytułowaną *Recent developments in consumers inflation perceptions and expectations in the euro area* z Biuletynu Miesięcznego EBC z listopada 2007 r.

Wykres 29 Jakościowe postrzeganie i oczekiwania konsumentów strefy euro dotyczące inflacji

(saldo procentowe, skorygowane sezonowo)

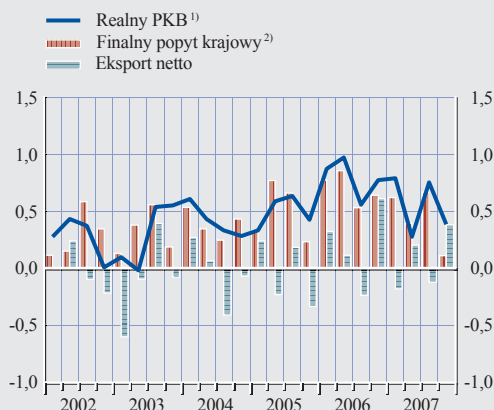


Źródło: Badania sondażowe firm i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.

Uwaga: Dane odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Cypru i Malty.

Wykres 30 Udział we wzroście kwartalnego realnego PKB

(udziały kwartalne w punktach procentowych, skorygowane sezonowo)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Uwaga: Dane odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Cypru i Malty.

1) Zmiana procentowa w porównaniu z poprzednim kwartałem.
2) Zdefiniowany jako popyt krajowy minus zmiany w zapasach.

i badań ankietowych EBC dla analityków zawodowo zajmujących się prognozami z pierwszego kwartału 2008 r. Ponadto progowe stopy inflacji wyznaczane na podstawie obligacji indeksowanych do inflacji i transakcji swap w strefie euro rosły od września 2007 r., wskazując na wzrost oczekiwań inflacyjnych lub premii za ryzyko inflacji na rynkach finansowych (zob. też podrozdział 2.2 niniejszego rozdziału).

2.4 PRODUKCJA, POPYT I SYTUACJA NA RYNKU PRACY

WZROST GOSPODARZY W 2007 R. BYŁ ZADOWALAJĄCY

Sytuacja gospodarcza w 2007 r. była raczej korzystna, choć wzrost gospodarczy zwolnił nieco w ciągu roku. Ogólnie rzecz biorąc, wzrost realnego PKB w strefie euro w 2007 r. wyniósł 2,6%, czyli nieco poniżej poziomu 2,8% odnotowanego w 2006 r. i powyżej stóp wzrostu odnotowanych w poprzednich latach (zob. wykres 30).

Wolniejszy wzrost PKB w 2007 r. był głównie spowodowany zmianami spożycia prywatnego i inwestycji mieszkaniowych. Udział eksportu netto we wzroście PKB wynosił 0,4 punktu procentowego, co stanowiło wielkość dwukrotnie większą niż w 2006 r. (zob. tabela 3).

Spośród czynników odpowiedzialnych za wolniejszy wzrost, oprócz jednorazowego wpływu wzrostu podatku VAT na spożycie w Niemczech, szczególnie istotny był ujemny wpływ wyższych cen energii i żywności na realny dochód do dyspozycji gospodarstw domowych oraz na nastroje wśród konsumentów i przedsiębiorców. Taki rozwój sytuacji w zakresie inflacji a także późniejsze zawirowania finansowe, które rozpoczęły się w sierpniu i były blisko powiązane z kryzysem na rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku w Stanach Zjednoczonych, przyczyniły się do pogorszenia oczekiwań wśród konsumentów i przedsiębiorców w drugiej połowie 2007 r. Ponadto, pogarszające się warunki na rynkach mieszkaniowych w kilku krajach strefy euro przyczyniły się do osłabienia aktywności gospodarczej.

Tabela 3 Składniki wzrostu realnego PKB

(percentage changes, unless otherwise indicated; seasonally adjusted)

	Roczna stopa wzrostu ¹⁾								Kwartalna stopa wzrostu ²⁾				
	2005	2006	2007	2006	2007	2007	2007	2007	2006	2007	2007	2007	2007
				IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Realny PKB	1,7	2,9	2,6	3,2	3,1	2,4	2,6	2,2	0,8	0,8	0,3	0,8	0,4
<i>w tym:</i>													
Popyt krajowy ³⁾	1,9	2,7	2,2	2,4	2,9	2,0	2,1	2,0	0,2	1,0	0,1	0,9	0,0
Spożycie indywidualne	1,6	1,8	1,4	2,1	1,4	1,6	1,6	1,1	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1
Spożycie publiczne	1,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	1,8	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1
Nakłady brutto na środki trwałe	3,0	5,3	4,8	5,7	6,9	4,1	4,5	3,7	1,5	1,7	0,0	1,2	0,8
Zmiany stanu zapasów ⁴⁾	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Eksport netto ³⁾	-0,2	0,2	0,4	0,8	0,3	0,4	0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4
Eksport ⁵⁾	4,9	8,1	5,9	9,0	6,6	5,8	7,1	4,4	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5
Import ⁵⁾	5,7	7,8	5,2	7,1	6,0	5,0	5,9	3,8	1,6	1,4	0,3	2,5	-0,4
Realna wartość dodana brutto													
<i>w tym:</i>													
Przemysł z wyłączeniem budownictwa	1,2	3,8	3,7	4,2	3,8	3,4	4,1	3,7	0,9	1,2	0,6	1,4	0,4
Budownictwo	1,7	4,6	3,1	5,2	7,1	2,5	2,0	1,0	1,2	1,8	-1,4	0,4	0,2
Usługi rynkowe ⁶⁾	2,3	3,1	2,9	3,6	3,3	2,8	2,9	2,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,4

Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Przedstawione dane zostały skorygowane o efekty sezonowe oraz czynniki pod względem dni roboczych, ponieważ nie wszystkie kraje strefy euro przedstawiają kwartalne rachunki narodowe skorygowane pod względem liczby dni roboczych. Dane odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Cypru i Malty.

1) Zmiana procentowa w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego 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 i usługi, z uwzględnieniem handlu transgranicznego w obrębie strefy euro. Ponieważ handel wewnątrz strefy euro nie został wyliczony 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 i napraw, hoteli i restauracji, transportu i łączności, pośrednictwa finansowego, nieruchomości i ich wynajmu oraz usług dla firm.

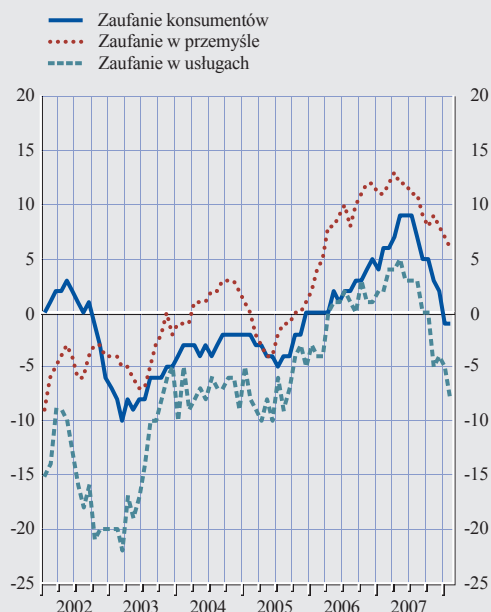
Pomimo rosnącej niepewności w drugiej połowie roku, gospodarka strefy euro funkcjonowała dobrze w 2007 r., co znalazło odbicie w znacznym i stałym obniżaniu się stopy bezrobocia. Stopa bezrobocia w strefie euro spadła w grudniu do 7,1%, co stanowi najniższy poziom obserwowany przez ostatnie 25 lat. Ten pozytywny trend odzwierciedla siłę podstawowych uwarunkowań gospodarki w strefie euro, a w szczególności rentowność firm i intensywne tworzenie nowych miejsc pracy.

Prywatne spożycie wzrosło o 1,4% w 2007 r., co stanowiło spadek z poziomu 1,8% w 2006 r. Ścieżka wzrostu spożycia w 2007 r. była w znacznej mierze determinowana wzrostem podatku VAT w Niemczech w styczniu 2007 r. Prowadził on do wcześniejszych zakupów, zwłaszcza drogich artykułów, takich jak trwałe dobra konsumpcyjne w celu uniknięcia

podwyższonego podatku. W efekcie roczna stopa wzrostu spożycia prywatnego w strefie euro spadła gwałtownie do 1,4% w pierwszym kwartale 2007 r. z poziomu 2,1% w czwartym kwartale 2006 r. Spożycie gospodarstw domowych ożywiło się w następnych miesiącach, wraz ze wzrostem realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych, który był spowodowany głównie wzrostem zatrudnienia i, w mniejszym stopniu, wzrostem realnej zamożności gospodarstw domowych. W drugiej połowie roku, obserwowano postępujące pogorszenie nastrojów wśród konsumentów, które było, jak się zdaje, związane z zawirowaniami na rynkach finansowych, obawami o środowisko zewnętrzne i wzrost inflacji (zob. wykres 31). Jednakże uważa się, że zawirowania finansowe miały jedynie ograniczony wpływ na spożycie, choć kryteria udzielania kredytów konsumpcyjnych zostały

Wykres 31 Wskaźniki zaufania

(saldo procentowe, skorygowane sezonowo)



Źródło: Badania sondażowe firm i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.

Uwaga: Prezentowane dane są odchyleniami od średniej w okresie od stycznia 1985 r. w przypadku zaufania konsumentów i sektorze przemysłowym, a w przypadku zaufania w sektorze usług - od kwietnia 1995 r. Dane odnoszą się do strefy euro, z uwzględnieniem Cypru i Malty.

zaostrzone w ciągu ostatnich kilku miesięcy roku co stanowiło odwrócenie względnego łagodzenia kryteriów udzielania kredytów w ujęciu netto obserwowanego w poprzednich kwartałach.

Po silnym wzroście w 2006 r., wzrost inwestycji ogółem w 2007 r. był znaczący i wyniósł 4,4% w ujęciu rocznym.

Jednakże w ciągu roku tempo wzrostu stopniowo spadało. Najwyraźniejsze spowolnienie nastąpiło w zakresie inwestycji mieszkaniowych, kończąc w ten sposób ekspansywną fazę cyklu koniunkturalnego w sektorze budownictwa w kontekście spowolnienia wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych. Spowolnienie inwestycji mieszkaniowych było bardziej zaznaczone

w niektórych krajach, które doświadczały bardzo szybkiego wzrostu w poprzednich latach. Jak wykazało badanie sondażowe Eurosystemu dotyczące akcji kredytowej banków, zapotrzebowanie netto na kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych spadło znacząco w czwartym kwartale 2007 r., odzwierciedlając mniej korzystną ocenę perspektyw rynku mieszkaniowego i pogorszenie nastrojów wśród konsumentów.

Eksport poza strefę euro wzrósł znacząco o 5,9% w 2007 r., odzwierciedlając silny wzrost popytu zewnętrznego, pomimo szybkiej aprecjacji euro obserwowanej w ciągu roku i silnej konkurencji ze strony Chin i innych krajów azjatyckich. Import w strefie euro również wzrósł znacząco, napędzany dobrymi wynikami inwestycji sektora przedsiębiorstw i eksportu jak też aprecjacją euro. Ogólnie, dochody netto przyczyniły się do wzrostu PKB o 0,4 punktu procentowego.

Z perspektywy sektorowej, aktywność gospodarcza w 2007 r. była głównie podtrzymywana przez dobre wyniki w sektorze usług, przy czym roczna stopa wzrostu tego sektora spadła nieco z 2,5% w 2006 r. do 2,4% w 2007 r. Sektor przemysłowy (z wyłączeniem budownictwa) wykazał dużą odporność w ciągu roku, co należy przypisać znacznemu wzrostowi eksportu, który zrównoważył spowolnienie aktywności w budownictwie. Wzrost wartości dodanej w sektorze budownictwa w strefie euro zmniejszył się gwałtownie w 2007 r., szczególnie w drugiej połowie roku. Jak wyżej wspomniano, trend ten stanowił głównie efekt pogorszenia oczekiwań odnośnie rynków mieszkaniowych, chociaż inne rodzaje działalności powiązane z branżą budownictwa - takie jak budownictwo niemieszkaniowe i budownictwo lądowe - także doświadczały wolniejszego wzrostu.

STAŁA POPRAWA NA RYNKU PRACY

Na rynku pracy w strefie euro następowała w ostatnich latach stała poprawa. W 2006 r., po latach wolniejszego wzrostu, zatrudnienie wzrosło o 1,5%. Wzrost zatrudnienia był również bardziej zrównoważony biorąc pod

uwagę takie czynniki jak wiek, płeć i kwalifikacje⁷. Duży wzrost zatrudnienia utrzymywał się w 2007 r., przy rocznej stopie wzrostu wynoszącej 1,7%, tzn. najwyższej od 2001 r. (zob. tabela 4). Jednakże, wzrost zatrudnienia zmniejszył się w drugiej połowie 2007 r., odzwierciedlając słabsze warunki gospodarcze.

Z perspektywy sektorowej, szybszy wzrost zatrudnienia w 2007 r. częściowo odzwierciedlał duży wzrost zatrudnienia w sektorze budownictwa, które zanotowało roczną stopę wzrostu w wysokości 4,3% w trzecim kwartale 2007 r., w porównaniu z 2,7% w 2006 r. ogółem. Wciąż zmniejszające się zatrudnienie w przemyśle (z wyjątkiem budownictwa) zmieniło trend w 2007 r., kiedy to po raz pierwszy od 2001 r. zaobserwowano zwiększenie zatrudnienia netto – choć bardzo skromnych rozmiarów. Zatrudnienie w sektorze usług również rosło szybciej i osiągnęło poziom 2,2% w trzecim kwartale 2007 r. w porównaniu ze średnim poziomem 2,1% w 2006 r. Sytuacja ta była związana głównie z rozwojem podsektora finansowego, handlowego, transportu i przedsiębiorstw. W drugiej połowie 2007 r. te podsektory sektora usług odnotowały wolniejszy wzrost

zatrudnienia, podobnie jak sektor budownictwa, gdzie spowolnienie było bardziej widoczne. Sytuacja w tym ostatnim sektorze stanowiła odzwierciedlenie końca fazy wzrostowej cyklu w sektorze budownictwa mieszkaniowego i innej działalności związanej z branżą budowlaną.

Stopa bezrobocia, która zaczęła spadać na początku 2005 r. i w czwartym kwartale 2006 r. wynosiła 7,9%, kontynuowała spadek w 2007 r., osiągając poziom 7,1% pod koniec roku (zob. wykres 32).

Średni miesięczny spadek liczby bezrobotnych w 2007 r. wynosił ok. 80.000. Ogólnie, niższe bezrobocie odzwierciedla wzrost zatrudnienia związany z warunkami cyklicznymi, jak też z wpływem reform rynkowych i utrzymującym się niewysokim wzrostem płac.

Wydajność pracy w gospodarce jako całości mierzona stosunkiem realnego PKB do całkowitego zatrudnienia wzrosła jedynie o 0,8% w 2007 r. co stanowi spadek w porównaniu z 1,3% w 2006 r., kiedy to

7 W celu uzyskania bliższych szczegółów, zob. ramka 8 w wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z września 2007 r.

Tabela 4 Sytuacja na rynku pracy

(zmiany procentowe w stosunku do poprzedniego okresu, w procentach)

	2005			2006			2007			2007			2007	
	2005	2006	2007	2005	2005	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2007
				III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	
Siła robocza	0,9	0,9	0,8	0,2	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,0	
Zatrudnienie	0,9	1,5	1,7	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,2	
Rolnictwo ¹⁾	-1,2	-1,6	.	0,3	-0,1	-1,0	0,4	-1,5	-0,9	1,0	-1,1	-1,5	.	
Przemysł ²⁾	-0,3	0,6	.	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,3	0,4	0,6	0,3	0,1	.	
- z wyłączeniem budownictwa	-1,4	-0,3	.	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,0	0,1	0,0	0,1	.	
- budownictwo	2,3	2,7	.	-0,1	0,4	0,4	1,3	0,9	1,5	1,7	1,0	0,0	.	
Usługi ³⁾	1,5	2,1	.	0,4	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,6	0,7	0,5	.	
Stopa bezrobocia ⁴⁾														
Ogółem	8,8	8,2	7,4	8,8	8,7	8,6	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,3	7,2	
Poniżej 25 lat	17,2	16,1	14,8	17,2	16,8	16,8	16,2	15,7	15,8	15,0	14,7	14,6	14,4	
25 lat i więcej	7,8	7,2	6,5	7,7	7,7	7,6	7,4	7,1	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3	

Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane dotyczące bezrobocia odnoszą się do strefy euro, z uwzględnieniem Cypru i Malty.

1) Z uwzględnieniem rybołówstwa, myślistwa i leśnictwa.

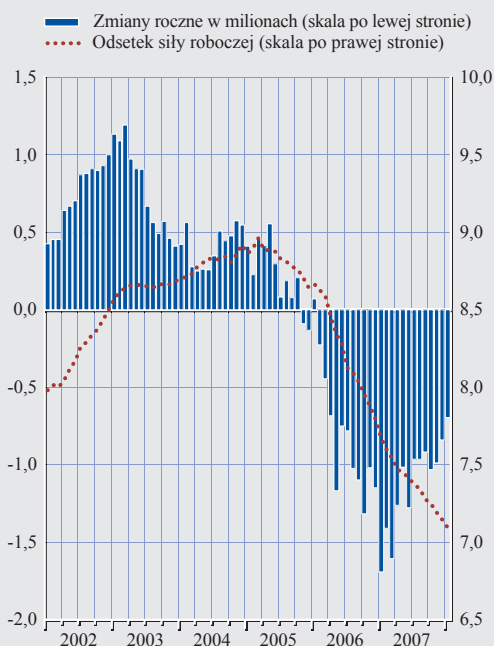
2) Z uwzględnieniem przetwórstwa przemysłowego, budownictwa, górnictwa i kopalnictwa, wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę.

3) Z wyłączeniem organizacji i zespołów eksterytorialnych.

4) Odsetek siły roboczej zgodnie z rekomendacjami MOP.

Wykres 32 Bezrobocie

(dane miesięczne, skorygowane sezonowo)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Dane odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Cypru i Malty.

1) Zmiany roczne nie zostały skorygowane sezonowo.

w czwartym kwartale stopa wzrostu wydajności pracy osiągnęła szczytową wartość w ujęciu rocznym i wyniosła 1,6%. Widoczne w 2006 r. przyspieszenie wzrostu wydajności pracy, które było głównie związane z cyklicznym wzrostem gospodarki strefy euro, okazało się krótkotrwałe, a roczna stopa wzrostu spadła do 0,6% w czwartym kwartale 2007 r.

2.5 SYTUACJA W ZAKRESIE POLITYKI FISKALNEJ

DALSZA POPRAWA SYTUACJI BUDŻETOWEJ W 2007 R.

Sytuacja w zakresie polityki fiskalnej w 2007 r. nadal była stosunkowo korzystna, głównie dzięki silnej aktywności gospodarczej, dalszym nieoczekiwanym dodatkowym dochodom, pewnym wysiłkom konsolidacyjnym oraz zanikaniu czynników tymczasowych, które przyczyniły się do wzrostu deficytu we Włoszech w 2006 r. Według zaktualizowanych programów stabilizacyjnych krajów strefy euro, średni deficyt sektora rządowego i samorządowego w strefie euro spadł z 1,5% PKB w 2006 r. do 0,8% w 2007 r.

Ramka 6

SPADEK BEZROBOCIA W STREFIE EURO W OSTATNICH LATACH

Przez ostatnie dziewięć lat wzrost zatrudnienia w strefie euro wzrósł o 1,3% w ujęciu średniorocznym rocznym. Od drugiego kwartału 2003 r. stopa bezrobocia w strefie euro spadła o 1,5 punktów procentowych i wyniosła 7,2% w grudniu 2007 r. Spadek ten odzwierciedla nie tylko wzrost gospodarczy, lecz także stanowi efekt wciąż niedużych wzrostów płac jak też reform rynku pracy w strefie euro.

W ostatnich latach można w odniesieniu do bezrobocia zidentyfikować dwa okresy (zob. wykres A). Pierwszy z nich to okres od półrocza 2003 r. do początku 2005 r., w którym stopa bezrobocia nadal powoli rosła mimo zwiększenia aktywności gospodarczej. Sytuacja taka nastąpiła po okresie, w którym stopa bezrobocia wzrosła gwałtownie z 7,8% w połowie 2001 r. do 8,7% w połowie 2003 r. Po niej nastąpił okres trwający od początku 2005 r. do 2007 r., kiedy stopa bezrobocia spadła znacząco w kontekście utrzymującego się wzrostu gospodarczego, zaś stopa bezrobocia spadła do poziomów nienotowanych od początku lat 80tych. W ujęciu bezwzględnym liczba bezrobotnych spadła o ok. 1,6 mln od czerwca 2003 r., rekompensując wzrost mający

miejsce w okresie od połowy 2001 r. do połowy 2003 r. Niniejsza ramka omawia spadek bezrobocia w strefie euro od 2003 r., w szczególności koncentrując się na trendach dotyczących wieku, płci, kwalifikacji i trwania zatrudnienia.

Silny wzrost zatrudnienia w znacznej mierze odpowiada za spadek bezrobocia

Spadek bezrobocia wynikał z dużego wzrostu zatrudnienia. Stopa wzrostu liczby zatrudnionych ogółem wynosiła w ujęciu kwartału do kwartału średnio 0,3% od połowy 2003 r. w porównaniu z jedynie 0,1% w okresie od połowy 2001 r. do połowy 2003 r. Odpowiada to wzrostowi liczby zatrudnionych o ponad 7,5 mln osób. Na poziomie sektorowym, sektor usług wygenerował około 85% wzrostu zatrudnienia, podczas gdy pozostała część miejsc pracy pojawiła się w sektorze budownictwa. Utrzymywał się trend malejący jeśli chodzi o zatrudnienie w rolnictwie i przemyśle z wyłączeniem budownictwa.

Warto zauważyć, że spadek bezrobocia nastąpił w sytuacji utrzymującego się – choć dającego od dwóch lat oznaki pewnego spowolnienia - wzrostu liczebności siły roboczej. Głównie dzięki rosnącemu wskaźnikowi aktywności zawodowej, wzrost liczebności siły roboczej utrzymywał się od początku 2003 r., i wynosił w ujęciu rocznym nieco ponad 0,9%. Innymi słowy, dynamika zatrudnienia od 2003 r. nie tylko zaabsorbowała rosnącą siłę roboczą, lecz także doprowadziła do znaczącego spadku bezrobocia.

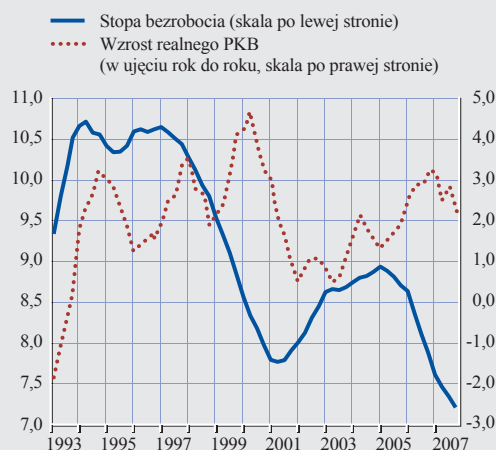
Wszystkie grupy społeczne odnoszą korzyści z poprawy sytuacji na rynku pracy

We wszystkich branych pod uwagę grupach miał miejsce spadek stopy bezrobocia od 2003 r., w szczególności w kilku kategoriach, które szczególnie odczuły wysokie bezrobocie, jak np. młodzi ludzie i kobiety. Jednakże różnice w stopach bezrobocia między grupami są wciąż istotne (zob. tabela).

Bezrobocie wśród młodzieży (tzn. wśród osób poniżej 25 roku życia) – które w strefie euro jest około dwa razy wyższe od ogólnej stopy bezrobocia – spadło z 16,5% w czerwcu 2003 r. do 14,3% w grudniu 2007 r. Ogólnie, około jednej trzeciej całkowitego spadku stopy bezrobocia przypadło na tę grupę. Stopa bezrobocia wśród kobiet spadła o ok. 1,9 punktu procentowego od czerwca 2003 r. i wyniosła 8,0% w grudniu 2007 r. Spadek był więc wyraźniejszy niż w przypadku mężczyzn. Obie grupy, zarówno młodzież, jak i kobiety, nadal korzystały ze złagodzenia przepisów dotyczących umów na czas określony i wprowadzenia przepisów zachęcających do zatrudnienia w niepełnym wymiarze, które zwiększyły ich atrakcyjność na rynku pracy. Grupy te korzystały także ze strukturalnego wzrostu zatrudnienia w sektorze usług.

Wykres A Zmiany stopy bezrobocia w strefie euro

(w procentach, roczne zmiany w procentach)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Bezrobocie jako procent siły roboczej.

Z mniej optymistycznych danych należy wymienić odsetek osób trwale bezrobotnych w stosunku do liczby osób bezrobotnych ogółem, który pozostawał zasadniczo niezmienny w okresie od 2003 r. do 2007 r. i wynosił nieco ponad 44%, co stanowiło bardzo wysoki wskaźnik w porównaniu z innymi obszarami gospodarki. Jednakże wskaźnik osób bezrobotnych przez ponad rok w stosunku do liczby bezrobotnych ogółem spadł o 1,0 punktu procentowego od 2005 r. Z tych danych wynika, że osoby z tej grupy korzystają z ożywienia gospodarczego z pewnym opóźnieniem. Trend spadkowy pokazuje, że bezrobocie długoterminowe również znajduje się pod wpływem korzystnych efektów reform rynku pracy mających na celu poprawienie atrakcyjności najbardziej narażonych grup na tym rynku i zwiększenie motywacji do podjęcia zatrudnienia.

Dodatkowe reformy i utrzymujące się niewielkie tempo wzrostu płac są konieczne w celu dalszego spadku bezrobocia.

Ogólnie, od półrocza 2003 r. trwa znaczący spadek bezrobocia. Utrzymanie tego spadku w nadchodzących latach będzie wymagało, oprócz ograniczenia wzrostu płac, także stałego reformowania rynku pracy i rynku produktów w strefie euro. Komisja Europejska niedawno sporządziła bazę danych (zwaną LABREF), zawierającą zapis kluczowych cech typowych dla inicjatyw podejmowanych od roku 2000, koncentrując się na ich zaplanowaniu, zakresie i trwałości¹. Wykres B pokazuje, że w średnim ujęciu w okresie od 2000 r. do 2006 r. na rynkach w strefie euro dokonano ogólnie ok. 98 korekt prowadzonej polityki. Podjęte środki w większości wpisywały się w politykę aktywnych rynków pracy (zwłaszcza inicjatywy dotyczące szkoleń i usług publicznych w zakresie zatrudnienia), ponadto obejmowały tematykę systemów emerytalnych (głównie odnosząc się do poziomu świadczeń i kryteriów kwalifikacyjnych) oraz opodatkowania dochodów z pracy (w postaci działań w sferze podatku dochodowego i składek pracodawców na ubezpieczenia społeczne).

¹ Reformy zostały sklasyfikowane według ośmiu głównych kryteriów, od opodatkowania dochodów z pracy, systemów świadczeń dla bezrobotnych (oraz innych świadczeń społecznych), programów aktywnego rynku pracy, ochrony pracy, systemów emerytalnych, negocjowania płac, organizacji czasu pracy, polityki migracyjnej i mobilności siły roboczej. W ramach tych dziedzin zbadano ogółem zestaw 36 węższych obszarów interwencji.

Stopy bezrobocia w strefie euro wg płci, grup wiekowych i wykształcenia

(procenty, w punktach bazowych)

	Wiek	2003	2005	2007	Zmiana w latach 2003-2007
Ogółem	powyżej 15 lat	8,7	9,0	7,2	-1,5
Mężczyźni	powyżej 15 lat	7,7	8,2	6,5	-1,2
Kobiety	powyżej 15 lat	9,9	10,0	8,0	-1,9
Młodzież	15-24 lata	16,5	17,6	14,3	-2,2
Osoby starsze	55-64 lata	7,4	7,5	6,1	-1,3
Wykształcenie	25-64 lata				
Mniej niż średnie wykształcenie		10,3	10,2	9,1	-1,2
Co najmniej średnie wykształcenie		7,7	7,9	6,2	-1,5
Wyższe wykształcenie		5,2	5,0	4,0	-1,2
Wskaźnik bezrobocia długoterminowego	powyżej 15 lat	44,2	45,4	44,4	0,2

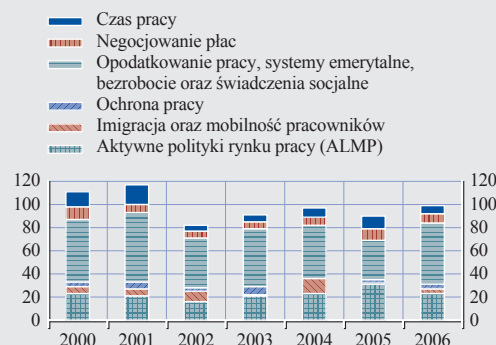
Źródło: Eurostat.

Uwaga: Dane za rok 2003, 2005 i 2007 odnoszą się odpowiednio do czerwca, marca i grudnia oraz wywodzą się ze zharmonizowanej stopy bezrobocia dla wszystkich kategorii, za wyjątkiem osób starszych, grup wykształcenia oraz bezrobocia długoterminowego, dla których we wszystkich przypadkach dane dotyczą marca i wynikają z danych ankietowych pracowników UE.

Mimo że kilka krajów strefy euro poczyniło postępy w przyjęciu i wdrożeniu reform strukturalnych, konieczny jest dalszy wysiłek w szeregu obszarów. Reformy powinny zwiększać możliwości zatrudnienia, zwłaszcza dla młodzieży i kobiet. Konieczne jest zatem, aby każdy kraj strefy euro wyeliminował niedoskonałości swojego rynku i wdrożył ściśle postanowienia narodowych programów reform, które stanowią trzon procesu lizbońskiego. Postęp w zmianie legislacji w zakresie ochrony zatrudnienia i tworzenia zachęt do podejmowania pracy poprzez odpowiedni system podatków i świadczeń jest jak dotąd ograniczony. Energiczne reformy w tych obszarach mogłyby znacząco przyczynić się do elastyczności rynków pracy i zwiększyć możliwości dostosowawcze krajów strefy euro. Ponadto zwiększone wysiłki mające na celu dokończenie tworzenia rynku wewnętrznego UE w zakresie dóbr i usług oraz zwiększenie aktywności w zakresie badań i rozwoju oraz innowacyjności są konieczne w celu podniesienia wydajności i zwiększenia możliwości zatrudnienia. Oprócz tego, reformy systemu negocjacji płacowych mające na celu usunięcie sztywnych barier są pożądane z powodu ich znaczenia w zmniejszaniu różnic w stopie zatrudnienia między poszczególnymi grupami społecznymi.

Wykres B Stopień intensywności reform w strefie euro¹⁾ a ich dystrybucja wg typu reformy w latach 2000–2006

(liczba uchwalonych reform)



Źródła: Obliczenia EBC na podstawie bazy danych LABREF.
1) Z uwzględnieniem Słowenii.

(zob. tabela 5)⁸. Deficyt we Włoszech i Portugalii, dwóch krajach strefy euro, objętych procedurą nadmiernego deficytu, spadł odpowiednio do 2,4% i 3% PKB. W przypadku Włoch, zgodnie z nowszymi oszacowaniami deficyt spadł do 1,9% PKB. Żaden z krajów wchodzących w skład strefy euro nie miał deficytu przekraczającego 3% PKB w 2007 r. Ostatni raz sytuacja taka miała miejsce w 2000 r. (bez dochodów ze sprzedaży licencji UMTS).

Porównanie danych z 2007 r. z celami przyjętymi w aktualizacjach programów stabilizacji, opublikowanymi na koniec 2006 r. i na początku 2007 r. ukazuje, że średni deficyt w strefie euro zmniejszył się o 0,7 punktu procentowego PKB. Na poprawę tę w znacznym stopniu złożył się efekt bazy, który odzwierciedla lepsze niż oczekiwano wyniki za 2006 r. W 2007 r. lepsze niż planowano wyniki uzyskano w większości krajów, zwłaszcza Niemczech, Luksemburgu i Finlandii.

W tym kontekście, średni wskaźnik długu publicznego w strefie euro spadł w przybliżeniu o 2 punkty procentowe do poziomu 66,7% PKB, tzn. najniższego poziomu w stosunku do PKB od początku trzeciego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej, czyli od 1999 r. Francja i kraje o niewielkim zadłużeniu, takie jak Irlandia i Luksemburg, stanowiły wyjątek od tego trendu spadkowego. Ponadto w sześciu krajach wskaźniki długu pozostały powyżej wartości referencyjnej 60% PKB. Pomimo lepszych wyników budżetowych, w 2007 r. rosła emisja skarbowych papierów dłużnych w strefie euro (zob. ramka 7).

Średnio, strukturalny bilans budżetowy (tzn. bilans z wyłączeniem jednorazowych i innych

⁸ Dane zawarte w programach stabilizacyjnych za 2007 r. są danymi szacunkowymi i dlatego mogą różnić się od ostatecznych wyników.

Tabela 5 Pozycja fiskalna krajów strefy euro

(jako procent PKB)

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

	2005	2006	2007
Strefa euro	-2,5	-1,5	-0,8
Belgia	-2,3	0,4	-0,3
Niemcy	-3,4	-1,6	0,0
Irlandia	1,2	2,9	0,5
Grecja	-5,1	-2,5	-2,7
Hiszpania	1,0	1,8	1,8
Francja	-2,9	-2,5	-2,4
Włochy	-4,2	-4,4	-2,4
Luksemburg	-0,1	0,7	1,0
Holandia	-0,3	0,6	-0,4
Austria	-1,6	-1,4	-0,7
Portugalia	-6,1	-3,9	-3,0
Słowenia	-1,5	-1,2	-0,6
Finlandia	2,7	3,8	4,5

Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych

	2005	2006	2007
Strefa euro	70,3	68,6	66,7
Belgia	92,2	88,2	84,6
Niemcy	67,8	67,5	65,0
Irlandia	27,4	25,1	25,1
Grecja	98,0	95,3	93,4
Hiszpania	43,0	39,7	36,2
Francja	66,7	64,2	64,2
Włochy	106,2	106,8	105,0
Luksemburg	6,2	6,6	6,9
Holandia	52,3	47,9	46,8
Austria	63,4	61,7	59,9
Portugalia	63,7	64,8	64,4
Słowenia	27,4	27,1	25,6
Finlandia	41,4	39,2	35,3

Źródła: Komisja Europejska (za lata 2005-2006, dla Belgii również dla 2007), zaktualizowane programy stabilizacyjne (na rok 2007) oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane za 2007 r. zawarte w programach stabilizacyjnych są danymi szacunkowymi i dlatego mogą różnić się od ostatecznych wyników.

czynników tymczasowych, po skorygowaniu o czynniki sezonowe) w strefie euro poprawił się z -1,2% PKB w 2006 r. do poziomu -0,8% w 2007 r. Poprawa ta odzwierciedlała raczej dynamiczny wzrost dochodów podatkowych ponad poziom wynikający z makroekonomicznej ewolucji przyjętej bazy podatkowej, niż z wprowadzenia konkretnych rozwiązań konsolidacyjnych po stronie wydatków. Z perspektywy poszczególnych krajów, znacząca poprawa w bilansie strukturalnym - o 0,5 punktu procentowego PKB lub większa - miała miejsce w Niemczech, Grecji, Włoszech, Portugalii i Słowenii. Natomiast, znaczące rozluźnienie strukturalne bilansu budżetowego, o ponad 1 punkt procentowy PKB, miało miejsce w Irlandii

i w Holandii. Nieduża większość krajów strefy euro osiągnęła, bądź nadal spełniała, swoje średniookresowe cele budżetowe w 2007 r.

PRZEWIDYWANY ZASTÓJ W KONSOLIDACJI BUDŻETOWEJ W 2008 R.

Plany fiskalne na 2008 r. w krajach strefy euro, zawarte w aktualizacjach programów stabilizacyjnych z końca 2007 r. wskazują, że spadek średniego deficytu finansów publicznych w strefie euro obserwowany od 2004 r. zatrzyma się, zaś deficyt minimalnie wzrośnie do 0,9% PKB. Wydatki i dochody budżetowe spadną o mniej więcej tę samą wielkość (¼ punktu procentowego PKB). W kontekście oczekiwanego wzrostu gospodarczego zgodnego z potencjalnym, sytuacja dochodzenia

Ramka 7**ZMIANY W EMISJI DŁUŻNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH INSTYTUCJI RZĄDOWYCH I SAMORZĄDOWYCH ORAZ ROZPIĘTOŚCI RENTOWNOŚCI OBLIGACJI W STREFIE EURO**

W kontekście rosnących stóp procentowych, który charakteryzował większą część roku, emisja netto dłużnych papierów wartościowych instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro wzrosła w 2007 r. Wzrost był nadzwyczaj duży dla emisji krótkoterminowych. Wzrost zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu netto wyniósł 2,8% w grudniu 2007 r., tzn. tylko 0,4 punktu procentowego więcej niż w 2006 r. (zob. tabela A)¹. Jednakże, wskaźnik zadłużenia do PKB instytucji rządowych i samorządowych spadł w większości krajów strefy euro w kontekście silniejszego wzrostu gospodarczego.

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

(roczne zmiany w procentach, koniec okresu)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Instytucje rządowe szczebla centralnego ogółem	3,4	2,7	3,2	5,0	5,5	5,8	4,6	2,4	2,8
Długoterminowe papiery wartościowe	5,6	3,5	2,9	3,9	4,8	6,1	5,4	3,4	2,3
o oprocentowaniu stałym		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,3	3,5	2,0
o oprocentowaniu zmiennym		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4
Krótkoterminowe papiery wartościowe	-16,5	-7,1	8,5	18,4	13,5	2,3	-3,9	-8,8	9,4

Źródło: EBC.

Jednym z powodów wzrostu w 2007 r. emisji krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych instytucji rządowych i samorządowych w porównaniu do długoterminowych dłużnych papierów wartościowych mógł być wzrost długoterminowych stóp procentowych w pierwszej połowie roku. Tak więc, gdy rządy stały w obliczu dużego nachylenia krzywej dochodowości, roczna stopa wzrostu długoterminowych dłużnych papierów wartościowych spadła z 3,4% w 2006 r. do 2,3% w 2007 r., podczas gdy roczna stopa wzrostu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych wzrosła gwałtownie a nawet przyjęła wartości dodatnie w 2007 r.

Analiza struktury dłużnych papierów wartościowych instytucji rządowych i samorządowych w obiegu pokazuje, że emisja dłużnych papierów wartościowych jest prowadzona głównie na szczeblu centralnym. W 2007 r. papiery dłużne wyemitowane na tym szczeblu stanowiły 93,5% dłużnych papierów wartościowych w obiegu, podczas gdy na inne podsektory sektora instytucji rządowych i samorządowych przypadało pozostałe 6,5%. Jednakże aktywność tych podsektorów rosła, a prowadzona przez nie emisja dłużnych papierów wartościowych w przybliżeniu podwoiła się w latach 1999–2006, podczas gdy emisja na szczeblu centralnym stale malała w tym samym okresie.

¹ Stopy wzrostu są obliczane na podstawie transakcji finansowych i z tego powodu wyłącza się przeklasyfikowanie, zmianę wyceny, wahania kursu walutowego i inne zmiany niewynikające z transakcji. W celu uzyskania szczegółów, zob. uwagi techniczne odnoszące się do tabel 4.3 i 4.4 rozdziału 'Statystyka strefy euro' Biuletynu Miesięcznego EBC.

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	2007
Institucje rządowe szczebla centralnego	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,9	93,5	93,5
Długoterminowe papiery wartościowe	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86	86,5	86,1
Krótkoterminowe papiery wartościowe	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	7,0	7,4
Inne instytucje rządowe i samorządowe	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,1	6,5	6,5
Długoterminowe papiery wartościowe	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4
Krótkoterminowe papiery wartościowe	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Institucje rządowe i samorządowe ogółem									
Długoterminowe papiery wartościowe	92,3	93,0	92,7	91,7	91,1	91,4	92,1	92,9	92,5
o stałym oprocentowaniu	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3
o zmiennym oprocentowaniu	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2
Krótkoterminowe papiery wartościowe	7,7	7,0	7,3	8,3	8,9	8,6	7,9	7,1	7,5
Institucje rządowe i samorządowe ogółem w mld euro	3.453,3	3.549,0	3.775,3	3.949,2	4.151,6	4.386,6	4.602,9	4.704,8	4.835,0

Źródło: EBC.

Ogólnie, kraje nie zmieniły priorytetowego traktowania zadłużenia długoterminowego. W 2007 r. zadłużenie długoterminowe stanowiło około 92,5% dłużnych papierów wartościowych w obiegu, a więc nieco mniej niż w 2006 r. Udział krótkoterminowych papierów wartościowych wzrósł jednak z 7,1% w 2006 r. do 7,5% w 2007 r. (zob. tabela B). Z tabeli B wynika również, że wśród długoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe przeważającą większość stanowią papiery o stałym oprocentowaniu. Udział emisji o zmiennym oprocentowaniu nieznacznie wzrósł w 2007 r. i kontynuował w ten sposób trend rosnący, który został zapoczątkowany w 2004 r.

W celu zilustrowania wpływu rosnącego oprocentowania na płatności odsetkowe od zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych, zmianę poziomu płatności odsetkowych można rozbić na trzy składowe: a) efekt wynikający ze zmian poziomu długu publicznego, b) efekt wynikający ze zmian stóp procentowych i c) efekt resztowy (ang. *residual cross-effect*)². Wykres A pokazuje, że w 2007 r, po raz pierwszy od 2000 r., miał miejsce pozytywny udział zmian oprocentowania w ogólnej zmianie płatności odsetkowych. Ponadto wpływ zmian stóp procentowych był większy niż efekt zmiany zadłużenia.

W kwestii różnic między krajami, rentowności niemieckich dziesięcioletnich obligacji skarbowych do tej pory były najniższe w krajach strefy euro, głównie z powodu wyższej

2 Zmiana w płatnościach odsetkowych I, można rozbić na składniki w następujący sposób:

$$\Delta I = \Delta B \times i + \Delta i \times B + \Delta B \times \Delta i$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Efekt zmian} \\ \text{poziomu długu} \\ \text{publicznego} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{Efekt} \\ \text{zmian stóp} \\ \text{procentowych} \end{array} \right\} \left\{ \begin{array}{l} \text{Efekt} \\ \text{resztowy} \end{array} \right\}$$

gdzie B jest zadłużeniem instytucji rządowych i samorządowych, zaś i jest średnią implikowaną stopą procentową (I/B).

Wykres A Charakterystyka zmian płatności odsetkowych

(jako procent PKB, dane roczne)



Źródło: Komisja Europejska (baza danych AMECO) oraz obliczenia EBC.

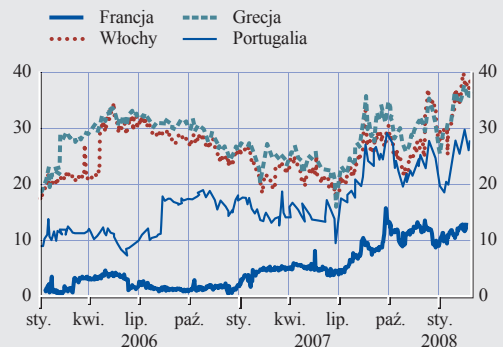
płynności tych obligacji i przysługującego im statusu benchmarku. Wykres B pokazuje rozpiętości rentowności obligacji skarbowych dla krajów strefy euro innych niż Niemcy, podlegających procedurze nadmiernego deficytu pod koniec 2006 r., w porównaniu z obligacjami niemieckimi.

Różnice w rentownościach obligacji skarbowych między krajami strefy euro w ostatecznym rozrachunku odzwierciedlają różnice w płynności i ryzyku kredytowym. W 2007 r. można było wyróżnić dwa wyraźne trendy w zakresie rozpiętości obligacji skarbowych. W pierwszym półroczu rozpiętości rentowności obligacji skarbowych wykazały tendencję malejącą w kilku krajach strefy euro. Jednakże w czasie zaburzeń na rynkach finansowych w drugiej połowie 2007 r. i w wyniku ogólnej przeceny ryzyk, wzrosły one, zwłaszcza w Grecji, Francji, Włoszech i Portugalii. Trendy spadkowe obserwowane pod koniec września odwróciły się w listopadzie, w następstwie nawrotu obaw inwestorów dotyczących zaburzeń na rynkach kredytowych.

W celu potwierdzenia niedawnego wzrostu rozpiętości obligacji skarbowych, wykres C pokazuje rozpiętości swapów kredytowych na obligacje skarbowe. Ze względu na swoją konstrukcję, rozpiętości instrumentów typu CDS mogą być również uważane za miarę ryzyk kredytowych związanych z zaangażowaniem w odpowiednie obligacje skarbowe. W konkretnych zastosowaniach, rozpiętości swapów kredytowych na obligacje skarbowe mają tę zaletę, że nie podlegają zniekształceniom z powodu zmian w obligacjach benchmarkowych danych krajów, nie mają na nie wpływu różnice w terminach zapadalności i są one czułe na zmiany rynkowe. Zgodnie z powyższą analizą rozpiętości rentowności obligacji skarbowych, rozpiętości dla instrumentów typu CDS w powyższych krajach również wzrosły od lata 2007 r., zaś na początku 2008 r. kontynuowały trend rosnący.

Wykres B Różnice rentowności wybranych obligacji skarbowych w stosunku do obligacji niemieckich

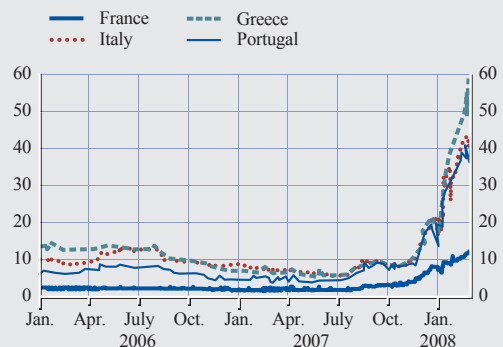
(w punktach bazowych, dane dzienne)



Źródła: Reuters oraz obliczenia EBC.

Wykres C Swapy kredytowe długów państwowych

(w punktach bazowych, dane dzienne)



Źródło: Bloomberg.

do stabilizacji średniego deficytu w strefie euro odzwierciedla spowolnienie a nawet odwrócenie wysiłków konsolidacyjnych w niektórych krajach oraz redukcję nadwyżek w innych. W tym kontekście, oczekuje się, że średni wskaźnik długu publicznego w strefie euro będzie spadał wolniej w 2008 r., o około 1,5 punktu procentowego, osiągając 65,1% PKB.

W szczególności nie oczekuje się żadnego istotnego postępu w zakresie konsolidacji i stabilizacji finansów publicznych we Francji i we Włoszech, gdzie deficyt zasadniczy będzie się kształtował na poziomie zbliżonym do wartości referencyjnej 3% PKB, tak jak ma to miejsce w Portugalii. Postęp w innych krajach, które jeszcze nie osiągnęły swoich celów średniookresowych będzie raczej ograniczony, a ich strukturalna pozycja budżetowa będzie w niektórych przypadkach nawet ulegać pogorszeniu. Oczekuje się, że w wyniku pogorszenia sytuacji budżetowej w Niemczech i Irlandii liczba krajów spełniających swoje cele średniookresowe spadnie.

KLUCZOWE ZNACZENIE AMBITNIEJSZYCH WYSIŁKÓW KONSOLIDACYJNYCH

Według zaktualizowanych programów stabilności, środowisko makroekonomiczne w 2008 r. będzie prowadzić do szybkiego postępu w realizacji celów średniookresowych ustalonych przez kraje strefy euro. Pakt Stabilności i Wzrostu zobowiązuje kraje strefy euro do poprawy strukturalnego bilansu budżetowego w ujęciu rocznym o 0,5% PKB traktowane jako benchmark, przy czym w okresie dobrej koniunktury oczekuje się większych wysiłków konsolidacyjnych. W kwietniu 2007 r., ministrowie Eurogrupy potwierdzili swoje zaangażowanie w prowadzenie zdrowej polityki fiskalnej zgodnej z zapisami Paktu Stabilności i Wzrostu. Przyznali, że strefa euro znajduje się obecnie w okresie dobrej koniunktury i podjęli się pełnego wykorzystania oczekiwanego przyjaznego środowiska gospodarczego oraz wyższych od oczekiwanych dochodów budżetowych do przyspieszenia redukcji deficytu i zadłużenia. Ministrowie Eurogrupy zobowiązali się do zrealizowania celu polegającego na osiągnięciu przez większość członków strefy euro celów średniookresowych w 2008 r. lub

2009 r., a najpóźniej w 2010 r. przez wszystkich jej członków. Oczekuje się, że kraje członkowskie, które już osiągnęły swoje cele średniookresowe utrzymają silną pozycję budżetową, tak aby uniknąć rozluźnienia fiskalnego w okresie dobrej koniunktury. W październiku 2007 r. Rada ECOFIN wyraziła zgodę na szereg pożądanych kroków w celu poprawienia efektywności Paktu Stabilności i Wzrostu, w szczególności poprzez umocnienie jego funkcji prewencyjnych. Potwierdzili także potrzebę stosowania się do podanego w Pakcie benchmarku konsolidacji strukturalnej w wysokości 0,5% PKB rocznie. Niepewność dotycząca wpływu zaburzeń rynku finansowego, zapoczątkowanych latem 2007 r. na gospodarkę i budżet sprawia, że wskazana jest większa ostrożność przy planowaniu polityki fiskalnej.

Te z krajów strefy euro, które nadal objęte są procedurą nadmiernego deficytu powinny na stałe sprowadzić wskaźniki deficytu poniżej wartości referencyjnej 3% PKB. Powinny one również poprawić wskaźniki bilansu strukturalnego względem wartości odniesienia 0,5% PKB oraz zastosować się do dodatkowych wymagań konsolidacyjnych, zawartych w odpowiednich rekomendacjach Rady ECOFIN. W celu uniknięcia ryzyka przekroczenia wartości referencyjnej deficytu w najbliższej przyszłości, kluczowa jest kontynuacja presji na zdrowe finanse publiczne po redukcji deficytu poniżej 3% PKB. W przeciwnym wypadku niekorzystne zmiany mogą znowu szybko podnieść deficyt powyżej tej wartości. Obecne projekcje zawarte w programach stabilności obu krajów poddanych procedurze nadmiernego deficytu, tzn. Włoch i Portugalii, wskazują, że w 2008 r. deficyty znalazłyby się poniżej 3% PKB, lecz pozostawałyby na raczej wysokim poziomie, co uzasadnia dalszą konsolidację.

Inne kraje strefy euro, które nie osiągnęły swoich celów średniookresowych w 2007 r., powinny przyjąć strategię konsolidacyjną zgodną z wymaganiami Paktu Stabilności i Wzrostu. Oznacza to konsolidację strukturalną na poziomie 0,5% PKB rocznie jako benchmark

oraz większe wysiłki konsolidacyjne w razie nadejścia dobrej koniunktury w tych krajach. Ponadto, jak zauważono powyżej, kraje strefy euro powinny osiągnąć swoje cele średniookresowe najpóźniej do 2010 r. Z ostatnich aktualizacji programów stabilności wynika, że stopień wypełniania tych zobowiązań politycznych wydaje się ograniczony. W szczególności nie oczekuje się, by Irlandia, Grecja, Francja i Włochy wypełniły cele średniookresowe przed 2010 r., zaś strukturalne dostosowanie fiskalne w 2008 r. nie osiągnie benchmarku w wysokości 0,5% PKB w takich krajach jak Belgia, Francja, Włochy i Austria. Sytuacja ta jest tym bardziej rozczarowująca, że niektóre kraje nadal korzystają z wyjątkowo wysokich dochodów budżetowych, które poprawiają ich strukturalne bilanse budżetowe, a utrzymanie się tej sytuacji wcale nie jest pewne. Niewypełnienie wymogów Paktu Stabilności i Wzrostu oraz niedawnych zobowiązań politycznych stawia wiarygodność funkcji prewencyjnej Paktu pod znakiem zapytania.

Wskazane jest, by te spośród krajów strefy euro, które już osiągnęły cele średniookresowe, unikały w warunkach dobrej koniunktury prowadzenia procyklicznej polityki fiskalnej, która podsyca inflację i nierównowagę makroekonomiczną. Swobodne działanie automatycznych stabilizatorów pomoże wygładzić fluktuacje makroekonomiczne.

Niektóre kraje, które wypełniły swoje cele średniookresowe w 2007 r. planują odejście od tej strukturalnej pozycji budżetowej w 2008 r.

Bardziej zdeterminowane wysiłki krajów strefy euro, by osiągnąć i zachować zdrowe finanse publiczne są nie tylko uzasadnione z punktu widzenia krótkoterminowej stabilizacji makroekonomicznej, poprzez dopuszczenie swobodnej interakcji automatycznych stabilizatorów, ale również z powodu konieczności wzmocnienia długoterminowego zrównoważenia fiskalnego. Niższe obciążenie budżetu częściowo zrekompensowałoby presję po stronie wydatków wynikające ze starzenia się populacji w nadchodzących dekadach. Inne środki konieczne do wzmocnienia równowagi fiskalnej odnoszą się do reform w zakresie opieki zdrowotnej i systemu emerytalnego jak też rosnącej rzeczywistej podaży pracy. Nieprzygotowanie się w odpowiednim czasie na konsekwencje budżetowe starzenia się społeczeństwa zagrozi równowadze fiskalnej i zwiększy obciążenie przyszłych pokoleń.

Oznaki, że część dużego wzrostu dochodów została zużyta na dodatkowe wydatki rządowe w niektórych krajach wskazują na ryzyko ekspansjonistycznych polityk fiskalnych i powtórkę błędów polityki z lat 2000–2001, kiedy to naruszono margines bezpieczeństwa, a kilka krajów weszło na ścieżkę procedury

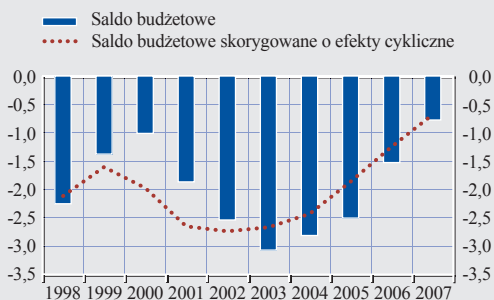
Ramka 8

NAUKA PŁYNĄCA Z DOŚWIADCZEŃ POLITYKI FISKALNEJ W LATACH 2000–2001

Oczekuje się, że w 2007 r. deficyt instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro spadł do 0,8% PKB. Po odliczeniu dochodów ze sprzedaży licencji UMTS, jest to niższy poziom niż osiągnięty w 2000 r., na szczycie poprzedniego cyklu gospodarczego (zob. wykres A). W dalszej perspektywie, kluczową kwestią dla polityki fiskalnej jest uniknięcie doświadczeń z początku dekady, kiedy pozycje budżetowe pogarszały się szybko, zaś szereg krajów strefy euro odnotował nadmierne deficyty. W tym względzie, doświadczenia z przeszłości wskazują na tendencję do przeszacowywania siły zasadniczych pozycji budżetowych w okresie dobrej koniunktury, co skłania do szczególnie ostrożnej polityki fiskalnej w sprzyjających warunkach gospodarczych.

Wykres A Zmiany sytuacji fiskalnej w latach 1998-2007

(jako procent PKB)

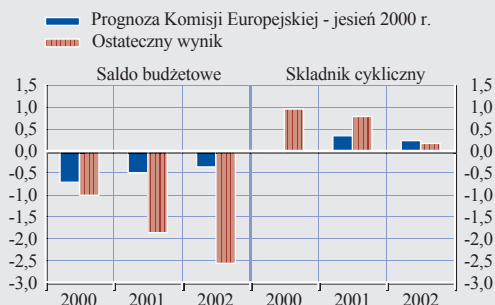


Źródła: Komisja Europejska (baza danych AMECO) oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane dotyczące salda budżetowego nie obejmują przychodów ze sprzedaży licencji UMTS.

Wykres B Saldo budżetowe a składnik cykliczny

(jako procent PKB)



Źródła: Komisja Europejska (baza danych AMECO) oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Uwaga: Dane dotyczące salda budżetowego nie obejmują przychodów ze sprzedaży licencji UMTS.

W latach 1999–2000, kiedy ostatni cykl gospodarczy osiągnął swoje maksimum, wiele krajów przyjęło ekspansyjną politykę fiskalną (przede wszystkim w postaci cięć podatków). Posunięcia te uznano za „możliwe do udźwignięcia” w kontekście optymistycznych projekcji gospodarczych i oszacowań zasadniczych (tzn. skorygowanych o czynniki cykliczne) pozycji budżetowych w tamtym okresie. Jednakże w retrospektywie, siła zasadniczych pozycji fiskalnych poszczególnych krajów została przeszacowana. W czasie gdy gospodarka strefy euro nieoczekiwanie weszła w fazę spadkową, bilanse budżetowe pogorszyły się gwałtownie i wkrótce kilka krajów przekroczyło wartość referencyjną w wysokości 3% PKB (zob. wykres B, lewe okno).

Istnieją dwa problemy techniczne utrudniające dokładne oszacowanie „prawdziwego” bilansu budżetowego skorygowanego o czynniki cykliczne. Pierwszy z nich odnosi się do trudności oceny cyklicznego położenia gospodarki w czasie rzeczywistym. Jesienią 2000 r. Komisja Europejska, jak też większość profesjonalnych analityków, oczekiwała dalszej poprawy pozycji fiskalnej w strefie euro. Ocena ta była oparta na założeniu, że luka popytowa – a zatem także składnik cykliczny bilansu budżetowego – była bliska zeru, i że w niedalekiej przyszłości warunki gospodarcze nadal będą wywierać pozytywny wpływ na bilans budżetowy. W rzeczywistości, w 2001 r. gospodarka strefy euro weszła w fazę spadkową. To dało impuls do znaczących korekt *ex post* oszacowań zarówno luki popytowej jak i cyklicznego składnika bilansu budżetowego (zob. wykres B, prawa część wykresu). Dlatego ostateczny wynik za 2000 r. odzwierciedlał w rzeczywistości silny dodatni wpływ czynników cyklicznych rzędu 1% PKB, podczas gdy w owym czasie oceniano ten wpływ jako zerowy.

Drugi problem jest związany z niepewnością co do kształtowania się dochodów podatkowych w czasie cyklu ekonomicznego. Obecne metodologie prognozowania i korekty o czynniki cykliczne zazwyczaj przyjmują stosunkowo stałą relację między stopą wzrostu dochodów podatkowych i stopą wzrostu PKB lub w metodologii dezagregacji danych, stopą wzrostu innych podstawowych wskaźników makroekonomicznych będących jednocześnie wskaźnikami danych zagregowanych z rachunków narodowych. Jednakże dowiedziono, że w okresach ożywienia gospodarczego zwłaszcza podatek od dochodu i zysków kapitałowych rośnie dużo szybciej niż założone podstawowe wskaźniki makroekonomiczne a następnie gwałtownie

maleje po wejściu w fazę malejącą. Trudno przewidzieć występowanie i rozmiar takich zjawisk zważywszy, że zależą one od takich czynników jak czas realizacji zysków kapitałowych i skomplikowane przepisy podatkowe, które zazwyczaj umożliwiają zrównoważenie zysków z jednego roku stratami z lat poprzednich. Szczegółowa analiza zmian wskaźnika dochodów budżetowych do PKB od 2000 r. wskazuje, że spadek dochodów w latach 2000 i 2001 należy przypisać głównie cięciom podatków, których wpływ został jeszcze pogłębiony przez inne czynniki obniżające dochody budżetowe, zwłaszcza w 2002 r. Natomiast w 2005 i 2006 r. wskaźnik dochodów do PKB wzrósł znacząco pomimo braku większych posunięć mających na celu wzrost podatków. Prawdopodobieństwo zniknięcia takich dochodów w najbliższej przyszłości stanowi ryzyko pogorszenia bieżących perspektyw budżetowych.

Wziąwszy pod uwagę te doświadczenia, należy podkreślić że jednym z ważniejszych wniosków z błędów polityki fiskalnej w latach 2000-2001 jest ostrożność przy interpretacji charakteru poprawy budżetowej w czasach dobrej koniunktury jako strukturalnego, nawet jeśli zmiany w bilansach budżetowych skorygowanych o czynniki cykliczne wskazują na taki charakter. Raczej należałoby, zgodnie z ustaleniami Eurogrupy z kwietnia 2007 r., przeznaczyć nadzwyczaj duże dochody podatkowe w czasach dobrej koniunktury na redukcję deficytu i długu publicznego niż na potencjalnie trwałe wzrost wydatków czy obniżkę podatków.

nadmiernego deficytu, gdy pogorszyła się koniunktura gospodarcza (zob. ramka 8). W tym względzie, wiążące średniookresowe narodowe ramy polityki fiskalnej, przy ich właściwym zaplanowaniu i ścisłym przestrzeganiu, mogą pomóc w przeciwstawieniu się presji wewnętrznej na wykorzystanie nieoczekiwanych dochodów w celu pokrycia dodatkowych wydatków lub cięcia podatków i przyczynić się do stworzenia wystarczająco dużego bufora budżetowego oddzielającego od wartości referencyjnej 3% PKB. W tym celu, należy ustanowić takie reguły zawczasu - mogą one zawierać zasady regulujące przeznaczanie wyjątkowo dużych nadwyżek dochodów na redukcję długu i deficytu budżetowego. Aby poprawić stan finansów publicznych, wyższe wydatki w obszarach priorytetowych lub cięcia podatków oraz składek na ubezpieczenie społeczne powinny być przede wszystkim finansowane przez redukcje wydatków, tak by uniknąć zwiększenia obciążeń podatkowych i/lub deficytów fiskalnych. Rosnąca efektywność w dostarczaniu świadczeń przez państwo w ogólności, a przez administrację publiczną w szczególności, jak też poprawa struktury dochodów państwa, są efektywnymi sposobami

uwolnienia środków budżetowych na bardziej produktywne cele.

2.6 KURSY WALUT I BILANS PŁATNICZY

DALSZA APRECYJACJA EURO W 2007 R. W UJĘCIU EFEKTYWNYM

Po pewnym obniżeniu się z wartości maksimum z końca 2004 r. na przestrzeni 2005 r., nominalny efektywny kurs wymiany euro w znacznej mierze odrobił straty w 2006 r. Początkowo, euro dalej ulegało wzmocnieniu w 2007 r., korzystając z ubiegłorocznego wzrostu dynamiki. Tendencja aprecjacyjna została gwałtownie przerwana w okresie pomiędzy majem a połową sierpnia, kiedy to kurs waluty euro poruszał się w obrębie dość wąskiego pasma wahań. W kontekście zaburzeń na globalnym rynku finansowym, euro osłabło w sierpniu, aby następnie realizować ścieżkę wysokiej aprecjacji przez pozostałą część roku. Do zakończenia roku, euro – w nominalnym ujęciu efektywnym – zyskało na wartości 6,3% w porównaniu z poziomem z początku stycznia i 8,2% ponad średni poziom z 2006 r. Szczególnie wysoka aprecjacja nastąpiła względem dolara

USA. Dodatkowo, znacznie wzmocniła się pozycja euro względem funta szterlinga oraz, w mniejszym stopniu, względem japońskiego jena, chińskiego renminbi i szwajcarskiego franka.

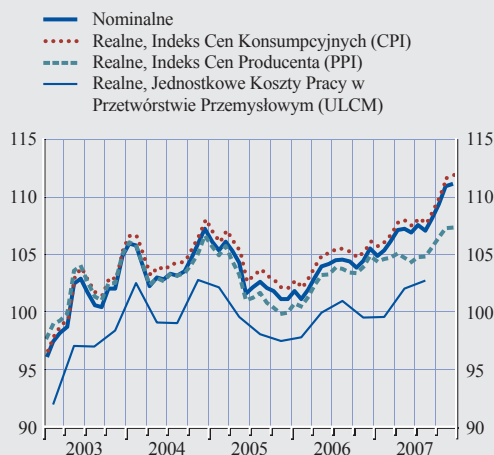
Głównym czynnikiem aprecjacji euro względem dolara USA były zmiany oceny rynku dotyczącej powiązań perspektyw koniunkturalnych pomiędzy dwoma obszarami gospodarczymi i ewolucji różnic stóp procentowych. Ponadto, prawdopodobnie osłabienie waluty USA wynikało w pewnym stopniu z utrzymującego się znacznego deficytu obrotów bieżących w USA. W pierwszych miesiącach roku, dość optymistyczne dane publikowane dla strefy euro kontrastowały z bardziej niejednoznacznym obrazem środowiska gospodarczego, jaki wynikał z danych dla Stanów Zjednoczonych, co doprowadziło do zawężenia różnic stóp procentowych pomiędzy tymi dwoma obszarami gospodarczymi. W okresie pomiędzy majem a połową sierpnia, kurs wymiany euro do dolara USA ulegał pewnym fluktuacjom, wraz z tym, jak uczestnicy rynku rewidowali swoje oceny odnośnie powiązań pomiędzy fazami ożywienia cyklu koniunkturalnego w obu gospodarkach. Po krótkotrwałym początkowym okresie deprecjacji w wyniku zaburzeń finansowych spowodowanych niepokojem o sytuację płynnościową na światowych rynkach pieniężnych i kredytowych, w okresie pomiędzy końcem sierpnia a końcem listopada nastąpiła silna aprecjacja euro względem waluty USA. Jak się wydaje, słaby dolar USA był pochodną obniżonych oczekiwań uczestników rynku odnośnie perspektyw wzrostu gospodarki USA; zmiany te stanowiły odzwierciedlenie przede wszystkim słabszych niż oczekiwano publikacji danych dotyczących rynku nieruchomości mieszkaniowych i rynku pracy w USA. Wychodząc z poziomu 1,49 USD w dniu 27 listopada 2007 r., kurs wymiany wspólnej waluty nieco osłabł, dochodząc do poziomu 1,47 USD w dniu 31 grudnia 2007 r., tj. 11,8% powyżej wartości osiągniętych na początku roku.

W 2007 r. postępowała także dalsza aprecjacja euro wobec japońskiego jena, przy dość znacznej zmienności krótkoterminowej. Jednym z głównych czynników przyczyniających się do kształtowania się kursu japońskiego jena były zapewne korekty nastawienia do ryzyka ze strony inwestorów międzynarodowych i postrzeganej atrakcyjności transakcji typu *carry trade* - strategii polegającej na zadłużaniu się w walucie kraju o niskiej stopie procentowej i lokowania tak uzyskanych środków w walutę kraju o wysokiej stopie lub w wysokooprocentowane instrumenty finansowe. Niskie stopy procentowe w Japonii, historycznie niska zmienność implikowana w połączeniu z optymistycznym podejściem do ryzyka ze strony międzynarodowych inwestorów, najwidoczniej doprowadziły do znacznego wzrostu wolumenu zawartych tego typu operacji „carry trade”. W dniu 13 lipca 2007 r., kurs euro wynosił 168,68 JPY. Tendencja aprecjacyjna uległa następnie zatrzymaniu w kontekście globalnych zawirowań finansowych, które doprowadziły do przeceny ryzyka przez międzynarodowych inwestorów i do odnotowanego znacznego zniwelowania pozycji *carry trade*. Z drugiej jednak strony, w okresie pomiędzy połową sierpnia a połową października, nastąpiło ponowne wzmocnienie pozycji euro wobec japońskiego jena, zaś przez pozostałą część roku kształtowanie się kursu euro względem jena ulegało znacznym wahaniom, nie uwidocznił się jednak wyraźny kierunek tego trendu. W dniu 31 grudnia 2007 r., wartość euro wyniosła 164,93 JPY, tj. 5,1% więcej niż na początku roku.

Rok 2007 przyniósł także znaczne umocnienie się euro w stosunku do funta szterlinga (o 9,2%), przy czym wzrost koncentrował się w okresie pomiędzy wrześniem a grudniem. Pod koniec grudnia 2007 r. kurs euro wynosił 0,73 GBP, co stanowiło najwyższy poziom od czasu wprowadzenia wspólnej waluty w 1999 r. Na osłabienie funta szterlinga oddziaływało zapewne dalsze obniżenie podstawowych stóp procentowych Banku Anglii w odpowiedzi na mniej obiecujące perspektywy finansowe i gospodarcze.

Wykres 33 Nominalne i realne efektywne kursy euro ¹⁾

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



Źródło: EBC.

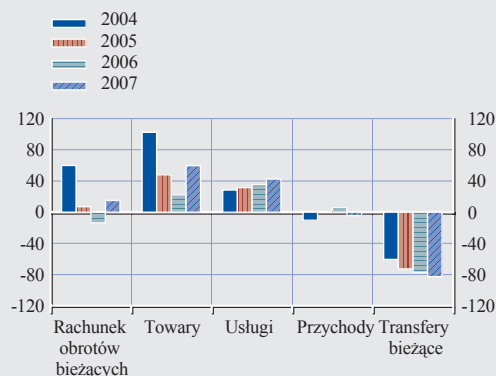
1) Indeksy efektywnych kursów wymiany wobec walut 24 ważnych partnerów handlowych strefy euro (EER-24). Wzrost indeksów EER-24 oznacza aprecjację euro. Najnowsze dane miesięczne pochodzą z grudnia 2007 r. W przypadku opartych na ULCM realnych kursów EER-24 najnowsze dane dotyczą trzeciego kwartału 2007 r. i są częściowo danymi szacunkowymi.

Euro umocniło się też względem pozostałych walut azjatyckich partnerów handlowych, a jego aprecjacja świadczyła po części o ich formalnym lub nieformalnym powiązaniu z dolarem USA. Znaczny wzrost wartości euro nastąpił wobec koreańskiego wona (12,5%) i dolara hongkońskiego (12,1%), oraz w mniejszym stopniu wobec dolara singapurskiego (4,8%) i chińskiego renminbi (4,6%). Stosunkowo ograniczona aprecjacja euro wobec waluty Chin stanowi w pewnym stopniu odzwierciedlenie zapewne większej gotowości władz chińskich do umożliwienia wyższej aprecjacji dolarowi USA, szczególnie pod koniec roku. Wzrost wartości euro względem tych walut został częściowo zrekomensowany jego deprecjacją wobec polskiego złotego (o 6,2%), kanadyjskiego dolara (o 5,4%), norweskiej korony (o 3,4%) i czeskiej korony (o 3,1%).

Realny efektywny kurs wymiany euro – oparty na zróżnicowanych miarach kosztów i cen – również ulegał aprecjacji w 2007 r. (zob. wykres 33). W ostatnim kwartale roku realny efektywny kurs wymiany euro, oparty na indeksie cen

Wykres 34 Saldo rachunku obrotów bieżących i jego składniki cząstkowe

(dane roczne, w mld euro, skorygowane sezonowo)



Źródło: EBC.

konsumpcyjnych, był o około 5,5% wyższy od poziomu obserwowanego rok wcześniej.

POJAWIENIE SIĘ NADWYŻKI OBROTÓW BIEŻĄCYCH W 2007 R.

W 2007 r. na rachunku obrotów bieżących w strefie euro odnotowano nadwyżkę w wysokości 15,0 mld euro (tj. 0,2% PKB strefy euro), w porównaniu z deficytem 13,6 mld euro w 2006 r. Zmiana wynikała przede wszystkim ze wzrostu nadwyżki obrotów towarowych w wysokości 37,3 mld euro, oraz, w mniejszym stopniu, ze wzrostu nadwyżki w rachunku usług w wysokości 7,2 mld euro. Nadwyżki zostały tylko częściowo zrównoważone zwiększeniem się deficytu dochodów oraz wzrostem deficytu salda transferów bieżących (zob. wykres 34).

Po zmaterializowaniu się nadzwyczaj wysokiej stopy wzrostu w 2006 r., wzrost wartości obrotów towarowych z krajami spoza strefy euro przebiegał wolniej w 2007 r. Wartość eksportu towarowego wzrosła o 8,1% w 2007 r., w porównaniu ze wzrostem o 14,3% w 2006 r. Jednocześnie, wartość importu towarowego

wykazała silniejszy spadek, z 17,0% w 2006 r. do 5,5% w 2007 r. Stanowiło to jeden z głównych czynników całościowej poprawy bilansu obrotów bieżących strefy euro. Z kolei, w 2007 r. wzrost importu i eksportu usług był nieco wyższy niż w 2006 r., częściowo rekompensując słabszy wzrost obrotów towarowych.

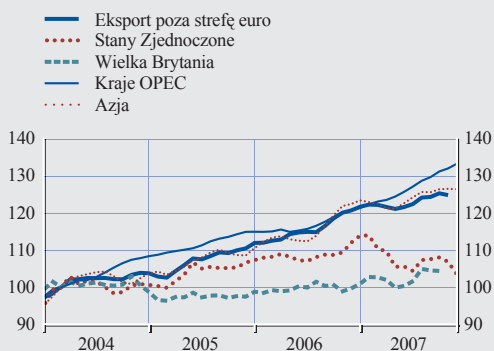
Z podziału obrotów towarowych według wolumenów i cen, jaki jest dostępny do listopada 2007 r., wynika, że niższa wartość eksportu wynikała ze zmniejszenia się jego wolumenu. Nieco niższy wzrost popytu zagranicznego i aprecjacja euro złożyły się na spowolnienie eksportu do krajów spoza strefy euro w pierwszym półroczu. Z drugiej strony, zjawiska te można także w pewnym stopniu postrzegać jako przejaw normalizacji następującej po okresie nadzwyczaj wysokiego wzrostu na koniec 2006 r. W następnym okresie, wzrost wolumenu eksportu zwiększył dynamikę w trzecim kwartale 2007 r., a tendencja ta świadczyła głównie o odrodzeniu się silnego popytu zagranicznego. W podziale geograficznym obrotu towarowego strefy euro widać, że eksport do Azji, szczególnie do Chin, oraz krajów Europy środkowej i wschodniej dalej przejawiał szczególnie wysoką dynamikę w 2007 r., w kontekście ożywionej działalności

gospodarczej w tych regionach. Wolumen eksportu do Stanów Zjednoczonych wykazał spadek w ujęciu bezwzględny (zob. wykres 35). Wydaje się jednak, że aprecjacja euro miała jak dotąd stosunkowo ograniczone przełożenie na wyniki eksportu strefy euro, której głównym czynnikiem był w dalszym ciągu wysoki popyt zagraniczny. Jednocześnie, ograniczony wzrost cen eksportu wskazywał, że firmy strefy euro urealniły swoje marże, aby zrównoważyć spadek konkurencyjności cenowo-kosztowej spowodowany mocniejszym euro.

Po stronie importu, w 2007 r. wolumen importu ewoluował w sposób zbliżony do wolumenu eksportu. Po okresie ograniczonego wzrostu w pierwszym półroczu, drugie półrocze przyniosło przyspieszenie, co świadczyło o ponownym wzroście ożywienia w obszarze inwestycji biznesowych i o aprecjacji euro. Jeśli chodzi o ceny, po okresie znacznego spowolnienia pod koniec 2006 r., w 2007 r. znów nastąpił ich wzrost, głównie wskutek znacznych podwyżek cen ropy, które zostały częściowo zrekompensowane wzrostem wartości euro. W 12-miesięcznym ujęciu skumulowanym do października 2007 r., deficyt obrotów w handlu ropą wyniósł 161 mld euro, w porównaniu z poziomem 170 mld euro, odnotowanym rok wcześniej.

Wykres 35 Wolumen eksportu strefy euro do wybranych partnerów handlowych

(indeks: I kw. 2003 = 100, skorygowane sezonowo, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: EBC.

Uwaga: Najnowsze dane pochodzą z grudnia 2007 r., za wyjątkiem eksportu poza strefę euro (listopad) oraz danych dotyczących Wielkiej Brytanii (październik).

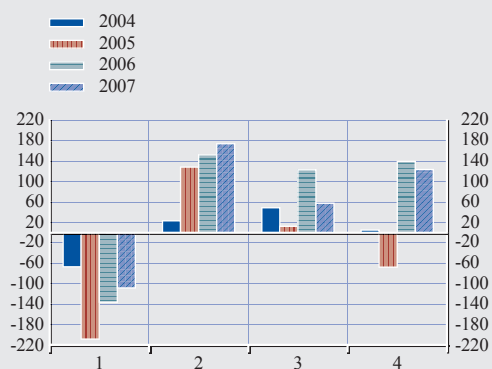
NAPŁYW NETTO INWESTYCJI BEZPOŚREDNICH I PORTFELOWYCH ŁĄCZNIE SPADŁ W 2007 R.

W rachunku finansowym za 2007 r. stwierdzono napływ netto inwestycji bezpośrednich i portfelowych łącznie w kwocie 124 mld euro, w porównaniu z napływem netto równym 140 mld euro rok wcześniej. Ten niższy poziom przyływów finansowych netto do strefy euro wynikał głównie ze spadku napływu netto inwestycji portfelowych w wysokości 44 mld euro, który został w pewnym stopniu zrównoważony niższym odpływem netto w formie inwestycji bezpośrednich w wysokości 28 mld euro (zob. wykres 36).

Niższy poziom napływu netto dłużnych papierów wartościowych, w wysokości 60 mld euro, w porównaniu ze 124 mld euro

Wykres 36 Inwestycje portfelowe i bezpośrednie w strefie euro

(dane roczne, w mld euro)

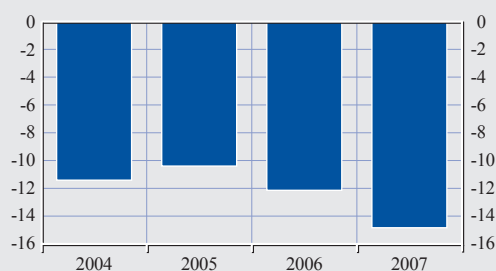


1 Inwestycje bezpośrednie netto
 2 Inwestycje portfelowe w udziałowe papiery wartościowe netto
 3 Inwestycje portfelowe w instrumenty dłużne netto
 4 Inwestycje bezpośrednie netto i inwestycje portfelowe netto łącznie

Źródło: EBC.

Wykres 37 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

(jako procent PKB)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane na koniec roku, za wyjątkiem 2007 r. (trzeci kwartał)

w 2006 r., w największym stopniu przyczynił się do spadku napływu netto inwestycji portfelowych i świadczył głównie o znacznym zmniejszeniu zakupów netto obligacji strefy euro przez inwestorów nierezydentów strefy euro. Na to zjawisko złożyły się jednak dwie odmiennie kształtujące się tendencje na przestrzeni 2007 r.; po gwałtownym wzroście na początku roku, w późniejszym okresie wpływy netto instrumentów dłużnych osłabły.

W kategorii papierów wartościowych z prawem do kapitału, w strefie euro odnotowano wyższe wpływy netto w 2007 r., w wysokości 175 mld euro, w porównaniu ze 153 mld euro w 2006 r., a wynikało to głównie ze znacznie mniejszych zakupów netto praw udziałowych w kapitale zagranicznym przez rezydentów strefy euro (spadek z poziomu 156 mld euro do 50 mld euro), tylko częściowo zrównoważony niższymi zakupami netto praw udziałowych w kapitale strefy euro przez inwestorów zagranicznych.

Ogólnie rzecz biorąc, najnowsze dane wskazują, że w rachunku finansowym strefy euro zaznaczył się wpływ zawirowań na rynku kredytowym, jakie pojawiły się w sierpniu 2007 r. Pomimo, że październik 2007 r. przyniósł pewne odrobienie strat, inwestorzy zagraniczni

i inwestorzy ze strefy euro najwidoczniej ograniczyli swoje inwestycje zagraniczne tak w instrumenty dłużne, jak i kapitałowe w następstwie zaburzeń finansowych, co może świadczyć o przyjęciu ostrożniejszych strategii w inwestycjach zagranicznych.

W obszarze inwestycji bezpośrednich, niższe odpływy netto w 2007 r. odzwierciedlały, przede wszystkim, wyższe napływy zagranicznych inwestycji bezpośrednich do strefy euro. Jednocześnie zagraniczne inwestycje bezpośrednie dokonywane przez przedsiębiorstwa strefy euro utrzymały swoją dynamikę, a zjawisko to świadczyło o wysokiej rentowności przedsiębiorstw międzynarodowych, która w ciągu ostatnich kilku lat ulegała stałej poprawie. Dodatkowo, przedsiębiorstwa strefy euro mogły korzystać ze umocnienia euro, aby dokonywać zakupów aktywów za granicą.

W oparciu o skumulowane przepływy za cztery kwartały do trzeciego kwartału 2007 r. głównymi odbiorcami bezpośrednich inwestycji strefy euro były Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, centra finansowe zlokalizowane zagranicą w ramach podatkowych. Szwajcaria i kraje, które przystąpiły do UE od 2004 r.

Stany Zjednoczone i Wielka Brytania były najważniejszymi inwestorami w strefie euro w tym okresie.

DALSZE POGORSZENIE MIĘDZYNARODOWEJ POZYCJI INWESTYCYJNEJ W 2007 R.

Dane dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro wobec reszty świata, dostępne do trzeciego kwartału 2007 r., wskazują, że zobowiązania netto strefy euro wyniosły 1.299 mld euro (co stanowi 14,8% PKB strefy euro) w porównaniu ze zobowiązaniami netto w wysokości 1.024 mld euro (12.1% PKB) na zakończenie 2006 r. (zob. wykres 37). Podwyższenie kategorii zobowiązań netto w 2007 r. wynikało, przede wszystkim, ze wzrostu pozycji zobowiązania netto w inwestycjach portfelowych (o 340 mld euro) i pozostałych inwestycji (o 72 mld euro), zrekompensowanych wzrostem pozycji aktywów netto w inwestycjach bezpośrednich (o 80 mld euro) i pochodnych instrumentów finansowych (o 43 mld euro). Aktywa rezerwowe w zasadzie utrzymały swój poziom bez zmian.

Ogólnie biorąc, wzrost w pozycji międzynarodowych zobowiązań netto strefy euro był w znacznej mierze spowodowany efektami aktualizacji wyceny, wynikającymi ze zmiany cen aktywów i zmian kursów walutowych. Umocnienie się euro zazwyczaj obniża wyrażoną w euro wartość aktywów w większym stopniu niż wartość zobowiązań i prowadzi do wzrostu pozycji zadłużenia netto.

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

DZIAŁALNOŚĆ GOSPODARCZA

Wzrost realnego PKB w państwach członkowskich UE spoza strefy euro w 2007 r. był nadal silny (zob. tabela 6)⁹. Pomimo iż wzmożona aktywność gospodarcza stanowiła powszechnie obserwowaną tendencję, roczna stopa wzrostu różniła się istotnie w poszczególnych krajach. Średnie roczne tempo wzrostu realnego PKB było najwyższe w krajach bałtyckich i Słowacji, gdzie wyniosło około 8%. W Czechach, Polsce i Rumunii, średnie roczne tempo wzrostu realnego PKB było również bardzo wysokie i mieściło się w przedziale od 6,0% do 6,5%. Średnie roczne tempo wzrostu realnego PKB było najniższe w Danii i na Węgrzech i wyniosło odpowiednio 1,8% i 1,3%. W pozostałych krajach, czyli na Cyprze, Malcie, w Szwecji i Wielkiej Brytanii tempo wzrostu było nadal wysokie i wynosiło między 2,8% a 4,4%.

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 wzrostu zatrudnienia. Wzrost dynamiki nakładów brutto na środki trwałe wynikał między innymi z utrzymujących się od pewnego czasu korzystnych warunków finansowania i większego napływu funduszy strukturalnych UE w wielu krajach. W większości państw gwałtowny wzrost dynamiki kredytów oraz ekspansyjna polityka fiskalna również przyczyniły się do znacznego wzrostu popytu krajowego.

Eksport netto negatywnie wpłynął na wzrost w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro mimo silnego wzrostu popytu zewnętrznego, ponieważ duży popyt na import przekroczył wzrost eksportu. Udział eksportu netto we wzroście realnego PKB był znacząco dodatni tylko na Węgrzech, Malcie, Słowacji i w Szwecji. Generalnie wzrost eksportu w 2007 r. był nadal silny, chociaż w porównaniu z 2006 r. w większości krajów zmniejszył się. Dynamice

9 Państwa członkowskie UE spoza strefy euro, o których mowa w tym fragmencie to państwa członkowskie UE-14 spoza strefy euro w okresie do końca grudnia 2007 r. (tj. Bułgaria, Czechy, Dania, Estonia, Cypr, Łotwa, Litwa, Węgry, Malta, Polska, Rumunia, Słowacja, Szwecja i Wielka Brytania).

Tabela 6 Realny wzrost PKB w państwach członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro

(roczne zmiany w procentach)

	2004	2005	2006	2007	I kw. 2007	II kw. 2007	III kw. 2007	IV kw. 2007
Bułgaria	6,6	6,2	6,1	.	6,2	6,6	4,5	.
Czechy	4,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	6,3	6,6
Dania	2,3	2,5	3,9	1,8	3,9	-0,1	1,5	2,0
Estonia	8,3	10,2	11,2	.	10,1	7,6	6,2	.
Cypr	4,2	4,0	4,0	4,4	4,3	4,2	4,7	4,3
Łotwa	8,7	10,6	11,9	10,4	11,1	11,1	10,6	8,6
Litwa	7,3	7,9	7,7	8,8	7,6	7,6	11,6	8,2
Węgry	4,8	4,1	3,9	1,3	2,5	1,5	0,9	0,4
Malta	0,2	3,4	3,4	3,8	3,9	3,5	4,0	3,7
Polska	5,3	3,6	6,2	6,5	6,7	6,7	6,0	6,7
Rumunia	8,5	4,2	7,9	6,0	6,1	5,7	5,7	6,6
Słowacja	5,2	6,6	8,5	10,3	8,7	9,7	10,7	12,2
Szwecja	4,1	3,3	4,1	2,8	3,1	2,8	2,6	2,6
Wielka Brytania	3,3	1,8	2,9	3,1	3,1	3,2	3,3	2,9
UE-11 ¹⁾	5,7	4,9	6,4	.	6,2	6,0	5,8	.
UE-14 ²⁾	3,8	2,7	3,9	.	3,8	3,5	3,6	.
Strefa euro	2,1	1,6	2,8	2,6	3,1	2,4	2,6	2,2

Źródło: Eurostat.

Uwaga: Dane kwartalne korygowane są sezonowo, za wyjątkiem Bułgarii, Czech, Malty i Rumunii (gdzie dane nie są korygowane sezonowo) oraz Węgier, Polski, Szwecji i Wielkiej Brytanii (dane korygowane są sezonowo i według dnia roboczego)

1) Agregat UE-11 obejmuje dane z 11 państw członkowskich, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r. i 1 stycznia 2007 r. (za wyjątkiem Słowenii).

2) Agregat UE-14 obejmuje dane z 14 państw członkowskich UE będących poza strefą euro w okresie do końca grudnia 2007 r.

eksportu w ostatnich latach towarzyszył wysoki popyt wśród kluczowych partnerów handlowych oraz znaczny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, natomiast dynamika importu pozostawała również na wysokim poziomie w związku z intensywnym popytem krajowym oraz relatywnie wysokim udziałem importowanych produktów w eksporcie.

Wraz ze wzrostem działalności gospodarczej, sytuacja na rynku pracy uległa dalszej poprawie w 2007 r. w wielu państwach członkowskich spoza strefy euro. Bezrobocie nadal spadało, głównie w wyniku silnego wzrostu zatrudnienia. W wielu krajach, szczególnie w krajach bałtyckich, Danii i Wielkiej Brytanii sytuacja na rynku pracy stawała się coraz bardziej napięta. W wielu krajach przepływ pracowników między krajami nadal wpływał na podaż pracy. Bułgaria, Łotwa, Litwa, Polska i Rumunia doświadczyły szczególnie znacznego odpływu siły roboczej w ostatnich latach. W 2007 r. było tak również w przypadku Estonii. Spowodowało to niedostatek wykwalifikowanej siły roboczej w wielu sektorach gospodarki tych państw, co z kolei spowodowało rosnącą presję płacową. Natomiast na Cyprze, w Czechach, Danii,

Węgrzech, Malcie, Słowacji, Szwecji i Wielkiej Brytanii odnotowano dodatnią migrację netto.

ZMIANY CEN

Inflacja HICP wzrosła znacznie w 2007 r. w wielu państwach członkowskich UE spoza strefy euro (zob. tabela 7). Inflacja była najwyższa w szybko rozwijających się krajach bałtyckich, w Bułgarii, na Węgrzech i w Rumunii (od 4,9% do 10,1%), a w pozostałych państwach członkowskich spoza strefy euro pozostawała na poziomie zbliżonym lub nieco wyższym niż średnia dla państw ze strefy euro (od 0,7% do 3,0%). W 2007 r. średni poziom inflacji utrzymywał się poniżej 2% w Danii, na Malcie, w Słowacji i w Szwecji, ale pod koniec roku wzrósł także w tych krajach, głównie z powodu wzrostu cen importu żywności i energii.

Wzrost inflacji w 2007 r. w państwach członkowskich spoza strefy euro związany był częściowo ze znacznym wzrostem cen energii i żywności. Ponadto, w większości krajów, dynamiczny wzrost popytu krajowego przyczynił się do wystąpienia presji inflacyjnej.

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

(zmiany roczne w procentach)

	2004	2005	2006	2007	I kw. 2007	II kw. 2007	III kw. 2007	IV kw. 2007
Bułgaria	6,1	6,0	7,4	7,6	5,3	4,7	9,0	11,2
Czechy	2,6	1,6	2,1	3,0	1,7	2,6	2,7	4,9
Dania	0,9	1,7	1,9	1,7	1,9	1,5	1,0	2,2
Estonia	3,0	4,1	4,4	6,7	5,1	5,8	6,7	9,2
Cypr	1,9	2,0	2,2	2,2	1,4	1,8	2,3	3,2
Łotwa	6,2	6,9	6,6	10,1	7,6	8,5	10,4	13,7
Litwa	1,2	2,7	3,8	5,8	4,4	5,0	5,9	7,9
Węgry	6,8	3,5	4,0	7,9	8,8	8,5	7,3	7,1
Malta	2,7	2,5	2,6	0,7	0,8	-0,9	0,4	2,5
Polska	3,6	2,2	1,3	2,6	2,0	2,3	2,4	3,7
Rumunia	11,9	9,1	6,6	4,9	3,9	3,9	5,1	6,8
Słowacja	7,5	2,8	4,3	1,9	2,1	1,7	1,4	2,4
Szwecja	1,0	0,8	1,5	1,7	1,7	1,4	1,4	2,3
Wielka Brytania	1,3	2,1	2,3	2,3	2,8	2,6	1,8	2,1
UE-11 ¹⁾	5,2	3,7	3,3	4,1	3,4	3,6	4,0	5,5
UE-14 ²⁾	2,6	2,6	2,6	2,9	2,9	2,8	2,5	3,3
Strefa euro	2,1	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9

Źródło: Eurostat.

1) Agregat UE-11 obejmuje dane z 11 państw członkowskich UE, które wstąpiły do UE 1 maja 2004 r. i 1 stycznia 2007 r. (za wyjątkiem Słowenii)

2) Agregat UE-14 obejmuje dane z 14 państw członkowskich UE do końca grudnia 2007 r.

Ceny energii wzrosły w większości państw członkowskich spoza strefy euro. Ceny żywności także znacznie wzrosły, przy czym największy wzrost odnotowano w krajach bałtyckich, Bułgarii i na Węgrzech i był on spowodowany głównie niekorzystnymi warunkami pogodowymi, cenami żywności na rynkach światowych i silniejszym popytem globalnym. Ponadto, silny popyt krajowy zwiększał presję inflacyjną, szczególnie w państwach o dużym wzroście spożycia prywatnego wywołanym przez gwałtowny wzrost dynamiki kredytów w efekcie niskich realnych stóp procentowych i znacznego napływu kapitału. Presja inflacyjna wynikała także ze znacznego wzrostu płac w wielu krajach, co miało związek z napiętą sytuacją na rynku pracy. Nominalny wzrost płac był szczególnie duży w krajach o wyższym tempie wzrostu produkcji (tj. w krajach bałtyckich, Bułgarii i Rumunii), gdzie przekroczył zyski płynące z wydajności wywołując szybki wzrost jednostkowych kosztów pracy (w większości przypadków dwucyfrowy). Ceny importu były różne w poszczególnych krajach, częściowo odzwierciedlając różne kursy walutowe. 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.

POLITYKA FISKALNA

W 2007 r. polityka fiskalna w państwach członkowskich spoza strefy euro była nadal zróżnicowana. Bułgaria, Dania, Estonia, Cypr, Łotwa i Szwecja odnotowały nadwyżkę budżetową, podczas gdy pozostałe kraje odnotowały deficyt (zob. tabela 8). Za wyjątkiem Rumunii i Wielkiej Brytanii wyniki budżetowe za 2007 r. były zgodne z celami równowagi budżetowej zaktualizowanych programów konwergencji przedstawionych pod koniec 2006 r. lub na początku 2007 r., a nawet je przekraczały. Jednakże w wielu przypadkach wynikało to z pozycji wyjściowej na koniec 2006 r. lub na początek 2007 r., która okazała się lepsza niż przewidywano w programach, oraz z 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 Cypr, Węgry, Polska i Szwecja poprawiły saldo budżetowe o co najmniej 0,5% PKB w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne między 2006 r. a 2007 r. (skorygowaniu uwzględnieniem korekty 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 2007 r. Czechy, Węgry, Polska i Słowacja objęte zostały procedurą nadmiernego deficytu. Zgodnie z aktualizacjami programów konwergencji tych państw na lata 2007-2008, w roku 2007 r. deficyt obniżył się we wszystkich tych krajach poza Czechami. Jednak w styczniu 2008 r. czeskie ministerstwo finansów ogłosiło, że szacowany deficyt w 2007 r. wyniósł tylko 1,9% PKB, a nie 3,4%, tak jak założono w programie konwergencji. Jedynie w przypadku Słowacji program konwergencji zakładał na 2007 r. powrót do deficytu poniżej wartości referencyjnej 3% PKB.

Jeżeli chodzi o główne decyzje Rady ECOFIN, procedura nadmiernego deficytu wszczęta wobec Malty i Wielkiej Brytanii w 2007 r. została uchylona odpowiednio w lipcu i w październiku w związku ze spadkiem deficytu poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 3% PKB w roku podatkowym 2006-2007 oraz poprawą równowagi strukturalnej. W odniesieniu do Polski Rada ECOFIN przyjęła w listopadzie 2007 r. decyzję stwierdzającą, że działania podjęte przez polskie władze są zgodne z zaleceniami Rady wydanymi w lutym 2007 r.; procedura nadmiernego deficytu nie została jednak uchylona, ponieważ korekta nadmiernego deficytu została uznana za poważnie zagrożoną.

Wskaźnik zadłużenia publicznego utrzymał się na poziomie znacznie poniżej 60% PKB w roku 2007 w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro. Tylko na Malcie

Tabela 8 Pozycja fiskalna państw członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro

(jako procent PKB)

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

Dane
z programu
konwergencji

	2004	2005	2006	2007
Bułgaria	2,3	2,0	3,2	3,1
Czechy	-3,0	-3,5	-2,9	-3,4
Dania	1,9	4,6	4,6	3,8
Estonia	1,8	1,9	3,6	2,6
Cypr	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Łotwa	-1,0	-0,4	-0,3	0,3
Litwa	-1,5	-0,5	-0,6	-0,9
Węgry	-6,5	-7,8	-9,2	-6,2
Malta	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Polska	-5,7	-4,3	-3,8	-3,0
Rumunia	-1,5	-1,4	-1,9	-2,9
Słowacja	-2,4	-2,8	-3,7	-2,5
Szwecja	0,8	2,4	2,5	3,0
Wielka Brytania	-3,4	-3,3	-2,7	-3,0
UE-11 ¹⁾	-4,0	-3,6	-3,4	-2,8
UE-14 ²⁾	-2,7	-2,3	-1,8	-1,9
Strefa euro	-2,8	-2,5	-1,5	-0,8

Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych

Dane
z programu
konwergencji

	2004	2005	2006	2007
Bułgaria	37,9	29,2	22,8	19,8
Czechy	30,4	30,2	30,1	30,4
Dania	44,0	36,3	30,3	25,6
Estonia	5,1	4,4	4,0	2,7
Cypr	70,2	69,1	65,2	60,0
Łotwa	14,5	12,5	10,6	9,4
Litwa	19,4	18,6	18,2	17,6
Węgry	59,4	61,6	65,6	65,4
Malta	72,7	70,8	64,7	62,9
Polska	45,7	47,1	47,6	47,0
Rumunia	18,8	15,8	12,4	11,9
Słowacja	41,4	34,2	30,4	30,6
Szwecja	52,4	52,2	47,0	39,7
Wielka Brytania	40,4	42,1	43,2	43,9
UE-11 ¹⁾	40,3	39,4	38,2	37,2
UE-14 ²⁾	41,9	42,1	41,6	40,7
Strefa euro	69,6	70,3	68,6	66,7

Źródła: Komisja Europejska (za lata 2004-2006), zaktualizowane programy konwergencji (za 2007 r.) oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Dane oparte są na definicji procedury nadmiernego deficytu. Salda budżetu (dane Komisji) nie uwzględniają przychodów ze sprzedaży licencji UMTS (Universal Mobile Telecommunication System). Dane za 2007 r. w programach konwergencji stanowią szacunki rządów krajowych i dlatego mogą różnić się od wyników końcowych.

1) Agregat UE-11 obejmuje 11 państw członkowskich, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r. i 1 stycznia 2007 r. (za wyjątkiem Słowenii)

2) Agregat UE-14 obejmuje 14 państw członkowskich spoza strefy euro na 31 grudnia 2007 r.

i Węgrzech pomimo odnotowanego w 2007 r. spadku, wskaźnik zadłużenia pozostał na poziomie powyżej wartości referencyjnej 60%. W większości pozostałych państw członkowskich UE spoza strefy euro wskaźnik zadłużenia odnotował spadek lub pozostał bez zasadniczych zmian.

ZMIANY W BILANSIE PŁATNICZYM

Rachunek obrotów bieżących i rachunek kapitałowy w ujęciu łącznym poszczególnych państw członkowskich UE spoza strefy euro w 2007 r. w dalszym ciągu wykazywały znaczne różnice (zob. tabela 9), choć ogólny obraz wskazywał na pogorszenie sytuacji w porównaniu z rokiem 2006. Podczas gdy

Tabela 9 Bilans płatniczy państw członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro

(jako procent PKB)

	Saldo na rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowym łącznie				Przepływy netto inwestycji bezpośrednich				Przepływy netto inwestycji portfelowych			
	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾	2004	2005	2006	2007 ³⁾
Bułgaria	-5,8	-11,0	-15,0	-20,1	11,3	14,5	16,8	19,2	-2,1	-5,5	1,0	-0,6
Czechy	-5,7	-1,5	-2,8	-3,1	3,6	9,4	3,2	3,8	1,9	-2,7	-0,8	-1,0
Dania	3,0	4,5	2,6	1,3	0,4	-1,3	-1,8	-3,8	-6,0	-4,4	-6,8	2,3
Estonia	-11,5	-9,3	-13,2	-15,0	5,8	15,6	3,5	3,2	6,0	-15,7	-8,1	-0,7
Cypr	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1	2,5	3,8	3,6	5,9	7,2	-0,8	-4,2	-8,6
Łotwa	-11,8	-11,2	-21,1	-24,2	3,8	3,6	7,4	7,7	1,6	-0,8	0,2	-1,5
Litwa	-6,4	-5,9	-9,6	-11,8	2,3	2,7	5,1	6,6	0,9	-1,0	-0,8	-2,5
Węgry	-8,1	-6,0	-5,9	-4,4	3,3	5,0	3,9	-0,2	6,7	4,0	5,7	2,5
Malta	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2	7,0	11,5	28,0	13,5	-37,7	-44,8	-39,2	-10,8
Polska	-3,8	-1,3	-2,6	-2,9	4,8	2,3	2,9	3,7	3,7	4,1	-0,9	-2,2
Rumunia	-7,5	-7,9	-10,5	-12,9	8,4	6,6	9,0	8,1	-0,7	1,0	-0,2	0,4
Słowacja	-3,2	-8,5	-7,1	-4,8	3,3	4,8	6,8	3,6	2,1	-2,0	2,9	0,2
Szwecja	6,8	6,9	6,3	6,7	-2,8	-4,5	1,7	-3,2	-6,3	-0,1	-5,1	-4,4
Wielka Brytania	-1,5	-2,4	-3,8	-4,9	-1,0	4,4	2,6	-1,0	-4,5	-2,4	-3,1	0,4
UE-11 ¹⁾	-5,6	-4,2	-5,7	-6,1	4,9	5,2	4,9	4,5	2,7	0,9	0,0	-1,0
UE-14 ²⁾	-1,2	-1,4	-2,7	-3,6	0,2	3,3	2,7	-0,2	-3,2	-1,6	-2,9	-0,3
Strefa euro	1,0	0,3	0,0	0,4	-0,9	-2,6	-1,6	-2,0	0,9	1,8	3,3	4,5

Źródło: EBC.

1) Agregat UE-11 obejmuje 11 państw członkowskich, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r. i 1 stycznia 2007 r. (za wyjątkiem Słowenii)

2) Agregat UE-14 obejmuje 14 państw członkowskich spoza strefy euro na 31 grudnia 2007 r.

3) Dane za 2007 r. dotyczą sumy za cztery kwartały do trzeciego kwartału 2007 r. Dla Malty dane dotyczą sumy za cztery kwartały do drugiego kwartału 2007 r.

Dania i Szwecja odnotowały nadwyżki, wszystkie pozostałe kraje wykazały deficyty. W porównaniu z 2006 r. deficyty te wzrosły w większości krajów poza Węgrami, Malcią i Słowacją. Deficyty w Bułgarii i na Łotwie wyniosły powyżej 20% PKB, natomiast w Estonii, na Litwie i w Rumunii przekroczyły 10% PKB. Na Cyprze, Węgrzech, Słowacji i w Wielkiej Brytanii deficyt osiągnął poziom pomiędzy 4% a 8% PKB. Brak równowagi zewnętrznej w większości krajów był spowodowany deficytem towarów, z wyjątkiem Czech, Węgier, Polski i Słowacji, gdzie deficyty dochodów, często związany z reinwestowanymi zyskami zagranicznych przedsiębiorstw, były najważniejszym czynnikiem.

W wielu krajach, które przystąpiły do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 r. i 1 stycznia 2007 r., deficyt jest w pewnym stopniu normalną cechą procesu doganiania bardziej rozwiniętych gospodarek, w zakresie, w jakim odzwierciedla on korzystne możliwości inwestycyjne oraz międzyokresowe wygładzanie konsumpcji. Jednakże bardzo duże deficyty na rachunku

obrotów bieżących i na rachunku kapitałowym w niektórych krajach spoza strefy euro były także powodowane czynnikami cyklicznymi i silnym popytem krajowym, które oznaczają problemy z utrzymaniem pozycji zewnętrznych, szczególnie, jeśli towarzyszy im pogorszenie międzynarodowej konkurencyjności cenowej i kosztowej oraz spowolnienie dynamiki eksportu.

W porównaniu z 2006 r. napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych znacznie zmniejszył się w 2007 r. w Danii, Szwecji i w Wielkiej Brytanii. Napływ ten był raczej stabilny w krajach grupy UE-11, chociaż znaczny spadek zanotowano na Węgrzech, Słowacji i na Malcie. Szczególnie w przypadku tego ostatniego kraju znaczny spadek można uznać za normalizację po wysokich poziomach z 2006 r. Mimo iż napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych wciąż stanowił istotne źródło finansowania dla wielu państw członkowskich UE spoza strefy euro, w przypadku państw bałtyckich, Węgier, Rumunii i Wielkiej Brytanii deficyt bilansu podstawowego, czyli sumy bilansu obrotów bieżących

i bilansu płatniczego oraz napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych przekroczył 4% PKB, a w przypadku Łotwy przekroczył 15% PKB. Jeżeli chodzi o napływ netto inwestycji portfelowych, bilans był ujemny bądź zasadniczo neutralny we wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro, za wyjątkiem Danii i Węgier.

W obu tych krajach napływ netto inwestycji portfelowych wynikał z istotnego napływu zadłużenia netto – w przypadku Węgier wynikający z rozpiętości rentowności – choć napływ netto inwestycji w papiery wartościowe z prawem do kapitału był ujemny. Pozostałe przepływy inwestycyjne netto były w znacznym stopniu dodatnie w większości krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 r. i 1 stycznia 2007 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 2007 r. w znacznej mierze odzwierciedlały reżimy kursowe poszczególnych państw. Waluty Danii, Estonii, Cypru, Łotwy, Litwy, Malty i Słowacji uczestniczyły w mechanizmie ERM II. Utrzymywały standardowe pasmo wahań na poziomie $\pm 15\%$ wokół kursu centralnego w stosunku do euro, za wyjątkiem duńskiej korony, gdzie zastosowano węższe pasmo $\pm 2,25\%$.

Udział w mechanizmie ERM II jest, w niektórych przypadkach, powiązany 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 $\pm 1\%$. Porozumienia o uczestnictwie w mechanizmie ERM II dla krajów, których waluty przystąpiły do ERM II po 2004 r. (tj. wszystkich krajów wymienionych powyżej oprócz Danii) opierały się na wielu zobowiązaniach w zakresie polityki fiskalnej podjętych przez odpowiednie władze, m.in. dotyczących prowadzenia zdrowej polityki fiskalnej, promowania umiarkowanego poziomu płac i zmian płac stosownie do wzrostu wydajności, powstrzymania dynamiki kredytów oraz wdrożenia dalszych reform strukturalnych.

Korona duńska, korona estońska, funt cypryjski, lit litewski i lir maltański były bardzo stabilne wobec euro w 2007 r., a ich kursy były przez cały czas równe lub bardzo bliskie kursom centralnym. Ponadto, funt cypryjski i lir maltański zostały nieodwołalnie zastąpione

Tabela 10 Zmiany w ERM II

Waluta	Data wejścia	Górny limit	Kurs centralny	Dolny limit	Maksymalne odchylenie w %	
					w górę	w dół
Korona duńska	1 stycznia 1999 r.	7,62824	7,46038	7,29252	0,28	-0,03
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	1,21	0,00
Łat łotewski	2 maja 2005 r.	0,808225	0,702804	0,597383	0,98	-1,00
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 listopada 2005 r.	44,2233	38,4550	32,6868	11,78	0,00
Tolar słoweński (po rewaluacji)		40,7588	35,4424	30,1260	8,22	0,00

Źródło: EBC.

Uwaga: Odchylenie (w górę) odpowiada ruchowi w kierunku limitu dolnego (górnego) i oznacza umocnienie (osłabienie) danej waluty w stosunku do euro. 16 marca 2007 r. centralny kurs korony słoweńskiej został obniżony o 8,5%. Okres referencyjny dla wykazanych maksymalnych odchyleń od odnośnych kursów centralnych ERM II to okres od 2 stycznia 2007 r. do 29 lutego 2008 r.

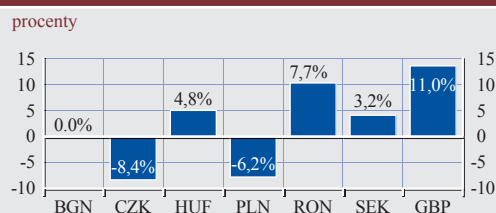
przez euro po rozszerzeniu strefy euro w dniu 1 stycznia 2008 r.

Kurs korony słowackiej wykazywał natomiast stosunkowo dużą zmienność (zob. tabela 10). Wobec dużych zmian makroekonomicznych i korzystnych prognoz gospodarczych, w połowie 2006 r. korona weszła w okres długotrwałej aprecjacji, która nabrała tempa w 2007 r. w lutym i pierwszej połowie marca w 2007 r. Aby zapobiec wahaniom kursu i nadmiernej presji rynkowej, na początku marca 2007 r. Narodna banka Slovenska przeprowadził interwencję w celu osłabienia waluty. 19 marca 2007 r. na wniosek władz słowackich na drodze obopólnego porozumienia i po przeprowadzeniu jednolitej procedury kurs centralny korony słowackiej został zrewalutowany o 8,5% w stosunku do euro. W związku z bardziej umiarkowanymi prognozami inflacyjnymi Narodna banka Slovenska obniżył pod koniec marca i pod koniec kwietnia 2007 r. stopę procentową łącznie o 50 punktów bazowych do poziomu 4,25%, co pozwoliło na ustabilizowanie korony w stosunku do euro. Od kwietnia 2007 r. korona słowacka była stosunkowo stabilna wahając się w przedziale od 5% do 8% powyżej nowego parytetu centralnego. Kurs łata łotewskiego także wykazywał silniejsze wahania niż w poprzednich latach, chociaż wahania miały miejsce w wąskim paśmie $\pm 1\%$ wokół kursu centralnego. Po uplasowaniu się na poziomie około 1% powyżej centralnego kursu ERM II przez większą część 2006 r. łata dwukrotnie uplasował się na niższych poziomach wąskiego pasma wahań (w połowie lutego 2007 r. i we wrześniu 2007 r.). Pierwszy przypadek miał miejsce po obniżeniu oceny perspektyw gospodarczych dla Łotwy, od stabilnych do negatywnych, przez agencję Standard & Poor's w dniu 19 lutego 2007 r. i pogłoskach o potencjalnej dewaluacji centralnego kursu łotewskiej waluty w ramach ERM II. W połowie marca 2007 r. Bank Łotwy podjął działania zapobiegające dalszemu osłabianiu łata poprzez interwencję na rynkach walutowych oraz poprzez podniesienie stopy operacji refinansujących z 5,0% do 5,5%

pod koniec marca 2007 r. i ponownie do 6,0% blisko dwa miesiące później. Stopy oprocentowania jednomiesięcznych depozytów międzybankowych znacznie wzrosły wahając się w przedziale około 100-400 punktów bazowych powyżej stopy operacji refinansujących. W kwietniu 2007 r. napięcia na rynkach walutowych stopniowo osłabły w związku z zobowiązaniem rządu do wdrożenia programu antyinflacyjnego, ale miesięczna stopa procentowa pozostała znacznie powyżej minimalnej stopy ofertowej EBC. 12 maja 2007 r. łata ponownie osiągnął wyższy poziom pasma wahań $\pm 1\%$, a bank centralny interweniował w celu zapobieżenia dalszej aprecjacji. We wrześniu 2007 r., po obniżeniu oceny przez agencję Moody's i w związku z obawami co do dalszego powiększania się deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz wzrostu inflacji, łata ponownie znalazł się pod presją. Latvijas Banka nie przeprowadził w tej sytuacji interwencji, jednak sytuacja na rynku walutowym pozostała napięta.

W przypadku walut państw członkowskich UE spoza strefy euro, które nie uczestniczyły w ERM II, zmiany kursów przedstawiały się bardzo różnie w poszczególnych państwach (zob. wykres 38). Korona czeska i złoty polski zyskiwały na wartości w stosunku do euro w ciągu prawie całego 2007 r. a w dniu 29 lutego 2008 r., umocniły się odpowiednio o 8,3% i 7,8% w stosunku do euro w porównaniu z początkiem roku. Po okresie relatywnej

Wykres 38 Zmiany kursu euro wobec walut UE spoza ERM II



Źródło: Obliczenia pracownicze EBC

Uwaga: Dodatnia (ujemna) wartość oznacza aprecjację (depresjację) euro. Zmiany odnoszą się do okresu od 2 stycznia 2007 r. do 29 lutego 2008 r.

stabilności w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2007 r. funt szterling znacznie stracił na wartości w stosunku do euro, co było związane z rosnącą niepewnością gospodarczą, którą można częściowo przypisać mniej korzystnym prognozom dotyczącym wzrostu gospodarczego związanym również z osłabieniem rynku nieruchomości. W rezultacie w dniu 29 lutego 2007 r. funt utrzymywał się 13,6% poniżej poziomu z dnia 2 stycznia 2007 r. w stosunku do euro. W związku zarówno z czynnikami wewnętrznymi, jak i ogólnym umocnieniem się euro, lej rumuński i korona szwedzka także odnotowały w omawianym okresie spadek wartości wobec euro, odpowiednio o 10,3% i 4,1%. Niezależnie od pewnych wahań w 2007 r. forint węgierski był stabilny, a na początku 2008 r. nieznacznie stracił na wartości. 25 lutego 2008 r. Magyar Nemzeti Bank, w porozumieniu z rządem węgierskim postanowił znieść pasma wahań forinta i wprowadzić płynny kurs wymiany. Lew bułgarski był stabilny przy kursie BGN/EUR 1,95583 odzwierciedlając niezmienną bułgarską politykę pieniężną zgodną z rozwiązaniem w postaci izb walutowych w oparciu o euro.

SYTUACJA FINANSOWA

Między styczniem 2007 r. a lutym 2008 r. rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w większości państw członkowskich UE¹⁰ spoza strefy euro kształtowała się podobnie jak w strefie euro, odnotowując wzrost w pierwszej części roku, a następnie spadek począwszy od sierpnia 2007 r. w związku z globalnymi zaburzeniami na rynkach finansowych.

W lutym 2008 r. długoterminowe stopy procentowe w państwach członkowskich UE spoza strefy euro kształtowały się średnio na poziomie wyższym o około 25 punktów bazowych niż na początku 2007 r. wobec wzrostu o ponad 30 punktów bazowych w strefie euro. Największy wzrost odnotowano w Bułgarii (około 100 punktów bazowych), Czechach na Węgrzech i w Polsce (około 80 punktów bazowych), odzwierciedlający

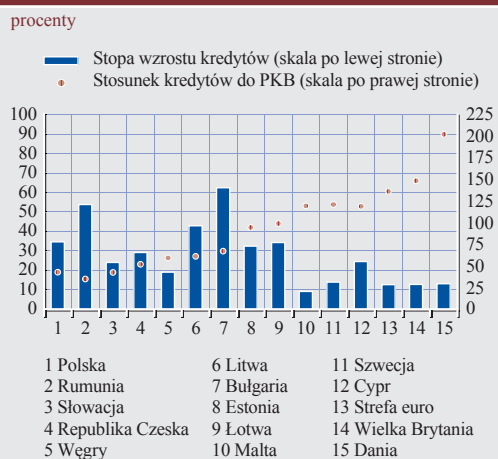
w dużej mierze pogarszające się perspektywy inflacyjne. W innych państwach członkowskich UE spoza strefy euro długoterminowe stopy procentowe odnotowały nieznacznie większy wzrost niż w strefie euro. Mimo iż, długoterminowe stopy procentowe w Rumunii były dość wysokie spadły one o 50 punktów bazowych między styczniem 2007 r. a lutym 2008 r.

W porównaniu ze strefą euro rozpiętość rentowności obligacji skarbowych w państwach członkowskich UE spoza strefy euro w lutym 2008 r. kształtowały się różnie w porównaniu z początkiem poprzedniego roku. Różnica długoterminowych stóp procentowych utrzymała się na dość wysokim poziomie w Rumunii i na Węgrzech, gdzie osiągnęła odpowiednio około 340 punktów bazowych i 280 punktów bazowych. W krajach tych sytuacja fiskalna i nierównowaga zewnętrzna przyczyniały się do utrzymania dużych różnic w rentowności obligacji długoterminowych. Ponadto, w Rumunii zmiany te są związane z wyższym poziomem inflacji w ostatnich latach.

Między styczniem 2007 r. a lutym 2008 r. rynki akcji w większości państw członkowskich UE spoza strefy wykazały dodatnią dynamikę. Rynki te osiągnęły najwyższy wzrost w Bułgarii, na Cyprze i w Rumunii, gdzie były wyraźnie wyższe niż średnia dla strefy euro mierzona indeksem Dow Jones EURO STOXX. Jednak w Estonii i na Łotwie po szczytowych wynikach z 2007 r. ceny akcji spadły do końca lutego 2008 r. do średnich poziomów z 2006 r. Wskaźniki giełdowe w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro początkowo spadły w wyniku zaburzeń na globalnych rynkach finansowych w miesiącach letnich, ponieważ niektórzy inwestorzy wycofywali swoje aktywa z rynków akcji w celu poprawienia swojej ogólnej płynności. Negatywne nastroje na giełdach nieco się poprawiły we wrześniu i październiku 2007 r. Później jednak rynki papierów wartościowych w większości państw grupy UE-14 ponownie odnotowały spadki

¹⁰ Porównywalna długoterminowa stopa procentowa nie jest dostępna dla Estonii.

Wykres 39 Kredyty dla sektora prywatnego w 2007 r.



Źródło: BIS, EBC, Eurostat, Centralny Bank Cypru i Bank of England

Uwagi: Dane dotyczą kredytów krajowych dla monetarnych instytucji finansowych z wyłączeniem sektora instytucji rządowych. Dostępne dane za ostatni miesiąc zostały zastosowane w przypadku stopy wzrostu kredytów w 2007 r. dla każdego kraju. Dane dla Wielkiej Brytanii opierają się na definicji krajowej.

z powodu mniejszego globalnego zainteresowania ryzykiem, podobnie jak rynki akcji w strefie euro i innych dużych gospodarkach.

W 2007 r. dynamika wzrostu kredytów dla sektora prywatnego utrzymywała się na wysokim poziomie we wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro. Pod koniec 2007 r. wydawało się, że roczna dynamika wzrostu kredytów zaczyna się stabilizować w wielu krajach, częściowo odzwierciedlając wzrost stóp procentowych banków. Jednakże, w niektórych krajach, np. w Bułgarii, Czechach, na Litwie i w Polsce dynamika ta zaczęła przyspieszać. Najbardziej dynamiczny wzrost kredytów odnotowano w najszybciej rozwijających się państwach bałtyckich, Bułgarii, Polsce i Rumunii, wahający się w przedziale 32%-62% pod koniec 2007 r. Na Cyprze, w Czechach, na Węgrzech i na Słowacji roczna dynamika kredytów dla sektora prywatnego wzrosła, osiągając poziom 19%-29% w 2007 r. Szybki wzrost kredytów w tych gospodarkach należy rozpatrywać w kontekście wzrostu roli systemu finansowego (tzw.

pogłębianie finansowe, ang. *financial deepening*). W istocie udział kredytów dla sektora prywatnego w PKB we wszystkich państwach, które przystąpiły do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 r. za wyjątkiem Cypru i Malty, pozostaje na znacznie niższym poziomie niż średnia strefy euro. Niemniej jednak szybki wzrost kredytów stwarza również ryzyko, ponieważ w niektórych krajach przyczynia się do dużego popytu wewnętrznego i tym samym do zbyt dużej nierównowagi zarówno zewnętrznej, jak i wewnętrznej. Ponadto, znaczący i wciąż rosnący udział kredytów w walucie obcej rodzi szczególne obawy w wielu krajach. Pod koniec 2007 r. w Danii, Szwecji i Wielkiej Brytanii roczna dynamika wzrostu kredytów dla sektora prywatnego wyniosła około 13%

POLITYKA PIENIĘŻNA

Podstawowym celem polityki pieniężnej we wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro jest utrzymanie stabilności cen. Niemniej jednak, strategię polityki pieniężnej w poszczególnych krajach znacznie różnią się między sobą (zob. tabela 11).

W 2007 r. polityka pieniężna i reżimy kursowe państw członkowskich UE spoza strefy euro pozostały w większości przypadków niezmiennione, choć w niektórych państwach wprowadzono pewne zmiany do ogólnych zasad polityki pieniężnej, mając na uwadze przyszłą integrację walutową. Jednakże, w lutym 2008 r. Węgry odstąpiły od powiązania kursu swojej waluty z euro i przeszły na strategię celu inflacyjnego przy płynnym kursie walutowym.

Jeśli chodzi o decyzje w zakresie polityki pieniężnej podejmowane pomiędzy styczniem 2007 r. a lutym 2008 r., większość banków centralnych uczestniczących w ERM II podjęła działania zmierzające do zaostrzenia polityki pieniężnej. Często stanowiły one odzwierciedlenie działań EBC, które w 2007 r. doprowadziły do podniesienia minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o łączną liczbę 50 punktów bazowych w dwóch etapach (w marcu i czerwcu) do 4,0%.

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

	Strategia polityki monetarnej	Waluta	Charakterystyka
Bułgaria	Cel kursowy	Bułgarski lew	Cel kursowy: sztywny kurs lewa bułgarskiego do euro w wysokości 1,95583 BGN za euro w ramach wyznaczonych przez izbę walutową.
Czechy	Cel inflacyjny	Korona czeska	Cel: 3% +/- 1 punkt procentowy do końca 2009 r., po tym okresie 2% +/- 1 punkt procentowy. Kurs płynny kierowany.
Dania	Cel kursowy	Korona duńska	Uczestniczy w ERM II z +/- 2,25% pasmem wahań wokół kursu centralnego 7,46038 DKK za euro.
Estonia	Cel kursowy	Korona estońska	Uczestniczy w ERM II z +/- 2,25% 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 +/- 15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,585274 CYP za euro.
Łotwa	Cel kursowy	Łat łotewski	Uczestniczy w ERM II z +/-15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,702804 LVL za euro. Łotwa nadal utrzymuje pasmo wahań +/-1% na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Litwa	Kurs walutowy	Lit litewski	Uczestniczy w ERM II z +/-15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 3,45280 LTL za euro. Łotwa nadal utrzymuje postanowienia swojej izby walutowej na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Węgry	Cel inflacyjny	Forint węgierski	Cel inflacyjny: 3%/+/-1 punkt procentowy cel średniookresowy. Kurs płynny bez ograniczeń od lutego 2008 r. kiedy zniesiono powiązanie kursu z euro.
Malta	Cel kursowy	Lir maltański	Uczestniczył w ERM II z +/- 15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,429300 MTL za euro. Malta utrzymała kurs w stosunku do euro na poziomie niezmiennym w stosunku do kursu centralnego jako zobowiązanie jednostronne.
Polska	Cel inflacyjny	Złoty polski	Cel inflacyjny: 2,5% +/-1 punkt procentowy (12-miesięczny wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych CPI). Kurs płynny bez ograniczeń.
Rumunia	Cel inflacyjny	Lej rumuński	Cel inflacyjny: 4%, 3,8% i 3,5%, +/-1 punkt procentowy odpowiednio w na koniec 2007 r., 2008 r. i 2009 r. Kurs płynny kierowany
Słowacja	Cel inflacyjny w ramach ERM II	Korona słowacka	Uczestniczy w ERM II z 15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 35,4424 SKK za euro. Cel inflacyjny na lata 2006-2008 ustalony poniżej 2,5% na koniec 2006 r. oraz poniżej 2% na koniec 2007 r. i 2008 r.
Szwecja	Cel inflacyjny	Korona szwedzka	Cel inflacyjny: wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych CPI o 2% z dopuszczalnymi odchyleniami o +/- 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.

Българска народна банка (Narodowy Bank Bułgarii), Eesti Pank i Lietuvos Bankas, nie prowadzą polityki oficjalnych stóp procentowych w związku ze stosowanymi przez nie rozwiązaniami w postaci izb walutowych; automatycznie przyjęły stopy określone przez EBC. Jednak wobec silnej inflacji niektóre krajowe banki centralne podjęły dodatkowe środki. Българска народна банка zniósł od stycznia 2007 r. wymóg dotyczący dodatkowych rezerw dla banków przekraczających pewne pułapy wzrostu kredytów. Jednocześnie w celu uniknięcia silnej dynamiki wzrostu kredytów bank zdecydował o podniesieniu rezerwy minimalnej o 400 punktów bazowych do 12%. Wobec coraz większych wahań kursu nominalnego łąta łotewskiego, utrzymującej się bardzo wysokiej inflacji i nadmiernego popytu wewnętrznego Latvijas Banka podniósł stopę operacji refinansujących łącznie o 100 punktów bazowych do poziomu 6,0% oraz stopy kredytów z banku centralnego na koniec dnia łącznie o 150 punktów bazowych do poziomu 7,5% w ciągu pierwszych pięciu miesięcy 2007 r. i kilka razy podjął interwencję na rynku walutowym. Mimo podniesienia stóp procentowych realne stopy procentowe (w czterech wyżej wymienionych krajach) mają wartość ujemną pomimo szybkiego realnego wzrostu PKB, rosnącej presji inflacyjnej i znacznej utrzymującej się nierównowagi zewnętrznej.

Po działaniach EBC Danmarks Nationalbank podniósł w dwóch etapach stopę kredytową do poziomu 4,25%. W dniu 12 marca i 6 czerwca 2007 r. Bank Centralny Cypru podniósł stopy kredytów z banku centralnego i bieżących depozytów o 25 punktów bazowych za każdym razem do poziomu odpowiednio 5,00% i 3,00% w ramach działania zmierzającego do stopniowego ustanowienia różnicy jednego punktu procentowego między obydwoma stopami a cypryjską główną stopą podstawowych operacji refinansujących, która pozostała na poziomie 4,5%. W grudniu 2007 r. stopa podstawowych operacji refinansujących została zmniejszona o 50 punktów bazowych

i tym samym dostosowana do stopy strefy euro na poziomie 4%. Bank Centralny Malty podniósł centralną stopę interwencyjną o 25 punktów bazowych do poziomu 4,25% w dniu 25 stycznia i 29 maja 2007 r. Decyzje zostały podjęte w związku z dalszym obniżaniem się rezerw wewnętrznych oraz znacznym zmniejszeniem różnicy krótkoterminowych stóp procentowych w stosunku do euro na korzyść lira maltańskiego, głównie w wyniku wzrostu stóp procentowych w strefie euro. W grudniu 2007 r. stopa procentowa została zmniejszona o 25 punktów bazowych dostosowując się tym samym do stopy strefy euro. Ostatnie decyzje dotyczące stóp procentowych podjęte przez banki centralne Cypru i Malty były częścią ich końcowych przygotowań przed wstąpieniem do strefy euro w dniu 1 stycznia 2008 r. Národná banka Slovenska obniżył stopę referencyjną łącznie o 50 punktów bazowych do 4,25% w dniu 25 kwietnia 2007 r. (i rozszerzył korytarz stóp O/N wokół stopy) w oparciu o bardziej umiarkowane perspektywy inflacyjne.

Decyzje w zakresie polityki pieniężnej krajowych banków centralnych, które opierają swoją politykę na celu inflacyjnym i nie uczestniczą w ERM II różniły się w poszczególnych krajach i odzwierciedlały różne efekty cykliczne i perspektywy inflacyjne. W kontekście rosnącej presji inflacyjnej i korekty wzwyż prognozowanej inflacji w 2007 r. i 2008 r. Česká národní banka czterokrotnie podniósł stopę podstawowych operacji refinansujących w 2007 r. łącznie o 100 punktów bazowych do poziomu 3,5%. Narodowy Bank Polski podniósł swoją główną stopę procentową w czterech etapach łącznie o 100 punktów bazowych do 5%. W styczniu i lutym 2008 r. główna stopa procentowa została ponownie podniesiona o 50 punktów do 5,5%. Zaostrzenie polityki pieniężnej wydawało się konieczne, ponieważ inflacja może przekroczyć cel inflacyjny ze względu na większy niż potencjalny wzrost realnego PKB, wysoki wzrost płac i wzrost jednostkowego kosztu pracy oraz rozluźnienie polityki fiskalnej. W lutym 2008 r. Sveriges Riksbank podniósł swoją główną stopę procentową

w pięciu etapach łącznie o 125 punktów bazowych do 4,25%, tak aby prognoza inflacyjna ponownie znalazła się na poziomie celu inflacyjnego wynoszącego 2%.

W 2007 r. Bank of England podniósł główną stopę procentową w trzech etapach łącznie o 75 punktów bazowych do 5,75% głównie w związku z silnym wzrostem i wysoką inflacją. Następnie jednak Bank of England obniżył stopę o 50 punktów bazowych do 5,25%. Ostatnie decyzje zostały podjęte w związku z oznakami słabszego tempa wzrostu.

W przeciwieństwie do większości pozostałych krajów Magyar Nemzeti Bank obniżył główną stopę procentową w dwóch etapach łącznie o 50 punktów bazowych do 7,5%, ponieważ średnioterminowy cel inflacyjny wydawał się możliwy do osiągnięcia. W 2007 r. Banca Națională a României obniżył główną stopę procentową w czterech etapach łącznie o 175 punktów bazowych do 7,0%, co nastąpiło do czerwca 2007 r. w kontekście poprawy perspektyw inflacyjnych i silniejszej niż spodziewana aprecjacji kursu nominalnego. Jednak w październiku 2007 r. oraz w styczniu i lutym 2008 r. stopa podstawowa została podniesiona łącznie o 200 punktów bazowych do 9,0% w związku z pogarszającymi się prognozami inflacyjnymi wynikającymi z gwałtownych zmian zarówno podaży jak i popytu.



ROZDZIAŁ 2

OPERACJE I DZIAŁALNOŚĆ BANKU CENTRALNEGO

I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

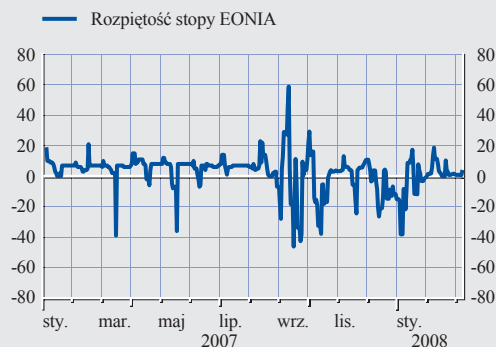
I.1 DZIAŁANIA W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Działania w zakresie polityki pieniężnej Eurosystemu obejmują, z jednej strony, operacje otwartego rynku, tj. podstawowe operacje refinansujące, dłuższe operacje refinansujące i operacje dostrajające, z drugiej zaś strony, operacje banku centralnego na koniec dnia. W ramach zasad operacyjnych w zakresie wdrażania polityki pieniężnej, które obejmują również system rezerw obowiązkowych, instrumenty te służą do zarządzania płynnością na międzybankowym rynku pieniężnym, przede wszystkim w celu sterowania krótkoterminowymi stopami procentowymi, a w szczególności stopami O/N rynku pieniężnego, w taki sposób, aby osiągnęły minimalną oferowaną stopę procentową dla podstawowych operacjach refinansujących, która jest podstawową stopą procentową Eurosystemu.

W 2007 r. Rada Prezesów dwukrotnie, 8 marca i 6 czerwca, podniosła minimalną oferowaną stopę procentową o 25 punktów bazowych, odpowiednio do 3,75% i 4,0%. Podobnie jak wcześniej, od czasu wprowadzenia zmian do zasad operacyjnych w marcu 2004 r., zmiany stóp procentowych nie wpłynęły istotnie na warunki płynności czy stopę O/N rynku pieniężnego przed ich faktycznym wejściem w życie, co pokazuje, że zmienione ramy operacyjne w sposób znaczący pomogły ochronić krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego przed wpływem oczekiwań w zakresie zmian polityki pieniężnej. Po 9 sierpnia 2007 r. Eurosystem stanął jednakże w obliczu jednego z najtrudniejszych okresów wdrażania polityki pieniężnej od czasu wprowadzenia euro, gdy zaburzenia na rynkach finansowych zapoczątkowane na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka przeniosły się na rynek pieniężny euro. 9 sierpnia rano, po upływie kilku godzin od wyczerpania kwoty płynności na rynku pieniężnym euro, Eurosystem zareagował dostarczając rynkowi dodatkowej płynności w kwocie 95 mld euro według swojej procentowej

Wykres 40 Struktura indeksu EONIA

(w punktach bazowych)



Źródło: EBC.

wynoszącej 4,0% dla operacji dostrajającej z terminem zapadalności typu *overnight*. Jest to największa kwota, którą przyznano dotychczas na operację dostrajającą. Następnie, aż do końca 2007 r., operacje otwartego rynku w Eurosystemie były wciąż pod dużym wpływem zaburzeń na rynku. Ramka 9 przedstawia konkretne działania podjęte przez Eurosystem w celu rozładowania napięć na rynku pieniężnym oraz podkreśla rolę jednolitych ram w zakresie zabezpieczeń dla wdrażania polityki pieniężnej w okresie zmienności rynku finansowego.

Niezwykle istotnym czynnikiem oceny sterowania krótkoterminowymi stopami procentowymi przez EBC jest rozpiętość pomiędzy stopą O/N rynku pieniężnego, mierzoną wskaźnikiem EONIA (indeks efektywnej stopy procentowej dla transakcji typu *overnight* na rynku międzybankowym strefy euro), który jest istotną stopą odniesienia dla rynku pieniężnego oraz minimalną oferowaną stopą procentową dla podstawowych operacjach refinansujących (zob. wykres 40). W 2007 r. rozpiętość według EONIA wynosiła średnio 3 punkty bazowe, czyli mniej niż 8 punktów bazowych odnotowanych w roku 2006. Jednocześnie zmienność rozpiętości EONIA, w stosunku do standardowego odchylenia, zwiększyła się w 2007 r. do 12 punktów bazowych z 5 punktów w roku poprzednim. Zmiany te odzwierciedlają przede wszystkim większą zmienność rynku

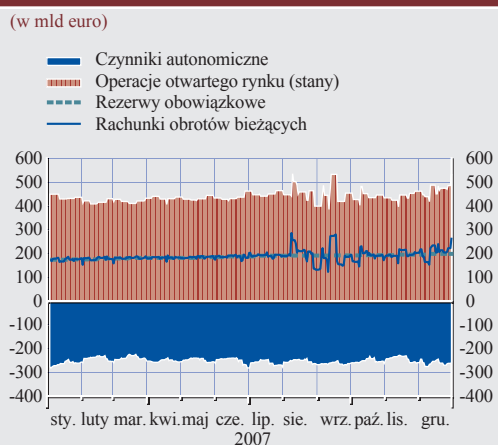
z 9 sierpnia, bo chociaż EBC w istocie był w stanie sterować średnią stopą procentową dla transakcji typu *overnight* tak, aby nie odbiegała ona znacząco od minimalnej oferowanej stopy procentowej na przestrzeni roku. Towarzyszyło temu zwiększenie standardowego odchylenia rozpiętości według EONIA z 6 punktów bazowych odnotowanych przed 9 sierpnia do 17 punktów bazowych po 9 sierpnia. W tym samym okresie średni poziom rozpiętości uległ zmniejszeniu z 6 do -3 punktów bazowych.

ZAPORZEBOWANIE NA PŁYNNOŚĆ SYSTEMU BANKOWEGO

Dostarczając płynności poprzez operacje otwartego rynku, Eurosystem uwzględnia codzienną ocenę zapotrzebowania na płynność systemu bankowego strefy euro w ujęciu zagregowanym. Zapotrzebowanie na płynność odpowiada sumie rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez banki, środków przekraczających przekraczających wysokość wymaganej rezerwy obowiązkowej, utrzymywanych przez instytucje kredytowe na rachunkach bieżących w bankach centralnych (nadwyżek rezerw), oraz czynników autonomicznych. Czynniki autonomiczne są pozycjami bilansowymi Eurosystemu, które mają wpływ na aktywa instytucji kredytowych utrzymywane na rachunkach bieżących, lecz nie są bezpośrednio objęte procesami zarządzania płynnością Eurosystemu (są to np. banknoty w obiegu, depozyty instytucji rządowych).

W 2007 r. średnie dzienne zapotrzebowanie systemu bankowego strefy euro na płynność (zob. wykres 41) wynosiło 441,5 mld euro, czyli o 5% więcej niż w 2006 r. Główną przyczyną wzrostu było ciągle zwiększanie się średniego stanu rezerw obowiązkowych – o 14% do 187,4 mld euro, co zostało częściowo zrównoważone przez obniżenie czynników autonomicznych o 2% do 252,2 mld euro. Wśród czynników autonomicznych wartość banknotów w obiegu wzrosła znacząco, pomimo spadku stopy wzrostu do 9% z 11% w 2006 r. Wpływ zmniejszania się płynności wskutek wzrostu wartości banknotów został jednak z nawiązką zrównoważony innymi

Wykres 41 Czynniki wpływające na płynność w strefie euro w 2006 r.



Źródło: EBC.

czynnikami autonomicznymi. Chociaż średnia nadwyżka rezerw w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej wpływającym z końcem 2007 r. wzrosła o 0,2 mld euro do 0,9 mld euro, nadal była stosunkowo niewielka i wynosiła 0,5% wymaganej rezerwy obowiązkowej.

SYSTEM REZERWY OBOWIĄZKOWEJ

Instytucje kredytowe w strefie euro muszą utrzymywać rezerwy obowiązkowe na rachunkach bieżących w Eurosystemie. Podobnie jak w okresie od 1999 r. rezerwy obowiązkowe instytucji kredytowych w 2007 r. wynosiły 2% podstawy naliczania rezerwy. Wzrost podstawy naliczania rezerwy, która jest ustalana zależnie od określonych zobowiązań krótkoterminowych w bilansie instytucji kredytowych, wyjaśnia wspomniany powyżej 14-procentowy wzrost całkowitej kwoty rezerwy obowiązkowej w 2007 r. Z uwagi na fakt, że w każdym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej środki utrzymywanej rezerwy obowiązkowej oprocentowane są w Eurosystemie według stopy krańcowej dla podstawowych operacji refinansujących, system rezerwy obowiązkowej nie powoduje powstania zauważalnych kosztów w sektorze bankowym. Opisany system jednocześnie spełnia dwie istotne funkcje w zakresie ram operacyjnych dla wdrażania polityki pieniężnej: po pierwsze,

stabilizuje krótkoterminowe stopy procentowe rynku pieniężnego, ponieważ wymogi w zakresie rezerwy obowiązkowej muszą być spełnione w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej jedynie na poziomie średnim, co umożliwia instytucjom kredytowym rozłożenie przejściowego, nadzwyczajnego wpływu i wypływu płynności z rachunków bieżących tych instytucji, po drugie zaś zwiększa deficyt płynności systemu bankowego, czyli ogólne zapotrzebowanie banków na refinansowanie z Eurosystemu.

OPERACJE OTWARTEGO RYNKU

Za pomocą podstawowych operacji refinansujących, dłuższych operacji refinansujących oraz operacji dostrajających Eurosystem zarządza poziomem płynności na rynku pieniężnym. Wszelkie operacje zasilające w płynność muszą być w pełni zabezpieczone. Podstawowe operacje refinansujące są regularnie przeprowadzane co tydzień, a ich termin zapadalności wynosi na ogół 1 tydzień. Są one głównym instrumentem zarządzania płynnością na rynku oraz sygnalizującym nastawienie polityki pieniężnej Eurosystemu. W 2007 r. podstawowe operacje refinansujące przeprowadzane były w formie przetargów o zmiennej stopie procentowej z minimalną oferowaną stopą procentową, która jest podstawową stopą polityki pieniężnej EBC. Podczas gdy duża liczba kontrahentów (1.693 pod koniec 2007 r.) kwalifikuje się do tych operacji, średnio 338 faktycznie w nich uczestniczyło w roku 2007, tj. 10% mniej niż w 2006 r. (377). Do 8 sierpnia EBC przeznaczył na podstawowe operacje refinansujące średnio 292 mld euro. EBC zapewnił o 1 mld euro więcej płynności niż wysokość przydzielonej kwoty referencyjnej, czyli kwoty umożliwiającej kontrahentom bezproblemowe spełnienie wymogu utrzymywania rezerwy obowiązkowej do momentu rozliczenia kolejnej podstawowej operacji refinansującej¹, w każdej sytuacji oprócz tej, gdy przydział był o 2 mld euro większy niż kwota referencyjna. W ten sposób EBC kontynuował zapoczątkowaną w październiku 2005 r. politykę zasilania w płynność poprzez przydziały nieco

przewyższające kwotę referencyjną w celu zrównoważenia widocznej presji na zwiększenie rozpiętości stopy EONIA. Po 9 sierpnia średni przydział zmniejszył się do 200 mld euro, co było odzwierciedleniem dodatkowego zasilenia w płynność za pomocą uzupełniających dłuższych operacjach refinansujących (zob. poniżej i ramka 9).

Dłuższe operacje refinansujące są comiesięcznymi operacjami zasilającymi w płynność z 3-miesięcznym terminem zapadalności. Są one przeprowadzane w formie typowych przetargów o zmiennej stopie procentowej (bez limitu oferowanych stóp procentowych) przy wcześniejszym ogłoszeniu środków do przydziału, których wysokość została na początku 2007 r. ustalona na 50 mld euro. Dłuższe operacje refinansujące są dostępne dla tego samego grona kontrahentów, jak w przypadku podstawowych operacji refinansujących, z których średnio 145 uczestniczyło w dłuższych operacjach refinansujących w 2007 r., w porównaniu do 162 w roku 2006. Po 9 sierpnia 2007 r. przeprowadzono dwie uzupełniające dłuższe operacje refinansujące (z rozliczeniami 24 sierpnia i 13 września). Następnie zostały one prolongowane z korektą do ogólnej kwoty. Pod koniec 2007 r. kwota otwartych dłuższych operacji refinansujących wynosiła 268 mld euro i była prawie o 80% wyższa od kwoty zadłużenia na początku sierpnia.

EBC przeprowadza *ad hoc* operacje dostrajające które zasilają w płynność i ją absorbują, aby, zarządzać poziomem płynności na rynku i sterować wysokością stóp procentowych. Eurosystem wybrał ograniczoną liczbę

1 Przydzielona kwota referencyjna umożliwia kontrahentom, ujętym łącznie, utrzymać rachunki bieżące na wysokości podobnej do ich wymogów rezerwy, biorąc pod uwagę przewidywane zapotrzebowanie na płynność oraz nierównowagę płynności nagromadzone podczas tego samego okresu utrzymywania rezerw obowiązkowych. Dokładna definicja kwoty referencyjnej znajduje się w ramce zatytułowanej *Publication of the benchmark allotment in the main refinancing operations* *Publication of the benchmark allotment in the main refinancing operations* zamieszczonej w Biuletynie Miesięcznym EBC z kwietnia 2004 r.

DZIAŁANIA W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W OKRESIE ZMIENNOŚCI RYNKU FINANSOWEGO

Wcześniejsze zapewnienie płynności w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej

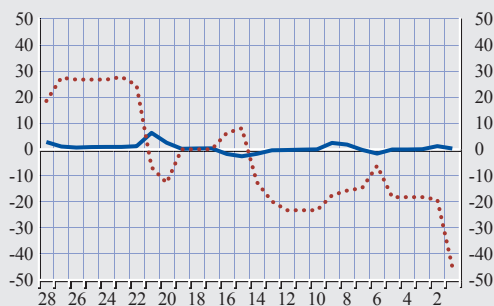
Przeprowadzając operacje otwartego rynku Eurosystem zwykle zapewnia płynność w sposób umożliwiający instytucjom kredytowym utrzymywanie rachunków bieżących w Eurosystemie na poziomie zbliżonym do ich wymogów w zakresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Pozwala im to na spełnianie wymogów w okresie utrzymywania rezerwy w sposób proporcjonalny. Osiągane jest to poprzez przydział w podstawowych operacjach refinansujących kwot zbliżonych do kwoty referencyjnej. Celem polityki przydziału jest utrzymywanie stóp krótkoterminowych na poziomie zbliżonym do podstawowej stopy EBC, tzn. do minimalnej oferowanej stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu. Po tym jak 9 sierpnia 2007 r. rano zaburzenia na rynkach finansowych rozprzestrzeniły się na transakcje typu *overnight* na rynku pieniężnym strefy euro, wydawało się, iż instytucje kredytowe preferują spełnianie wymogów w zakresie rezerwy obowiązkowej w początkowym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej ze względu na oznaki spadku obrotów w długoterminowych segmentach rynku pieniężnego.

Aby osiągnąć cel dla bardzo krótkoterminowych stóp procentowych, EBC z wyprzedzeniem zapewnił środki przeznaczone na rezerwy, tzn. podniósł podaż płynności na początku okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, redukując ją na koniec tego okresu¹. Dostarczanie środków na rezerwy w pierwszych kilku dniach następujących po 9 sierpnia osiągnięto poprzez zapewnienie dodatkowej płynności dzięki przeprowadzonym czterem operacjom dostarczającym typu *overnight*. Piąta operacja miała miejsce na początku września. W późniejszych okresach dodatkowa płynność na początku okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej osiągana była poprzez stałe podstawowe operacje refinansujące. We wszystkich przypadkach rezerwa płynności przez cały okres utrzymywania rezerwy pozostała niezmienną, dostosowywano jedynie termin jej dostarczenia. Ilustrują to zmiany dziennej nadwyżki rezerwy, czyli różnica pomiędzy stanem rachunków bieżących instytucji kredytowych a wymaganiami co do rezerw w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej (zob. wykres). O ile dzienna nadwyżka rezerw była przeciętnie zbliżona do zera w okresach utrzymywania rezerwy przed sierpniem 2007 r., to na początku kolejnych okresów znacznie przewyższała zero, a na koniec tych okresów kształtowała się znacznie poniżej tej wartości.

Nadwyżka dziennej kwoty rezerwy obowiązkowej w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej

Oś X: liczba dni pozostałych do końca okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej
Oś Y: średnia nadwyżka dziennej kwoty rezerwy obowiązkowej w mld euro

- Dzienna nadwyżka minimalnej rezerwy obowiązkowej (okresy utrzymywania minimalnej rezerwy obowiązkowej kończące się pomiędzy sierpniem 2005 r. a sierpniem 2007 r.)
- Dzienna nadwyżka minimalnej rezerwy obowiązkowej (okresy utrzymywania minimalnej rezerwy obowiązkowej kończące się pomiędzy wrześniem 2007 r. a lutym 2008 r.)



Źródło: EBC.

¹ Eurosystem dostarczył środki na rezerwy poprzez zapewnienie płynności na poziomie nieco przewyższającym kwotę referencyjną przydziału dla podstawowych operacji refinansujących jeszcze przed zaburzeniami. Jednak znacznie więcej środków dostarczano w okresie zawirowań, co ilustruje wykres.

8 października i 23 listopada EBC ogłosił² (za pośrednictwem serwisów agencyjnych), iż wzmocni politykę dostarczania płynności oraz że będzie sterował płynnością w kierunku bardziej zrównoważonych warunków także w czasie trwania danego okresu, jeżeli będzie to niezbędne dla utrzymania stóp krótkoterminowych na poziomie zbliżonym do minimalnej oferowanej stopy procentowej. Zgodnie z tym komunikatem EBC stale przydzielał kwoty znacznie przewyższające kwoty referencyjne dla podstawowych operacji refinansujących. Gdy tylko pojawiała się odczuwalna presja na obniżenie stopy *overnight*, EBC przeprowadzał operacje dostrajające absorbujące płynność. Oprócz zwykłych operacji dostrajających w ostatnim dniu okresu utrzymywania rezerwy tego typu operacje absorbujące płynność przeprowadzone zostały 12 października, 7 grudnia i 17 grudnia oraz, tak jak to opisano poniżej, pod koniec roku. 14 stycznia 2008 r. EBC potwierdził, że będzie nadal prowadził politykę wcześniejszego dostarczania płynności tak długo, jak to będzie konieczne.

Uzupełniające dłuższe operacje refinansujące

Wydaje się, że zmienność rynku finansowego doprowadziła do zwiększenia preferencji banków do redukcji przyszłych potrzeb w zakresie płynności. Doprowadziło to do znacznych napięć na rynku pieniężnym nie tylko w segmencie to krótkoterminowym, lecz również w długoterminowych, gdzie zanotowano bardzo niskie obroty. Aby unormować sytuację, Eurosystem zwiększył udział refinansowania poprzez 3-miesięczne dłuższe operacje refinansujące, zmniejszając jednocześnie udział 1-tygodniowych podstawowych operacji refinansujących. Zatem łączna kwota nierozliczonego refinansowania nie uległa zmianie, wydłużona została natomiast średnia zapadalność, przez co na pewien czas ograniczone zostały przyszłe potrzeby systemu bankowego w zakresie płynności. 23 sierpnia i 12 września przeprowadzono dwie uzupełniające dłuższe operacje refinansujące z 3-miesięcznym terminem zapadalności na kwoty odpowiednio 40 mld euro i 75 mld euro. Stałe miesięczne dłuższe operacje refinansujące przeprowadzane były bez zmian, dlatego też łączna kwota refinansowania poprzez dłuższe operacje refinansujące wzrosła ze 150 mld euro (trzy przydziały po 50 mld euro) do 265 mld euro, a wartość podstawowych operacji refinansujących spadła w związku z tym z ok. 300 mld euro do nieco poniżej 200 mld euro. Uzupełniające dłuższe operacje refinansujące zostały odnowione po upływie terminu ich zapadalności w listopadzie i grudniu, z korektą kwot przydziałów do 60 mld euro każda. 7 lutego 2008 r. ogłoszono, że powyższe operacje zostaną wznowione w lutym i marcu 2008 r.

Działania specjalne podjęte pod koniec roku

Banki zazwyczaj niechętnie udzielają pożyczek na rynku pieniężnym w ostatnich tygodniach roku z uwagi na kwestie bilansowe. Ta powszechnie znana tendencja wystąpiła ze szczególną siłą w 2007 r. Właśnie z uwagi na nią 30 listopada EBC za pośrednictwem serwisów agencyjnych ogłosił podjęcie specjalnych działań mających na celu złagodzenie napięć na rynku pieniężnym w tym okresie. Zapadalność podstawowych operacji refinansujących przydzielonych 18 grudnia została wyjątkowo przedłużona z jednego do dwóch tygodni, aby stworzyć bankom możliwość zaspokojenia potrzeb w zakresie płynności w czasie świąt i okresie tuż przed końcem roku w oczekiwaniu na ten trudny dla nich okres. 17 grudnia EBC ogłosił za pośrednictwem serwisów agencyjnych, iż w bieżącej 2-tygodniowej podstawowej operacji refinansującej odstąpi od tradycyjnej procedury przydziału i uwzględni wszystkie oferty na poziomie równym lub wyższym od średniej ważonej stopy dla poprzedniej podstawowej operacji refinansującej, która wynosiła 4,21%. Decyzja

² Pełną listę oświadczeń wydanych przez EBC można znaleźć na stronie internetowej <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/om/html/communication.en.html>.

ta została podjęta w oparciu o dowody przemawiające za tym, iż potrzeby płynności mogłyby wpłynąć na podniesienie oferowanych stóp procentowych do niepożądanych poziomów. W jej wyniku EBC przydzielił kwotę w wysokości 348,6 mld euro, czyli o 168,1 mld euro wyższą niż kwota referencyjna. Dostarczenie tak wysokiej płynności doprowadziło do presji na obniżenie stopy *overnight*. W celu zmniejszenia presji EBC przeprowadził wiele operacji dostarczających absorbujących płynność. Ostatnia z nich została przeprowadzona 3 stycznia, na dzień przed rozliczeniem pierwszej z podstawowych operacji refinansujących w 2008 r. Z tytułu operacji dostarczających EBC zanotowałienne odpływy w wysokości średnio 143,8 mld euro. EBC przyznał również 20 mld euro na dodatkową płynność w postaci podstawowej operacji refinansującej obejmującej koniec roku oprocentowanej według krańcowej stopy stosowanej w przetargach, tj. 4,20 %, wychodząc w ten sposób naprzeciw dalszemu zapotrzebowaniu kontrahentów na płynność w tym okresie. W wyniku bardzo dużej podaży płynności stopa EONIA kształtowała się 8 punktów bazowych poniżej minimalnej oferowanej stopy procentowej w ostatnim dniu obrotu w 2007 r., w porównaniu z poziomem z dwóch poprzednich lat, kiedy to kształtowała się na poziomie 19 i 17 punktów bazowych powyżej minimalnej oferowanej stopy procentowej.

Operacje związane z kredytami krótkoterminowymi (ang. *Term Auction Facility*) denominowanymi w dolarach amerykańskich

Ze względu na fakt, że banki strefy euro szczególnie obawiały się braku dostępności do środków na finansowanie działalności denominowanych w dolarach amerykańskich, EBC ustanowił pewien rodzaj wzajemnych umów walutowych (linia swapowa) związanych z krótkoterminowymi kredytami denominowanymi w dolarach amerykańskich udzielanymi w ramach aukcji Systemu Rezerwy Federalnej. Eurosystem udostępnił swoim kontrahentom finansowanie w dolarach amerykańskich, jakie otrzymał w ramach linii swapowej, z zabezpieczeniem kwalifikowanym dla operacji kredytowych Eurosystemu, wykorzystując do tego celu dwie operacje rozliczane 20 i 27 grudnia. Podobne operacje przeprowadził również Narodowy Bank Szwajcarii. W ramach operacji Eurosystemu kontrahentom posiadającym dostęp do kredytu banku centralnego na koniec dnia o zapadalności ok. 1 miesiąca udostępniono w dwóch operacjach środki finansowe denominowane w dolarach amerykańskich w wysokości 10 mld dolarów w każdej operacji. Operacje te przeprowadzono według stałej stopy procentowej równej stopie krańcowej jednoczesnych przetargów Rezerwy Federalnej, wynoszącej odpowiednio 4,65% i 4,67%. Przyciągnęły one oferty w wysokości 22 mld dolarów w dniu 17 grudnia oraz 14 mld dolarów – 20 grudnia. Operacje te nie miały bezpośredniego wpływu na płynność w strefie euro. Ich celem była poprawa globalnych warunków finansowania. Ponowiono je w styczniu 2008 r., lecz zapotrzebowanie na płynność w dolarach spadło, co znalazło wyraz w coraz mniejszym wolumenie ofert. W lutym EBC nie przeprowadził żadnych operacji finansowania w dolarach amerykańskich.

Ramy zabezpieczeń w okresie zmienności rynków finansowych

W związku z przyjęciem szerokiego wachlarza zabezpieczeń, system zabezpieczeń Eurosystemu jest w stanie wspierać wdrażanie polityki monetarnej podczas obecnych zaburzeń rynkowych. Jak pokazują wykresy 42 i 43, wystarczająca ilość zabezpieczeń nie stanowi ograniczenia dla Eurosystemu, nawet przy najwyższym poziomie otwartych kredytów w okresie zaburzeń. W tej sytuacji system zabezpieczeń ułatwia dostęp do pieniędzy banku centralnego wielu różnym kontrahentom.

najbardziej aktywnych kontrahentów na rynku pieniężnym w celu wykonywania powyższych operacji (127 na koniec 2007 r.). W 2007 r. EBC przeprowadził 24 operacje dostrajające, z których 18 rozpoczętych zostało po 9 sierpnia ze względu zaburzenia na rynku finansowym. Liczba ta porównywalna jest z liczbą 31 operacji dostrajających przeprowadzonych w okresie 8 lat od 1999 r. do 2006 r. Sześć operacji przeprowadzonych przed 9 sierpnia zostało zrealizowanych w celu przywrócenia równowagi w zakresie płynności w ostatnim dniu okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, jak to zwykle miało miejsce począwszy od listopada 2004 r., 4 z nich były operacjami absorbującymi płynność, a 2 – zasilającymi w płynność, odzwierciedlającymi nieco większe prawdopodobieństwo wystąpienia nadwyżki płynności po przydziale wyższym od kwoty referencyjnej w ostatniej podstawowej operacji refinansującej w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Zamierzona kwota nie została dwukrotnie osiągnięta w operacji absorbującej płynność ze względu na niewystarczającą liczbę ofert. Po 9 sierpnia praktyka przeprowadzania operacji dostrajających na koniec okresu została utrzymana. Jednakże większość operacji dostrajających po tym okresie (łącznie 14) zostało przeprowadzonych w celu przeciwdziałania wahanom płynności oraz stóp procentowych dla transakcji typu *overnight*, które wynikały z zaburzeń na rynku finansowym w okresie utrzymywania rezerw (zob. ramka 9).

OPERACJE BANKU CENTRALNEGO NA KONIEC DNIA

Kontrahenci korzystają z dwóch operacji banku centralnego na koniec dnia z własnej inicjatywy w celu uzyskania jednodniowej płynności po wpłacie zabezpieczenia kwalifikowanego lub w celu złożenia depozytów w banku centralnym na koniec dnia. Z końcem 2007 r. 2.122 kontrahentów miało dostęp do kredytów z banku centralnego na koniec dnia, a 2.798 kontrahentów – do depozytów w banku centralnym na koniec dnia. Stopy procentowe zarówno dla kredytów z banku centralnego, jak i depozytów

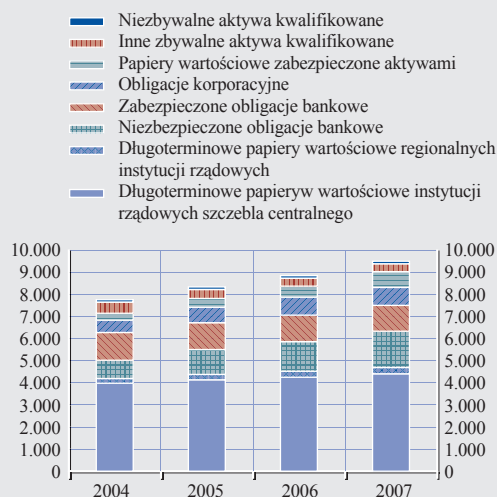
w banku centralnym, które są o 100 punktów bazowych odpowiednio wyższe i niższe od minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących, stanowią maksymalną i minimalną wartość stopy procentowej dla transakcji typu *overnight* i dlatego też spełniają ważną rolę w procesie wdrażania polityki pieniężnej. W 2007 r. suma wykorzystanych kredytów z banku centralnego na koniec dnia wyniosła średnio 0,2 mld euro, zaś suma depozytów w banku centralnym – 0,5 mld euro dziennie, co świadczy o ich wzroście odpowiednio o 0,1 mld euro i o 0,3 mld euro w porównaniu do roku poprzedniego. Wzrost średniej wykorzystanej dziennej kwoty depozytu można przypisać wydarzeniom, które miały miejsce po 9 sierpnia.

AKTYWA KWALIFIKOWANE JAKO ZABEZPIECZENIA OPERACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Zgodnie z praktyką banków centralnych na całym świecie, każda operacja kredytowa przeprowadzana w ramach Eurosystemu musi być odpowiednio zabezpieczona. Odpowiednie zabezpieczenie ma na

Wykres 42 Zabezpieczenie kwalifikowane wg typu aktywów

(w mld euro, średnie roczne)

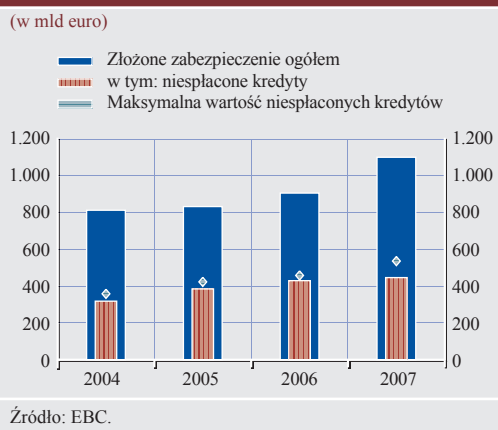


Źródło: EBC.

celu, po pierwsze, ochronę Eurosystemu przed stratami związanymi z operacjami kredytowymi, po drugie, zabezpieczenie o odpowiedniej wysokości powinno być do dyspozycji szerokiego grona kontrahentów, aby Eurosystem mógł zapewnić poziom płynności, jaki uznaje za słuszny, zarówno poprzez wdrażanie swojej polityki pieniężnej, jak i operacje w ramach systemów płatności. Aby to osiągnąć, Eurosystem przyjmuje w charakterze zabezpieczenia wiele rodzajów aktywów. Okazało się to czynnikiem stabilizującym w obliczu trwających zaburzeń na rynku finansowym, ponieważ w ten sposób zagwarantowano kontrahentom odpowiednią wielkość zabezpieczenia potrzebną do uzyskania dostępu do operacji kredytowych w ramach Eurosystemu.

W 2007 r. średnia kwota zabezpieczenia kwalifikowanego wzrosła o 7,7% w porównaniu do roku 2006 i wyniosła ogółem 9,5 bln euro (zob. wykres 42). Zadłużenie instytucji rządowych, w wysokości 4,7 bln euro stanowiło 49% ogólnej kwoty, zaś pozostałe zabezpieczenia zbywalne miały postać niezabezpieczonych obligacji wyemitowanych przez instytucje kredytowe (1,6 bln euro, tj. 17%), zabezpieczonych obligacji wyemitowanych przez instytucje kredytowe (1,2 bln euro, tj. 12%), obligacji korporacyjnych (0,8 bln euro, tj. 9%), papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (0,7 bln euro, tj. 8%) oraz innych obligacji, np. wyemitowanych przez instytucje ponadnarodowe (0,4 bln euro, tj. 4%). Poza tym aktywa niezbywalne, w tym w szczególności należności z tytułu kredytów (zwane także kredytami bankowymi), zostały włączone do jednolitej listy zabezpieczeń kwalifikowanych od 1 stycznia 2007 r. Jednakże, ponieważ nie ocenia się sposobu kwalifikowania aktywów przed ich zatwierdzeniem, niełatwo mierzyć potencjalny stan tych aktywów. Ich wykorzystanie w 2007 r. wyniosło 0,1 bln euro, tj. 1% całkowitego zabezpieczenia kwalifikowanego w ramach Eurosystemu.

Wykres 43 Zabezpieczenie wykorzystywane w operacjach kredytowych Eurosystemu i istniejących kredytach



Średnia wartość aktywów zbywalnych i niezbywalnych zdeponowanych przez kontrahentów jako zabezpieczenie operacji kredytowych w Eurosystemie znacząco wzrosła, od średniej wartości 906 mld euro w 2006 r. do 1.101 mld euro w 2007 r. Wzrost ten był spowodowany głównie deponowaniem przez kontrahentów wysokich dodatkowych kwot zabezpieczenia w Eurosystemie po wystąpieniu zaburzeń na rynku finansowym w sierpniu (zob. wykres 43). Jak pokazuje porównanie zabezpieczenia z tytułu kredytu udzielonego kontrahentom przez Eurosystem, udział zdeponowanego zabezpieczenia niewykorzystanego do zabezpieczenia operacji kredytowych w ramach polityki pieniężnej utrzymywał się na wysokim poziomie. Wskazuje to, iż wielkość zabezpieczenia nie stanowiła ograniczenia dla kontrahentów Eurosystemu w następstwie zaburzeń.

Jeśli chodzi o rodzaje aktywów zdeponowanych jako zabezpieczenie w Eurosystemie, średnia roczna wartość udziału obligacji rządowych spadła z 23% w 2006 r. do 15% w 2007 r. Niezabezpieczone obligacje bankowe nadal stanowiły największą klasę aktywów zdeponowanych w Eurosystemie (średnio 33% w 2007 r.). Średni udział papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami wzrósł z 12% w 2006 r. do 16% w 2007 r.

Po wprowadzeniu 1 stycznia 2007 r. aktywów niezbywalnych jako zabezpieczenia kwalifikowanego w operacjach kredytowych w ramach Eurosystemu w całej strefie euro, kontrahenci zaczęli wykorzystywać to dodatkowe źródło zabezpieczenia. Biorąc pod uwagę średnią roczną, ta klasa aktywów stanowiła 10% całkowitej wartości zdeponowanego zabezpieczenia, w porównaniu do 4% w 2006 r. (zob. wykres 44). Liczba należności z tytułu kredytów, których wiarygodność kredytowa mogłaby zostać poddana ocenie, pozostała w 2007 r. ograniczona (zob. podrozdział o kwestiach zarządzania ryzykiem). Dlatego też całkowity potencjał tego dodatkowego źródła zabezpieczenia nie został jeszcze wykorzystany.

24 maja 2007 r. Rada Prezesów wprowadziła następujące 2 niewielkie korekty do systemu zabezpieczeń na rok 2007:

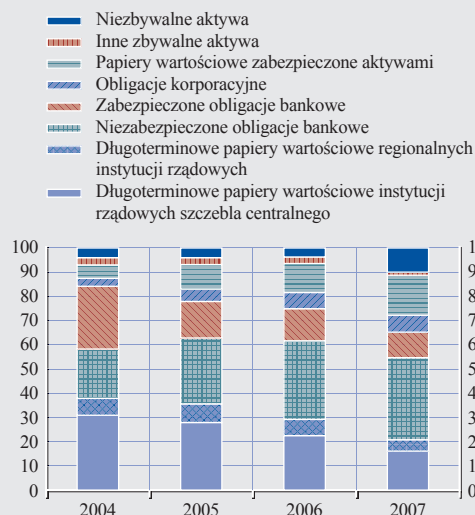
- wprowadzenie zmian do kalendarza wycofywania zbywalnych aktywów, które kwalifikują się w systemie dwóch list jako zabezpieczenie operacji kredytowych w ramach Eurosystemu²;
- bardziej szczegółowe określenie kryteriów dotyczących miejsca, w którym znajdują się aktywa kwalifikowane wykorzystywane w operacjach kredytowych Eurosystemu³.

KWESTIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Eurosystem ogranicza ryzyko niewykonania zobowiązania przez kontrahenta w ramach operacji kredytowych w Eurosystemie poprzez wymóg złożenia przez niego odpowiedniego zabezpieczenia. Jednakże, pomimo tego wymogu, Eurosystem jest wciąż narażony na różnego rodzaju ryzyka finansowe związane z niewykonaniem zobowiązań przez kontrahenta. Jest to na przykład ryzyko kredytowe związane z przyjętym zabezpieczeniem oraz ryzyko rynkowe i ryzyko płynności wynikające z niekorzystnych zmian w cenie zabezpieczenia podczas okresu likwidacji po niewykonaniu zobowiązania

Wykres 44 Udział aktywów (w tym należności kredytowych) wykorzystanych jako zabezpieczenie, wg typu aktywów

(w procentach, średnie roczne)



Źródło: Eurosystem.

przez kontrahenta. W celu zmniejszenia ryzyka do dopuszczalnego poziomu, Eurosystem utrzymuje wysokie standardy wiarygodności kredytowej dla aktywów przyjmowanych w formie zabezpieczenia, poddaje zabezpieczenia codziennej wycenie oraz stosuje odpowiednie mechanizmy kontroli ryzyka. Ryzyko finansowe operacji kredytowych

- 2 Aktywa zbywalne wyemitowane przed 31 maja 2007 r., które znajdują się w obrocie na rynkach nieregulowanych spełniających obecnie wymogi dotyczące bezpieczeństwa i dostępności, lecz nie spełniające wymogów przejrzystości zachowują status aktywów kwalifikowanych do 31 grudnia 2009 r., a po tym terminie przestaną zaliczać się do aktywów kwalifikowanych.
- 3 W wyniku ukończenia budowy jednolitego systemu zabezpieczeń 1 stycznia 2007 r., Eurosystem stwierdził, że z wyjątkiem międzynarodowych i ponadnarodowych instytucji, emitenci aktywów zbywalnych kwalifikowanych dla operacji kredytowych w ramach Eurosystemu muszą mieć siedzibę w EOG lub jednym z czterech krajów G10 nienależących do EOG (w Kanadzie, Japonii, Szwajcarii lub Stanach Zjednoczonych). Aktywa wyemitowane po 1 stycznia 2007 r. przez podmioty mające siedzibę poza EOG lub poza krajami G10 nienależącymi do EOG nie są kwalifikowane, bez względu na to, czy dostępna jest gwarancja podmiotu utworzonego w EOG. Jednakże aktywa wyemitowane przed 1 stycznia 2007 r. pozostaną kwalifikowane do 31 grudnia 2011 r. i przestaną być kwalifikowane po tym terminie.
- 4 „Pojedyncze A” odpowiada długoterminowemu ratingowi co najmniej „A-” agencji Standard & Poor’s lub Fitch Ratings, „A3” w przypadku agencji Moody’s lub „AL” w przypadku DBRS.

poddawane jest ocenie ilościowej, z której sprawozdanie przykazywane jest organom decyzyjnym EBC.

W celu zapewnienia wysokich standardów wiarygodności kredytowej zabezpieczeń, Eurosystem opiera się na procedurach, zasadach i technikach, które stanowią system oceny kredytowej w Eurosystemie (ang. *Eurosystem credit assessment framework – ECAF*). Próg jakości kredytowej zabezpieczeń kwalifikowanych dla operacji kredytowych w Eurosystemie określa się w ramach ECAF poprzez ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie „pojedynczego A”²⁴. ECAF przewiduje wiele alternatywnych źródeł oceny kredytowej. Wprowadzenie 1 stycznia 2007 r. aktywów niezbywalnych jako zabezpieczenia kwalifikowanego dla operacji kredytowych w ramach Eurosystemu w całej strefie euro połączone było z pierwszym, choć wciąż ograniczonym, wykorzystaniem przez kontrahentów Eurosystemu systemów opartych na ratingach wewnętrznych jako nowym źródle oceny kredytowej. W wyniku ograniczonego wykorzystania systemów opartych na ratingach wewnętrznych, większość należności z tytułu kredytów, które 1 stycznia 2007 r. stały się kwalifikowanymi i zostały wprowadzone do Eurosystemu po tym terminie, to należności od podmiotów sektora publicznego, których domyślna ocena kredytowa jest pochodną oceny kredytowej państwa, w którym dłużnik lub poręczyciel takiej należności ma swoją siedzibę.

W 2007 r. wprowadzono wiele uzupełnień związanych z ECAF. Po decyzji Rady Prezesów z 19 października 2007 r., począwszy od dnia 1 stycznia 2008 r. agencja ratingowa DBRS wykorzystywana jest jako dodatkowa zewnętrzna instytucja oceny jakości kredytowej w ramach ECAF. Ponadto, Rada Prezesów wydała w 2007 r. decyzję poddającą zabezpieczone obligacje bankowe ściśle spełniające kryteria zawarte w art. 22 ust. 4 Dyrektywy w sprawie zbiorowego inwestowania w zbywalne



papiery wartościowe (dyrektywa UCITS) i wyemitowane po 1 stycznia 2008 r. takim samym wymogom oceny jakości kredytowej, jakim podlegają inne aktywa zbywalne.

1.2 DZIAŁALNOŚĆ DEWIZOWA

W 2007 r. Eurosystem nie interweniował na rynku walutowym w związku z polityką pieniężną. Transakcje walutowe EBC były związane wyłącznie z działalnością inwestycyjną. EBC nie przeprowadził też żadnych operacji walutowych w walutach krajów spoza strefy euro uczestniczących w mechanizmie ERM II. Obowiązujące porozumienie między EBC a MFW, które umożliwia MFW inicjowanie w imieniu EBC transakcji obejmujących specjalne prawa ciągnięcia (SDR) z innymi posiadaczami SDR, zostało w 2007 r. wykorzystane 18 razy.

W kontekście zmienności na rynku finansowym w 2007 r. Eurosystem zrealizował również operacje w ramach aukcji (ang. *Term Auction Facility*). Dzięki temu programowi System Rezerwy Federalnej każdorazowo zapewnił kontrahentom Eurosystemu krótkoterminowe kredyty w dolarach amerykańskich, wpłacając na ich rzecz każdorazowo 10 mld dolarów (więcej informacji znajduje się w ramce 9).

1.3 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 zbiór zasad i procedur zwany „chińskim murem”.

ZARZĄDZANIE REZERWAMI WALUTOWYMI

Portfel rezerw walutowych EBC został utworzony poprzez transfery rezerw walutowych z krajowych banków centralnych strefy euro. Z upływem czasu struktura portfela uwzględniała zmiany w wartości rynkowej zainwestowanych aktywów, jak również 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. Rezerwy w dolarach amerykańskich i japońskich jenach są aktywnie zarządzane przez EBC oraz krajowe banki centralne strefy euro jako podmioty działające w imieniu EBC. W styczniu 2006 r. wprowadzono „model specjalizacji waluty” w celu zwiększenia wydajności operacji inwestycyjnych w ramach Eurosystemu. W ramach tego programu, na każdy krajowy bank centralny przypada udział w portfelu w dolarach amerykańskich lub jenach japońskich. Obecnie dwa krajowe banki centralne zarządzają portfelem aktywów w obydwu walutach⁵. W styczniu 2007 r. dwa krajowe banki centralne (Banka Slovenije i Banque centrale du Luxembourg) połączyły

swoje działania operacyjne na rzecz zarządzania swoim udziałem w rezerwach walutowych EBC. Dwa kolejne połączenia działań operacyjnych miały miejsce w styczniu 2008 r., kiedy to Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta weszły do Eurosystemu (zob. rozdział 3).

W 2007 r. EBC dokonał sprzedaży złota w łącznej ilości ok. 79 ton. Sprzedaż ta nastąpiła zgodnie z Umową Banków Centralnych o Złocie (ang. *Central Bank Gold Agreement*) z 27 września 2004 r., której sygnatariuszem jest EBC. Większość przychodów ze sprzedaży złota została dodana do portfela utrzymywanego w jenach, a w mniejszym zakresie do portfela w dolarach amerykańskich. Wartość netto rezerw walutowych EBC⁶ według aktualnego kursu walutowego i cen rynkowych wzrosła z 42,3 mld euro na koniec 2006 r. do 42,8 mld euro na koniec 2007 r., z czego 32,1 mld to rezerwy w obcej walucie (jenach japońskich i dolarach amerykańskich), zaś 10,7 mld – w złocie i SDR. Stosując kurs walutowy z końca 2007 r., aktywa EBC denominowane w dolarach amerykańskich stanowiły 79,7% rezerw walutowych, podczas gdy aktywa denominowane w jenach – 20,3%. Największą zatem zmianą w 2007 r. dotyczyła wartości rynkowej złota i SDR, która wzrosła z 10,3 mld euro w 2006 r. do 10,7 mld euro, głównie w wyniku aprecjacji złota o ok. 18% wartości denominowanej w euro. Bieżąca wycena rynkowa portfela rezerw walutowych pozostała w 2007 r. w dużej mierze niezmienną, a deprecjacja dolara amerykańskiego i jena wobec euro została zrekompensowana przez zyski netto (obejmujące zyski kapitałowe i przychody z tytułu odsetek) osiągnięte

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

6 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. Szczegółowe informacje na ten temat znajdują się pod adresem: www.ecb.int/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html

w wyniku zarządzania portfelem i dzięki dochodom ze sprzedaży złota EBC.

W 2007 r. lista instrumentów kwalifikowanych, w które można inwestować rezerwy walutowych została rozszerzona o swapy na stopach procentowych. Ponadto, projekt pilotażowy opracowany w celu stworzenia automatycznej procedury udzielania pożyczek w papierach wartościowych (ang. *automatic securities lending programme – ASLP*) dla aktywów EBC w dolarach amerykańskich jest w zaawansowanym stadium, a jego wdrożenie spodziewane jest w 2008 r.

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 maksymalizację oczekiwanych przychodów, z zastrzeżeniem ograniczenia strat na pewnym poziomie zaufania. Portfel jest inwestowany w aktywa denominowane w euro.

Wartość portfela funduszy własnych EBC według aktualnych cen rynkowych wzrosła z 7,5 mld euro pod koniec 2006 r. do 9,3 mld euro pod koniec 2007 r. W większości przypadków wzrost ceny rynkowej wynikał z inwestycji w portfel funduszy własnych rezerwy na wypadek ryzyka kursowego, ryzyka stóp procentowych i ryzyk zmiany cen złota utworzonej 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 dodano obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Ponadto rozszerzono listę kwalifikowanych emitentów zabezpieczonych obligacji i uprzywilejowanych obligacji niezabezpieczonych.

KWESTIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Ryzyka finansowe, na które EBC jest narażony prowadząc działalność inwestycyjną, są uważnie monitorowane i poddawane ocenie w celu utrzymywania ich na poziomie określonym przez organy decyzyjne EBC. W tym celu utworzono obszerną strukturę limitów, które podlegają codziennemu monitorowaniu. Regularne raportowanie gwarantuje odpowiednie informowanie wszystkich zainteresowanych stron o poziomie ryzyka.

W 2007 r. EBC ą rozwindalejł swoją zdolność zarządzania ryzykiem dzięki ulepszeniu i aktualizacji systemów IT. Wskutek tych udoskonaleń wiele zadań w ramach systemu monitorowania i pomiaru ryzyka oraz zadań związanych z raportowaniem może zostać zautomatyzowanych w ramach silnej i elastycznej infrastruktury. Ponadto opracowano opartą na modelach strukturę przydzielania zadań, umożliwiającą przypisywanie wyniku zarządzania portfelem do ekspozycji na poszczególne czynniki ryzyka. Na koniec, biorąc pod uwagę fakt, że techniki zarządzania ryzykiem kredytowym zyskują na znaczeniu w środowisku banków centralnych, EBC przewodniczył specjalnemu Zespołowi ds. Operacji Rynkowych (ang. *Task Force of the Market Operations Commite*), który przeprowadził analizę porównawczą modeli ryzyka kredytowego wykorzystywanych przez banki centralne w ramach Eurosystemu. Wyniki tej analizy opublikowane zostały w serii dokumentów okolicznościowych EBC⁷.

Jednym ze wskaźników wykorzystanych w celu monitorowania ryzyka rynkowego jest wartość zagrożona (ang. *Value at Risk – VaR*) określająca wielkość strat w portfelu aktywów, która z pewnym prawdopodobieństwem nie zostanie przekroczona na koniec określonego okresu. Wartość tego wskaźnika zależy od serii

⁷ Szczegółowe informacje znajdują się w dokumencie zatytułowanym *The use of portfolio credit risk models in central banks* sporządzonym przez Zespół ds. Operacji Rynkowych ESCB, zamieszczonym w *ECB Occasional Paper* nr 64 z lipca 2007 r.

parametrów służących do jej obliczenia, w szczególności od poziomu zaufania, długości horyzontu czasowego oraz próby wykorzystanej do oceny zmienności cen aktywów. Przykładowo, obliczenie tego wskaźnika dla portfela inwestycyjnego EBC z wykorzystaniem takich parametrów, jak 95% poziomu zaufania, horyzont czasowy o długości jednego roku oraz próba zmienności cen aktywów na przestrzeni jednego roku, daje wynik w postaci 3.500 mln euro VaR. Obliczenie tego samego wskaźnika z wykorzystaniem próby pięcioletniej zamiast jednorocznej daje wynik 4.800 mln euro VaR. Większość ryzyka rynkowego wynika z ryzyka walutowego oraz ryzyka zmian cen złota. Niskie ryzyko stopy procentowej odzwierciedla fakt, że zmodyfikowane *duration* portfeli inwestycyjnych EBC pozostało na stosunkowo niskim poziomie

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 płatniczych i rozliczeniowych. W tym celu Eurosystem stworzył Transeuropejski Zautomatyzowany Błyskawiczny System Rozrachunku Brutto w Czasie Rzeczywistym, znany pod nazwą TARGET (ang. *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*), obsługujący wysokokwotowe i pilne płatności w euro. Zdecentralizowany technicznie system TARGET jest stopniowo zastępowany przez system TARGET2, oparty na wspólnej platformie, z której korzystają wszyscy uczestnicy. Pierwsza grupa państw przeszła na system TARGET2 19 listopada 2007 r.

W zakresie zarządzania zabezpieczeniami, zarówno Eurosystem, jak i rynek oferują wiele kanałów ułatwiających wykorzystanie zabezpieczeń w obrocie transgranicznym. Ponadto Eurosystem razem z uczestnikami rynku określa wymogi użytkownika dotyczące świadczenia usług w zakresie rozrachunku papierów wartościowych w pieniądzu banku centralnego za pośrednictwem jednolitej technicznej platformy europejskiej charakteryzującej się zharmonizowanymi procesami i procedurami (*TARGET2-Securities*). Taka inicjatywa zniósłaby różnice istniejące w strefie euro pomiędzy rozrachunkami krajowymi i transgranicznymi.

2.1 SYSTEM TARGET

TARGET odgrywa ważną rolę w realizacji polityki pieniężnej i funkcjonowaniu rynku pieniężnego euro. TARGET, który oferuje usługę rozrachunku w czasie rzeczywistym w pieniądzu banku centralnego i obejmuje swym zasięgiem znaczną część rynku, przetwarza również wiele innych płatności. System

TARGET obsługuje wszystkie przelewy uznaniowe w euro pomiędzy uczestniczącymi bankami, bez żadnych górnych czy dolnych ograniczeń co do wartości. Przelewy te mogą być dokonywane zarówno między bankami z tego samego państwa członkowskiego (płatności wewnątrz państw członkowskich), jak i pomiędzy bankami z różnych państw członkowskich (płatności pomiędzy państwami członkowskimi).

W 2007 r. system funkcjonował sprawnie, a liczba zrealizowanych za jego pośrednictwem płatności w euro nadal rosła. Tendencja ta jest zgodna z polityką Eurosystemu, której celem jest promowanie rozrachunku w pieniądzu banku centralnego będącym wyjątkowo bezpiecznym środkiem płatniczym. W 2007 r. za pomocą systemu TARGET zrealizowano 89% całego obrotu wysokokwotowych płatności w euro. Uruchomienie systemu TARGET2 19 listopada 2007 r. przebiegło również bardzo sprawnie (zob. podrozdział 2.2 niniejszego rozdziału).

Około 9.300 banków, w tym ich oddziały i spółki zależne, korzysta z systemu TARGET w celu dokonywania płatności we własnym imieniu i w imieniu swoich klientów. Za pośrednictwem tego systemu, korzystając z kodów identyfikacyjnych banków (ang. *Bank Identifier Code*) można dotrzeć do około 52.000 instytucji będących najczęściej oddziałami uczestników.

OPERACJE W SYSTEMIE TARGET

W 2007 r. średnia liczba płatności przetwarzanych dziennie przez system TARGET wzrosła o 12,3% w ujęciu ilościowym i o 15,6% w ujęciu wartościowym. Tabela 12 przedstawia dane o przepływie płatności, w systemie TARGET w 2007 r. oraz ich porównanie z danymi za poprzedni rok. W 2007 r. całkowita dostępność systemu TARGET, czyli stopień, w jakim użytkownicy mogli korzystać z systemu w godzinach pracy bez przestojów, wyniosła 99,9%. 97,9% płatności pomiędzy państwami członkowskimi przetwarzane było w ciągu pięciu minut.

Tabela 12 Przepływ płatności w ramach systemu TARGET¹

Wolumen (liczba transakcji)	2006	2007	Zmiana (%)
Ogółem			
Razem	83.179.996	93.375.701	
Średnia dzienna	326.196	366.179	12,3
Płatności wewnątrz państw członkowskich²			
Razem	64.162.211	72.574.446	
Średnia dzienna	251.617	284.606	13,1
Płatności pomiędzy państwami członkowskimi			
Razem	19.017.785	20.801.255	
Średnia dzienna	74.580	81.574	9,4
Wartość (mld euro)			
Ogółem			
Razem	533.541	616.731	
Średnia dzienna	2.092	2.419	15,6
Płatności wewnątrz państw członkowskich²			
Razem	348.764	395.412	
Średnia dzienna	1.368	1.551	13,4
Płatności pomiędzy państwami członkowskimi			
Razem	184.777	221.319	
Średnia dzienna	725	868	19,7

Źródło: EBC.
 1) W roku 2006 i 2007 odnotowano 255 dni roboczych.
 2) Obejmuje płatności realizowane przez uczestników zdalnych.

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. Sprawą zasadniczą jest, aby płatności o znaczeniu systemowym, tj. takie które – jeśli nie zostaną zrealizowane w terminie – mogą spowodować ryzyko systemowe, zwłaszcza transakcje rozrachunkowe realizowane w ramach zintegrowanego systemu rozrachunku ciągłego (ang. *Continuous Linked Settlement* – CLS) i EURO1 (zob. podrozdział 4.1 rozdziału 4), a także wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego partnerów centralnych, były realizowane terminowo, nawet w sytuacjach wyjątkowych. Eurosystem opracował rozwiązania

awaryjne gwarantujące przetwarzanie tego rodzaju płatności w sposób uporządkowany, nawet w przypadku niesprawnego funkcjonowania systemu TARGET. W 2007 r. banki centralne przeprowadziły kolejne testy (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 KRAJOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH, KTÓRE WSTĄPIŁY DO UE W 2004 R. I 2007 R., Z SYSTEMEM TARGET

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 – przystąpienia do ówczesnego systemu TARGET. Narodowy Bank Polski i Eesti Pank przyłączyły swoje systemy do systemu TARGET za pośrednictwem systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (ang. *real-time gross settlement* – RTGS) Banca d'Italia odpowiednio w 2005 r. i 2006 r. W związku z wejściem Słowenii do strefy euro w styczniu 2007 r., aby działać skutecznie, Banka Slovenije postanowił nie opracowywać własnego systemu RTGS, ale skorzystać z systemu RTGS używanego przez Deutsche Bundesbank w celu przyłączenia się do systemu TARGET. Wraz z wejściem w życie systemu TARGET2 w listopadzie 2007 r., Cypr, Łotwa, Litwa i Malta rozpoczęły realizację operacji na jednolitej wspólnej platformie (ang. *single shared platform* – SSP) TARGET2.

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

ESBC utrzymuje bliskie kontakty z użytkownikami systemu TARGET, aby należycie analizować ich potrzeby i właściwie na nie reagować. W 2007 r., podobnie jak w poprzednich latach, odbywały się regularne spotkania przedstawicieli krajowych banków centralnych przyłączonych do systemu TARGET z grupami jego użytkowników w poszczególnych krajach. Miały również miejsce wspólne spotkania grupy roboczej ESBC

ds. systemu TARGET2 oraz grupy roboczej europejskiego sektora bankowego ds. TARGET, podczas których omawiano zagadnienia operacyjne dotyczące systemu TARGET oraz wdrożenia systemu TARGET2 i migracji do tego systemu. 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 2007 r. bliskie kontakty z operatorami systemów RTGS z innych kluczowych obszarów walutowych. Coraz silniejsze wzajemne powiązania, np. wynikające z operacji w ramach zintegrowanego systemu rozrachunku ciągłego (CLS), rodzą potrzebę prowadzenia wspólnej dyskusji na temat zagadnień operacyjnych.

2.2 SYSTEM TARGET2

System TARGET2 uruchomiono 19 listopada 2007 r., z chwilą, gdy pierwsza grupa państw (Niemcy, Cypr, Łotwa, Litwa, Luksemburg, Malta, Austria i Słowenia) przeniosła swoje operacje do platformy SSP. Druga grupa państw (Belgia, Irlandia, Hiszpania, Francja, Holandia, Portugalia i Finlandia) przeszły na TARGET2 18 lutego 2008 r. Trzecia i ostatnia grupa (składająca się z Danii, Estonii, EBC, Grecji, Włoch i Polski) przejdzie do systemu TARGET2 19 maja 2008 r.

Uruchomienie systemu TARGET2 okazało się dużym sukcesem. Platforma SSP (którą w imieniu Eurosystemu prowadziły Banque de France, Banca d'Italia i Deutsche Bundesbank) osiągnęła bardzo wysoki stopień wydajności. Komunikacja techniczna z pozostałymi składnikami systemu TARGET również przebiegała bez zarzutu. W przypadku pierwszej grupy krajów około 50% wszystkich przepływów w ramach systemu TARGET w ujęciu ilościowym i 30% w ujęciu wartościowym przeszło do systemu TARGET2. Po migracji drugiej grupy krajów wartości te osiągnęły 80% w obydwu ujęciach.

Wraz z uruchomieniem systemu TARGET2, możliwe stało się bezpośrednie przetwarzanie międzybankowych poleceń zapłaty i przelewów uznaniowych. Ponadto dzięki systemowi TARGET2 systemy pomocnicze mają możliwość dokonywania rozrachunków bezpośrednio na jednolitej wspólnej platformie. Zasadniczo każdy użytkownik może dokonywać swoich rozliczeń gotówkowych z dowolnym systemem pomocniczym za pośrednictwem jednego rachunku banku centralnego w systemie TARGET2.

Z uwagi na rozpoczęcie funkcjonowania systemu TARGET2, przez cały rok 2007 prowadzono działania zmierzające do sfinalizowania ram operacyjnych i prawnych. W szczególności, dokładnie przygotowano i przeprowadzono działania związane z testowaniem i migracją przyszłych użytkowników systemu. Między lutym a kwietniem 2007 r. przetestowano zgodność jednolitej wspólnej platformy TARGET2 ze specyfikacjami systemu określonymi przez Eurosystem we współpracy z użytkownikami (ogólnymi specyfikacjami funkcjonalnymi (ang. *General Functional Specifications – GFS*) oraz szczegółowymi specyfikacjami funkcjonalnymi użytkowników (ang. *User Detailed Functional Specifications – UDFS*)). Testy z udziałem użytkowników systemu TARGET2 rozpoczęły się zgodnie z planem 2 maja 2007 r., a ich wyniki przedstawiano w formie regularnych sprawozdań. Testy stworzyły również możliwość oceny procesu planowania weekendów przejścia na walutę euro. W szczególności, ostateczna „próba” przed pierwszym weekendem wymiany lokalnej waluty na euro miała miejsce we wszystkich krajowych bankach centralnych w dniach 29 i 30 września 2007 r. W informacji prasowej opublikowanej 9 listopada 2007 r., po pomyślnym przeprowadzeniu testów, Eurosystem poinformował o gotowości krajowych społeczności bankowych z pierwszej grupy migracyjnej i potwierdził, że nowy system rozpocznie funkcjonowanie zgodnie z planem, 19 listopada 2007 r.

22 czerwca 2007 r. Rada Prezesów opublikowała *Fourth progress report on Target2* („Czwarty raport z postępów prac nad systemem

TARGET2”). Celem Raportu było przekazanie uczestnikom rynku aktualnych informacji na temat decyzji Eurosystemu dotyczących nie rozstrzygniętych wcześniej kwestii ustalania opłat oraz zatwierdzania wytycznych dla systemu TARGET2, a także dopracowanie niektórych wcześniejszych decyzji. Raport zawierał także ostateczną wersję GFS oraz informacje dotyczące kwestii prawnych, najnowszych zmian w przewidywanym zakresie funkcji SSP oraz działań testowych i związanych z migracją.

Ponadto, 29 października 2007 r. Rada Prezesów opublikowała *Fifth progress report on TARGET2* („Piąty raport z postępów prac nad systemem TARGET2”), w którym przekazano uczestnikom rynku aktualne informacje na temat decyzji Eurosystemu dotyczących pozostałych kwestii operacyjnych. Raport zawierał również *Information guide for TARGET2 users* („Informator dla użytkowników TARGET2”) oraz *User information guide to the TARGET2 pricing* („Informator dotyczący opłat w systemie TARGET2”).

„Informator dotyczący opłat w systemie TARGET2” dostarczył bankom i systemom pomocniczym korzystającym z systemu TARGET2 standardowego zestawu informacji umożliwiających uczestnikom lepsze zrozumienie ogólnych zasad funkcjonowania systemu TARGET2 oraz umiejętność jak najefektywniejszego wykorzystania systemu. Informator zawiera odpowiedzi na najczęściej stawiane pytania dotyczące systemu TARGET2 oraz stanowi próbę umożliwienia użytkownikom łatwego zrozumienia zarówno wspólnych, jak i różnych dla poszczególnych państw elementów systemu. Ponadto informator zawiera informacje dotyczące procedur operacyjnych stosowanych w sytuacjach normalnych i, w szczególności, nadzwyczajnych.

„Informator dotyczący opłat w systemie TARGET2” dostarcza użytkownikom systemu TARGET2 wyczerpujących informacji na temat systemów opłat odnoszących się do TARGET2 (podstawowe usługi, usługi związane

z łączeniem płynności i usługi systemów pomocniczych) oraz zasad naliczania opłat dla różnego rodzaju transakcji, a także podmiotów, którym należy wystawić faktury.

Oprócz raportów o postępach prac oraz ścisłej współpracy z użytkownikami w zakresie testowania i migracji, użytkownikom przekazywano informacje za pośrednictwem stron internetowych poświęconych systemowi TARGET2, umieszczonych na portalach EBC i krajowych banków centralnych. Omawiano tam następujące zagadnienia:

- przeznaczony dla użytkownika plan dla systemu TARGET2, opracowany i regularnie aktualizowany w 2007 r. i stanowiący narzędzie ułatwiające użytkownikom planowanie wewnętrzne i dostosowywanie swoich planów do planów Eurosystemu;
- regularnie odbywające się w ciągu 2007 r. w poszczególnych krajach warsztaty z udziałem użytkowników. Ponadto, 14 czerwca 2007 r. w siedzibie EBC zorganizowano europejskie spotkanie informacyjne dla użytkowników systemu TARGET2;
- wytyczne EBC w sprawie systemu TARGET2 zostały przyjęte przez Radę Prezesów 26 kwietnia 2007 r. i opublikowane we wszystkich językach urzędowych UE 11 czerwca 2007 r. Są one skierowane do krajowych banków centralnych państw członkowskich, które przyjęły euro (“krajowe banki centralne Eurosystemu”), a także na podstawie oddzielnej umowy odnoszą się do krajowych banków centralnych państw UE spoza strefy euro, które są lub zostaną przyłączone do systemu TARGET2 (“przyłączone krajowe banki centralne”). Załącznik II do wytycznych zawiera zharmonizowane warunki uczestnictwa w systemie TARGET2, które muszą zostać uwzględnione w dokumentacji systemu TARGET2 wszystkich uczestniczących i przyłączonych krajowych banków centralnych. Wytyczne zostały opublikowane w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej

8 września 2007 r. i są również dostępne na stronie internetowej EBC we wszystkich językach UE;

- krajowe profile migracji i profile systemów pomocniczych były regularnie aktualizowane przez cały rok. Profile te pokazują, dla każdego banku centralnego, które moduły SSP będą używane i w jaki sposób systemy pomocnicze będą rozliczane po migracji do systemu TARGET2;
- 2 listopada 2007 r. opublikowana została ostateczna wersja podręcznika dla użytkowników modułu informacyjno-kontrolnego SSP, natomiast 9 października 2007 r. opublikowano wersje końcowe szczegółowych specyfikacji funkcjonalnych użytkowników (tomy 1, 2 i 4 na temat komunikatów w formacie XML oraz odpowiadających im plików systemowych XML).

2.3 TARGET2-SECURITIES

Celem inicjatywy TARGET2-Securities (T2S) jest zapewnienie zharmonizowanego i sprawnego rozrachunku w euro transakcji na papierach wartościowych w pieniądzu banku centralnego, poprzez rozrachunek papierów wartościowych i rozliczenia gotówkowe w euro na jednolitej platformie. Dzięki T2S zniesione zostaną różnice pomiędzy przeprowadzaniem rozliczeń krajowych i transgranicznych w centralnych depozytach papierów wartościowych ze strefy euro (ang. *central securities depositories – CDS*). T2S będzie zatem przyspieszać proces integracji i harmonizacji europejskich usług rozliczania transakcji finansowych zawieranych po zamknięciu giełdy (ang. *post-trading*). Inicjatywa T2S przyczyni się również do wzmocnienia konkurencji poprzez zapewnienie równego, tańszego i zharmonizowanego dostępu do usług rozliczeniowych na europejskim rynku finansowym.

8 marca 2007 r. Rada Prezesów pozytywnie oceniła możliwości realizacji inicjatywy T2S⁸

i zdecydowała o rozpoczęciu kolejnego etapu projektu, polegającego na zdefiniowaniu wymagań użytkownika T2S, przy pełnej przejrzystości i współpracy z uczestnikami rynku, w szczególności z CSD i ich użytkownikami. 26 kwietnia 2007 r. Rada Prezesów rozpoczęła pierwsze publiczne konsultacje w zakresie ogólnych zasad T2S i ramowych propozycji określających charakter i zakres T2S oraz zatwierdziła ustanowienie podstawowych zasad organizacyjnych i sposobu zarządzania dla procesu przygotowywania wymagań użytkownika dla systemu TS2. Grupa doradcza – wyznaczona w celu opracowania wymagań użytkownika – podzieliła prace między sześć różnych grup technicznych skupiających się na konkretnych technicznych obszarach rozrachunków. Grupa doradcza i grupy techniczne rozpoczęły działania przygotowawcze na początku lata 2007 r. i przeprowadziły siedem „mini-konsultacji”, gromadząc informacje zwrotne od grup użytkowników krajowych i stowarzyszeń europejskich w celu wykorzystania obszernej wiedzy i doświadczenia z różnych segmentów rynku. Ustalenia i sprawozdania z postępu prac udostępniono uczestnikom rynku podczas trzech sesji informacyjnych, które odbyły się w czerwcu, sierpniu i listopadzie 2007 r. Wszystkie dokumenty T2S, w tym także te pochodzące z mini-konsultacji, biuletyny, sprawozdania z postępów, programy i streszczenia spotkań, są ogólnie dostępne na stronie internetowej EBC. Ogółem, struktura zarządzania T2S podczas tego pierwszego etapu obejmowała ponad 188 osób z 77 organizacji⁹, co pozwoliło na rozpatrzenie wszystkich zgłaszanych przez uczestników rynku wymagań i funkcjonalności oraz w razie potrzeby uwzględnienie ich w systemie. W grudniu 2007 r. grupa doradcza, podlegająca bezpośrednio Radzie Prezesów, ukończyła pierwszą wersję roboczą wymagań użytkownika T2S.

8 Studium wykonalności obejmujące aspekty operacyjne, techniczne, prawne i ekonomiczne projektu opublikowano na stronie internetowej EBC.

9 Obejmujących wszystkie CSD rozliczające się w euro i 33 banki depozytariusze.

8 marca 2007 r. Rada Prezesów zdecydowała również, że T2S będzie w pełni własnością, a także będzie konstruowany i zarządzany w całości w ramach Eurosystemu na platformie TARGET2 w celu jak najpełniejszego wykorzystania efektu synergii. Instytucje kredytowe będą mogły gromadzić wszystkie papiery wartościowe i pieniądze banku centralnego na jednolitej platformie bez potrzeby przesyłania papierów wartościowych i alokacji pieniędzy banku centralnego do kilku niezależnych platform krajowych, co pozwoli na czerpanie korzyści z synergii pomiędzy systemem TARGET2 i T2S. Powinno to podnieść wydajność zarządzania zabezpieczeniem. T2S umożliwi także szybsze ponowne wykorzystanie papierów wartościowych i pieniędzy banku centralnego, na czym skorzystają uczestnicy rynku. Cztery krajowe banki centralne ze strefy euro (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France i Banca d'Italia) są przygotowane do utworzenia i obsługi systemu T2S.

Organy publiczne, takie jak Parlament Europejski, Rada ECOFIN i Komisja Europejska były regularnie informowane przez cały rok 2007 o najnowszych osiągnięciach związanych z projektem T2S i wyraziły swoje poparcie dla tego przedsięwzięcia.

Jeśli chodzi o kwestie prawne, w 2007 r. przeprowadzono szeroko zakrojone działania inwentaryzacyjne obejmujące prawo unijne i prawo krajowe oraz inne rozwiązania i praktyki krajowe, które mogłyby mieć wpływ na prawną wykonalność T2S. Działania te obejmowały procedury rozrachunkowe, wymogi przechowywania danych i wymogi w zakresie sprawozdawczości i audytu. Nie zidentyfikowano żadnych istotnych przeszkód prawnych wobec inicjatywy T2S.

Dalsze konsultacje publiczne poświęcone sformułowanym już wymogom użytkownika i metodologii analizy wpływu gospodarczego zostały zainicjowane pod koniec 2007 r. Były one skierowane do interesariuszy rynku, których poproszono o przedstawianie swoich uwag i sugestii do 2 kwietnia 2008 r. Po zakończeniu

konsultacji publicznych wymogi użytkownika zostaną ostatecznie ustalone i towarzyszyć im będzie ocena struktury inicjatywy T2S pod względem ekonomicznym, prawnym i zarządzania. Rada Prezesów zdecyduje wówczas o rozpoczęciu kolejnego etapu projektu.

Z chwilą wdrożenia inicjatywy T2S strefa euro będzie dysponowała bezpieczną, skuteczną i niezależną od granic państwowych infrastrukturą rozrachunku w euro w pieniądzu banku centralnego transakcji na papierach denominowanych wartościowych. Usługi oferowane przez tę infrastrukturę byłyby również dostępne dla CSD, banków centralnych i banków w innych państwach UE i EOG, o ile wyrażą one taką wolę. Uczestnicy rynków finansowych dysponowaliby jednym wspólnym zestawem zharmonizowanych procedur rozrachunkowych niezależnie od ich własnej lokalizacji i miejsca dokonania transakcji.

2.4 PROCEDURY ROZRACHUNKU ZABEZPIECZEŃ

Aktywa kwalifikowane mogą być wykorzystywane jako zabezpieczenie wszystkich rodzajów operacji kredytowych Eurosystemu nie tylko na poziomie krajowym, ale również transgranicznym, przy czym w systemie transgranicznym można tego dokonać tylko za pośrednictwem systemu banków centralnych korespondentów (ang. *correspondent central banking model – CCBM*) lub kwalifikowanych połączeń pomiędzy systemami rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement systems – SSS*) krajów strefy euro. System CCBM jest udostępniany przez Eurosystem, natomiast kwalifikowane połączenia są rozwiązaniami rynkowymi.

Kwota zabezpieczeń transgranicznych ustanowionych za pośrednictwem Eurosystemu wzrosła do 683 mld euro w grudniu 2007 r. z 514 mld euro w tym samym miesiącu roku poprzedniego. Na koniec 2007 r. zabezpieczenia transgraniczne stanowiły ogółem 48,5% wszystkich zabezpieczeń złożonych w Eurosystemie.

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 kredytem śróddziennymi. W 2007 r. za pomocą CCBM dostarczono do Eurosystemu 39,6% wszystkich zabezpieczeń. Wartość takich aktywów utrzymywanych w CCBM wzrosła z 414 mld euro na koniec 2006 r. do 558 mld euro na koniec 2007 r.

System CCBM został poddany przeglądowi w celu umożliwienia integracji nowych krajów strefy euro. W tym kontekście 22 listopada 2007 r. podpisana została Umowa CCBM z Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i Central Bank of Cyprus.

Pomimo odniesionego sukcesu i znaczącego wkładu w proces integracji finansowej, system CCBM posiada również pewne wady. Są one związane głównie z tym, że system ten został zaprojektowany jako rozwiązanie przejściowe i opiera się na zasadzie minimalnej harmonizacji. Wady te w połączeniu z rosnącym znaczeniem zabezpieczeń transgranicznych skłoniły Radę Prezesów do podjęcia 8 marca 2007 r.¹⁰ decyzji o przeprowadzeniu przeglądu obowiązujących procedur zarządzania zabezpieczeniami i stworzeniu nowego systemu zarządzania zabezpieczeniami dla Eurosystemu (w oparciu o istniejące już systemy, na przykład te stosowane przez Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i De Nederlandsche Bank), zwanego systemem zarządzania zabezpieczeniami przez banki centralne (ang. *Collateral Central Bank Management – CCBM2*). Udział krajowych banków centralnych strefy euro w CCBM2 jest dobrowolny.

Chociaż system CCBM2 ma przede wszystkim na celu zwiększenie skuteczności zarządzania zabezpieczeniem przez banki centralne Eurosystemu, zarówno jeśli chodzi o transakcje krajowe, jak i transgraniczne, stworzy on również nowe możliwości dla kontrahentów Eurosystemu, zwłaszcza dla banków

wielonarodowych, w zakresie optymalizacji wykorzystywania przez nie zabezpieczeń i poprawy zarządzania płynnością. Zakres systemu CCBM2 wykracza poza ramy obecnie funkcjonującego CCBM i wprowadzi on skuteczne metody przekazywania i przyjmowania zarówno należności z tytułu papierów wartościowych, jak i należności z tytułu udzielonych kredytów na poziomie krajowym i transgranicznym, przy zharmonizowanym poziomie usług w oparciu o protokoły komunikacyjne systemu SWIFT. System CCBM2 zostanie wdrożony zgodnie z zasadą zdecentralizowanego dostępu do kredytu i będzie całkowicie kompatybilny z TARGET2 i T2S. CCBM2 będzie przetwarzał zlecenia w czasie rzeczywistym, na zasadzie w pełni zautomatyzowanego przetwarzania bezpośredniego (ang. *straight-through-processing*), co umożliwi przekazywanie zabezpieczenia w celu uruchomienia zabezpieczonego nim kredytu w systemie TARGET2 w czasie rzeczywistym. System pozwoli na korzystanie z zabezpieczeń za pośrednictwem wszystkich kwalifikowanych SSS i występujących pomiędzy nimi połączeń kwalifikowanych. W celu zintegrowania potrzeb kontrahentów, Eurosystem opracowuje CCBM2 przy ścisłej współpracy z uczestnikami rynku. Pierwsze konsultacje publiczne w sprawie zasad jego budowy rozpoczęły się dnia 26 kwietnia 2007 r. Zebrane uwagi zostały wykorzystane do określenia wymagań użytkownika wobec nowej platformy. Dalsze konsultacje publiczne na temat wymogów użytkownika zostaną przeprowadzone w pierwszej połowie 2008 r., po czym nastąpi ostateczne sformułowanie wymagań użytkownika wobec systemu CCBM2.

KWALIFIKOWANE POŁĄCZENIA POMIĘDZY 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

¹⁰ Zob. <http://www.ecb.europa.eu/paym/coll/coll/ccbm2/html/index.en.html>

tran granicznych kwalifikowanych transferów papierów wartościowych pomiędzy systemami. Papiery wartościowe przekazane przez takie połączenie do innego systemu SSS można wykorzystać zgodnie z lokalnymi procedurami w taki sam sposób jak zabezpieczenia krajowe. Obecnie istnieje 59 bezpośrednich i 5 pośrednich połączeń, które są dostępne dla kontrahentów, jednak aktywnie wykorzystywana jest tylko ograniczona liczba tych połączeń. Co więcej, obejmują tylko one część strefy euro. Połączenia stają się kwalifikowane dla celów operacji kredytowych Eurosystemu, jeżeli spełniają standardy użytkownika obowiązujące w Eurosystemie (zob. podrozdział 4 rozdziału 4).

Wartość zabezpieczeń ustanowionych za pośrednictwem połączeń wzrosła z 99 mld euro w grudniu 2006 r. do 125 mld euro w grudniu 2007 r. Stanowiło to jednak tylko 8,9% całkowitej wartości zabezpieczeń transgranicznych i krajowych zdeponowanych w Eurosystemie w 2007 r.

3 BANKNOTY I MONETY

3.1 BANKNOTY I MONETY W OBIEGU ORAZ OBSŁUGA WALUTY

ZAPOTRZEBOWANIE NA BANKNOTY I MONETY EURO

Na koniec 2007 r. liczba banknotów euro w obiegu wynosiła 12,1 miliarda, a ich wartość – 676,6 mld euro, co oznaczało wzrost ilościowy o 6,7% oraz wzrost wartościowy o 7,7% w porównaniu z danymi na koniec 2006 r. (11,3 mld banknotów o wartości 628,2 mld euro).

Liczba banknotów w obiegu stale rosła od momentu wprowadzenia euro w 2002 r., pomimo zmniejszającego się rocznego tempa wzrostu (zob. wykresy 45 i 46). Na koniec

2007 r. średnia wartość banknotu w obiegu wynosiła 55,85 euro (w porównaniu z wartością 55,36 euro rok wcześniej).

Szacuje się, że pod względem wartości, od 10% do 20% – prawdopodobnie jest to liczba z górnej części tego przedziału – 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.

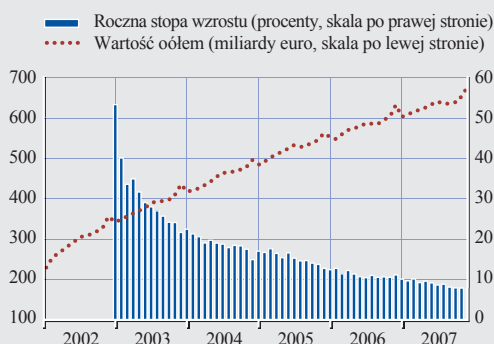
Pod względem udziału poszczególnych nominałów, liczba banknotów euro w obiegu o nominałach 50 i 100 wzrosła najszybciej,

Wykres 45 Ogólna liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2007



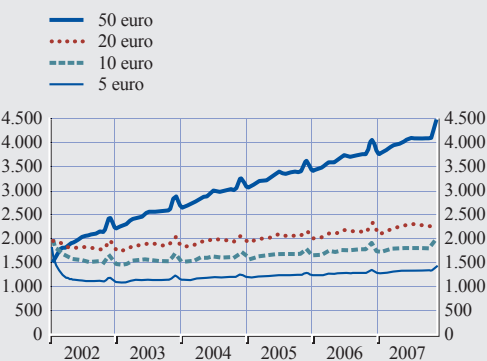
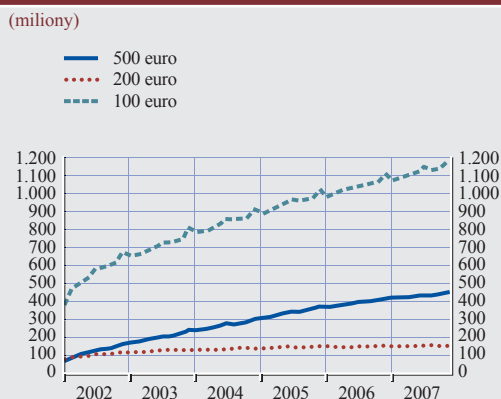
Źródło: EBC.

Wykres 46 Łączna wartość banknotów euro w obiegu w latach 2002-2007



Źródło: EBC.

Wykres 47 Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2007



Źródło: EBC.

odpowiednio o 8,9% i 8,3%. Zaraz za nimi plasowały się banknoty o nominale 500 euro, których liczba wzrosła o 7,9%. Liczba banknotów o innych nominałach w obiegu zwiększyła się od 2% do 6% (zob. wykres 47).

W 2007 r. łączna liczba monet euro w obiegu (tzn. wartość netto, z wyłączeniem zapasów utrzymywanych przez krajowe banki centralne) wzrosła o 9,1% – do 75,8 mld, natomiast wartość monet w obiegu wzrosła o 7,6% – do 19,2 mld euro. Udział małych nominałów, monet 1-, 2- i 5-centowych, w ogólnej liczbie monet w obiegu osiągnął 58,0% (w porównaniu z 57,3% rok wcześniej). Według niepotwierdzonych źródeł, utrzymujące się wysokie zapotrzebowanie na monety o niskich nominałach wynika ze stosunkowo wysokiego wskaźnika strat oraz z gromadzenia zapasów.

OBŚLUGA BANKNOTÓW W EUROSISTEMIE

Nadal utrzymywała się lekka tendencja wzrostowa z poprzednich lat w zakresie emisji i wycofywania banknotów euro. W 2007 r. krajowe banki centralne strefy euro wyemitowały 33,4 mld banknotów, a wróciło do nich 32,7 mld banknotów. Częstotliwość powrotu¹¹ banknotów będących w obiegu obniżyła się nieznacznie z 3,03 w 2006 r. do 2,93 w 2007 r.

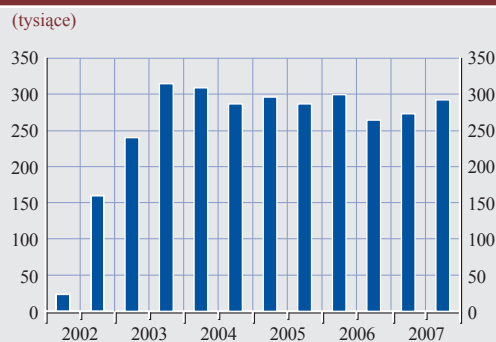
W celu utrzymania jakości i rzetelności banknotów euro znajdujących się w obiegu wszystkie banknoty euro powracające z obiegu do krajowych banków centralnych strefy euro są sprawdzane pod względem autentyczności i możliwości ponownego wprowadzenia do obiegu przy użyciu w pełni automatycznych urządzeń sortujących. W ten sposób krajowe banki centralne wymieniły około 5,5 mld banknotów, które uznano za nie nadające się do ponownego wprowadzenia do obiegu. Liczba ta była wyższa od zeszłorocznej o 5,1%, przy czym współczynnik nieprzydatności¹² wyniósł 17,0% (16,9% w 2006 r.).

3.2 FAŁSZERSTWA I PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM BANKNOTÓW

FAŁSZERSTWA BANKNOTÓW EURO

Liczba wycofanych z obrotu fałszywych banknotów euro utrzymywała się przez ostatnie cztery lata na stabilnym poziomie, pomimo zwiększenia się w tym samym okresie liczby autentycznych banknotów będących w obiegu. Na wykresie 48 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 2007 r. do krajowych centrów analiz¹³ wyniosła około 566 000¹⁴. W porównaniu z liczbą autentycznych banknotów w obiegu, która w 2007 r. wynosiła średnio ponad 11 mld, liczbę banknotów fałszywych można uznać za rzeczywiście wyjątkowo niewielką. Najczęściej fałszowano banknot o nominale 50 euro, którego fałszyfikaty stanowiły niemal połowę ogólnej

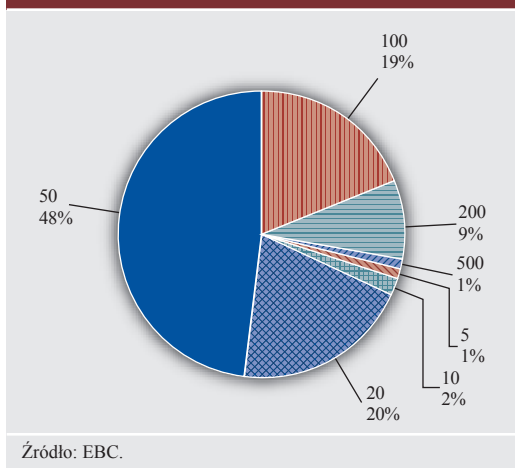
Wykres 48 Liczba fałszywych banknotów wycofanych z obiegu w latach 2002-2007



Źródło: Eurosystem.

- Określana jako ogólna liczba banknotów zwróconych do krajowych banków centralnych w danym okresie podzielona przez średnią liczbę banknotów w obiegu w tym okresie.
- Określana jako liczba banknotów uznanych w danym okresie za nie nadające się do ponownego wprowadzenia do obiegu podzielona przez łączną liczbę banknotów przesortowanych w tym okresie.
- Centra utworzone w każdym państwie członkowskim UE, zajmujące się wstępną analizą fałszywych banknotów euro na szczeblu krajowym.
- Liczba ta objęta jest niewielką korektą z uwagi na spóźnione raporty, zwłaszcza raporty pochodzące spoza UE.

Wykres 49 Falszywe banknoty euro według nominalów



liczby fałszerstw. Na wykresie 49 przedstawiono szczegółowy podział fałszerstw pod względem ich ilości.

Euro jest walutą godną zaufania i bezpieczną: wszelkie dowody wskazują na to, że 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 dotykiem, wizualnej kontroli banknotu i obejrzeniu hologramów pod odpowiednim kątem (ang. *feel-look-tilt test*)¹⁵.

PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM

W 2007 r. Eurosystem nadal ściśle współpracował z Europolem i Komisją Europejską (w szczególności z Europejskim Urzędem ds. Zwalczania Nadużyć Finansowych – OLAF) 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.

Eurosystem aktywnie uczestniczy w działalności Grupy Banków Centralnych ds.

Powstrzymywania Fałszerstw Pieniądza (ang. *Central Bank Counterfeit Deterrence Group – CBCDG*, grupa robocza 30 banków centralnych i podmiotów zajmujących się drukiem banknotów, współpracujących pod auspicjami grupy G10). EBC organizuje działalność Międzynarodowego Centrum Przeciwdziałania Fałszerstwom (ang. *International Counterfeit Deterrence Centre – ICDC*), pełniącego rolę centrum technicznego dla wszystkich członków wspomnianej grupy. Jego głównym zadaniem jest zapewnienie wsparcia technicznego oraz obsługa scentralizowanego systemu komunikacji służącego wszystkim stronom uczestniczącym w procesach przeciwdziałania fałszerstwom. Centrum uruchomiło ponadto powszechnie dostępną stronę internetową zawierającą informacje i wytyczne dotyczące powielania wizerunków banknotów, a także odwołania do stron przeznaczonych dla użytkowników z poszczególnych krajów.

3.3 EMISJA I PRODUKCJA BANKNOTÓW

PODSTAWOWE ZASADY POWTÓRNEGO WPROWADZANIA BANKNOTÓW EURO DO OBIEGU

Wraz z uwzględnieniem – w rozwiązaniach krajowych – przez wszystkie krajowe banki centralne strefy euro (za wyjątkiem jednego, oczekującego na finalizację procesu) sformułowanych przez EBC podstawowych zasad wykrywania fałszerstw oraz sortowania banknotów według jakości obiegowej przez instytucje kredytowe oraz inne podmioty zawodowo zajmujące się obsługą znaków pieniężnych („Zasady ramowe powtórne wprowadzania banknotów euro do obiegu”, ang. *Banknote Recycling Framework – BRF*), instytucje kredytowe i inne podmioty zawodowo zajmujące się obsługą znaków pieniężnych mają prawo skorzystać z okresu przejściowego w celu dostosowania swoich procedur obsługi znaków pieniężnych do nowych wymogów.

¹⁵ Szczegółowe informacje na ten temat znajdują się pod adresem: <http://www.ecb.europa.eu/bc/banknotes/security/html/index.en.html>

Wprowadzając w życie BRF, krajowe banki centralne zastosowały wiele rozmaitych strategii uwzględniających różnice w sytuacji poszczególnych krajów (np. jeśli chodzi o otoczenie gospodarcze, system prawny, strukturę sektora bankowego i rolę krajowego banku centralnego w obiegu pieniądza gotówkowego). Podczas gdy w kilku krajach zasady BRF weszły w życie za pośrednictwem aktów prawnych (uzupełnionych o obowiązkowe umowy podpisywane z odpowiednim krajowym bankiem centralnym), w innych - krajowe banki centralne wydały obligatoryjne instrukcje (które w niektórych przypadkach wiążą jedynie instytucje kredytowe) lub zawarły umowy dwustronne (na mocy których instytucje kredytowe godzą się postępować zgodnie z zasadami BRF i stosować je w umowach zawieranych z podmiotami świadczącymi usługi na ich rzecz). W opinii wydanej w grudniu 2007 r. Rada Prezesów wyraziła się z uznaniem o przedstawionej przez Komisję Europejską propozycji nowelizacji Rozporządzenia Rady (WE) nr 1338/2001, ustanawiającego środki niezbędne dla ochrony euro przed fałszowaniem. Propozycja przewiduje umieszczenie w art. 6 Rozporządzenia zwrotu wyrażającego obowiązek sprawdzania otrzymanych banknotów i monet euro nakładany na instytucje kredytowe i inne podmioty zawodowo zajmujące się obsługą znaków pieniężnych, które zamierzają wprowadzić te banknoty i monety ponownie do obiegu, a także odniesienia do procedur sprawdzania banknotów należących do tej kategorii, które zostaną określone przez EBC.

EBC, we współpracy z krajowymi bankami centralnymi strefy euro, nie ustawał w wysiłkach na rzecz upowszechnienia jednolitej interpretacji norm BRF w całej strefie euro, ze szczególnym uwzględnieniem wspólnej procedury Eurosystemu dotyczącej testowania urządzeń do obsługi znaków pieniężnych.

Dostosowując swoje działania do zasad ramowych ponownego wprowadzania banknotów euro 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 odróżniać banknoty oryginalne od fałszyfikatów.

PILOTAŻOWY PROGRAM POSZERZONEGO DEPOZYTU POWIERNICZEGO

W 2006 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o wdrożeniu pilotażowego programu Poszerzonego Depozytu Powierniczego (ang. *Extended Custodial Inventory – ECI*) w Azji [tzw. zagraniczne depozyty banknotów euro – tł.]. ECI jest magazynem gotówki utrzymywanym przez prywatny bank (bank ECI), który przechowuje powierzone mu znaki pieniężne. Program ECI ma usprawnić międzynarodową dystrybucję banknotów euro i dostarczyć danych statystycznych o banknotach euro będących w obiegu poza strefą euro, a także informacji o fałszerstwach. W 2007 r. dwa duże banki komercyjne działające na hurtowym rynku banknotów, jeden z Hongkongu, drugi z Singapuru, rozpoczęły wdrażanie jednorocznego programu ECI dla banknotów euro.

W trakcie programu pilotażowego banki ECI pilnowały, by do ponownego obiegu wprowadzano jedynie zdadne do tego banknoty oraz by fałszyfikaty były wycofywane z obiegu zgodnie ze standardami BRF. Nadwyżki banknotów i banknoty nienadające się do ponownego wprowadzenia do obiegu przesyłano do Deutsche Bundesbanku, który pełnił rolę partnera logistycznego i administracyjnego banków ECI. Działalność w ramach ECI i sprawozdawczość statystyczna banków ECI były sprawnie realizowane.

Na podstawie tego pilotażowego programu Rada Prezesów podejmie w 2008 r. decyzję, czy

przekształcić program ECI w trwały element działalności.

PLAN OSIĄGNIĘCIA WIĘKSZEJ KONWERGENCJI KRAJOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH W ZAKRESIE USŁUG GOTÓWKOWYCH

W lutym 2007 r. Rada Prezesów przyjęła plan działania w celu osiągnięcia większej średniookresowej konwergencji oferowanych przez Eurosystem usług gotówkowych.

Większa konwergencja jest istotna ze względu na to, że pozwoli interesariuszom – w szczególności działającym na wielką skalę w zakresie transgranicznych operacji gotówkowych – w pełni zagospodarować korzyści wynikające z przyjęcia jednolitej waluty, a także znacząco wesprze mechanizmy uczciwej konkurencji. Ze względu na różnorodność warunków gospodarczych i geograficznych Eurosystem nie przewiduje wprowadzenia uniwersalnego systemu dostaw znaków pieniężnych. Proces konwergencji wymagać będzie pewnej elastyczności wobec wymagań klientów, infrastruktury gotówkowej i przejściowych okresów dostosowawczych.

W ramach realizacji wspomnianego planu działania, od lipca 2007 r. krajowe banki centralne świadczą usługi gotówkowe na żądanie instytucjom kredytowym strefy euro mającym siedzibę na obszarze znajdującym się poza ich jurysdykcją (banki nierezydenci), a z końcem 2007 r. klienci instytucjonalni uzyskali możliwość deponowania monet euro we wszystkich krajowych bankach centralnych strefy euro.

Eurosystem wciąż rozważa wiele dalszych kroków, w tym rozpoczęcie wymiany z instytucjami kredytowymi danych elektronicznych dotyczących wpłat i wypłat gotówkowych, uznanie wpłat i wypłat banknotów – niezależnie od kierunku operacji – za powszechne, nieodpłatne usługi krajowego banku centralnego, a także wprowadzenie wspólnych standardów pakowania banknotów dla nieodpłatnych usług krajowych banków centralnych.

Tabela 13 Przydziały produkcji banknotów euro w 2007 r.

Nominal	Liczba (miliony banknotów)	KBC zlecające produkcję
5 euro	980,0	DE, ES, FR
10 euro	1.280,0	DE, GR, FR, NL, AT
20 euro	1.890,0	GR, ES, FR, IE, IT, PT, FI
50 euro	1.730,0	BE, DE, ES, IT
100 euro	230,0	IT, LU, NL
200 euro	-	-
500 euro	190,0	DE
Ogółem	6.300,0	

Źródło: EBC.

Jako że wspomniane procesy mają wpływ na podmioty zaangażowane w cykl obiegu gotówki i mogą nieść za sobą skutki operacyjne i kosztowe, przeprowadzono konsultacje zarówno na poziomie krajowym, jak i europejskim.

USTALENIA DOTYCZĄCE PRODUKCJI BANKNOTÓW

W 2007 r. wyprodukowano ogółem 6,3 mld banknotów euro, w porównaniu z 7,0 mld w 2006 r. Ten ilościowy spadek produkcji spowodowany był przede wszystkim nieco wolniejszym wzrostem wielkości obiegu w 2006 r. w porównaniu z poprzednim rokiem i wyprodukowaniem w 2006 r. części banknotów na pokrycie 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 13).

DRUGA SERIA BANKNOTÓW EURO

W kwietniu 2005 r. Rada Prezesów zatwierdziła ogólny plan rozwoju i wprowadzenia do obiegu drugiej serii banknotów euro. Od tego momentu EBC zdążył opracować funkcjonalne i techniczne wymogi dla banknotów na podstawie opinii różnych interesariuszy, uzyskiwanych na przykład drogą badań jakościowych prowadzonych wśród ludności, a także analiz

naukowych w zakresie percepcji wzrokowej i dotykowej. Działania te pozwoliły stworzyć listę przyjaznych użytkownikowi zabezpieczeń, których zastosowanie w drugiej serii banknotów uznano za pożądane. W trakcie późniejszego etapu weryfikacji przemysłowej wspomniana lista została skrócona, na co wpływ miało wprowadzenie zabezpieczeń w warunkach produkcji na wielką skalę. Wzięto również pod uwagę inne aspekty, takie jak trudność sfalszowania zabezpieczeń, wymogi kontroli jakości, koszt, prawa do własności intelektualnej i kwestię związaną z łańcuchem dostaw, a także wpływ na zdrowie, bezpieczeństwo i oddziaływanie na środowisko.

W sierpniu 2007 r. etap weryfikacji przemysłowej został w dużej mierze zakończony. W efekcie opracowano pakiet zabezpieczeń, który Rada Prezesów zaakceptowała w październiku 2007 r. Oprócz tradycyjnych, sprawdzonych zabezpieczeń, w drugiej serii banknotów zastosowane zostanie kilka innowacyjnych, widocznych dla człowieka i maszyny zabezpieczeń, co ma skutecznie przeciwdziałać nowoczesnym technikom fałszerskim. Wybrane zabezpieczenia zostały już wkomponowane w projekt artystyczny, który oparty jest na motywie „epok historycznych i stylów”, znany z serii znajdującej się w obiegu. Posłużenie się tym samym motywem, przy jednoczesnym dokonaniu zmiany wyglądu elementów graficznych sprawi, iż nowe banknoty będą natychmiast rozpoznawane jako banknoty euro, choć użytkownicy gotówki będą mogli z łatwością rozróżnić obie serie. W grudniu 2007 r. Rada Prezesów zatwierdziła projekt graficzny nowej serii banknotów, tym samym otwierając drogę ku etapowi zapoczątkowania produkcji¹⁶. Banknoty nowej serii wprowadzane będą do obiegu przez kilkanaście lat, a pierwsze nominały mają ujrzeć światło dzienne za kilka lat. EBC będzie ze znacznym wyprzedzeniem informował opinię publiczną o szczegółach procesu wprowadzania nowych banknotów do obiegu.

¹⁶ „Inicjacja produkcji” obejmuje proces przygotowania wysokojakościowego wizerunku i przeniesienie wzorów na urządzenia produkcyjne, takie jak matryce drukarskie.

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 coraz częściej wykorzystywane przez rynki finansowe oraz społeczeństwo. W 2007 r., podobnie jak w latach poprzednich, dostarczanie danych statystycznych przebiegało sprawnie. W czerwcu 2007 r. zakończył się istotny etap średnioterminowej strategii EBC dotyczącej statystyki, związany z pierwszym wspólnym wydaniem przez EBC i Eurostat zestawienia kwartalnych zintegrowanych rachunków strefy euro, zarówno finansowych, jak i niefinansowych, w rozbiciu na sektory instytucjonalne. Ponadto EBC, w ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnymi, kontynuował działania na rzecz dalszego ujednoczenia pojęć statystycznych w Europie i krytycznej oceny głównych światowych standardów statystycznych.

4.1 NOWE LUB ROZSZERZONE STATYSTYKI DOTYCZĄCE STREFY EURO

W czerwcu 2007 r. EBC wspólnie z Eurostatem opublikowały po raz pierwszy zestawienie kwartalnych zintegrowanych rachunków sektora finansowego i niefinansowego strefy euro, począwszy od pierwszego kwartału 1999 r. Rachunki te można uważać za „rachunki narodowe” strefy euro. Eurosystem opracowuje je wspólnie z Eurostatem oraz krajowymi urzędami statystycznymi (ang. *National Statistical Institutes – NSI*). 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 pozostałymi gospodarkami świata.

Rachunki strefy euro tworzą także ramy dla bardziej kompleksowej analizy danych wysokiej częstotliwości. W ten sposób publikowanie od listopada 2007 r. sektorowego rozkładu agregatu pieniężnego M3 znacznie rozszerzyło zakres analizy pieniężnej.

W kwietniu 2007 r. istniejące miesięczne statystyki dotyczące zadłużenia z tytułu emisji Krótkoterminowego Europejskiego Papieru Wartościowego (ang. *Short-Term European Paper – STEP*) uzupełniono o dzienne statystyki na temat rentowności w podziale według pierwotnego terminu zapadalności i sektora emitenta (zob. podrozdział 3 rozdziału 4).

W lipcu 2007 r. EBC zapoczątkował publikację w formie elektronicznej dziennych krzywych dochodowości wskazujących domniemane rynkowe poziomy dochodu z tytułu skarbowych dłużnych papierów wartościowych strefy euro denominowanych w euro (na podstawie stopy procentowej i ceny rynkowej) dla szerokiego spektrum terminów zapadalności sięgających od 3 miesięcy do 30 lat. Krzywe dochodowości strefy euro mogą być pomocne w szacowaniu oczekiwań rynkowych w stosunku do działalności gospodarczej i finansowej w perspektywie średnio- i długoterminowej.

EBC na próbę sporządził i opublikował miesięczne szacunki cen regulowanych w strefie euro na podstawie wskaźnika HICP, wykorzystując informacje o wskaźnikach cząstkowych HICP, publikowane przez Eurostat, oraz definicje obowiązujące w ESBC.

Dodatkowe rozkłady, pod względem geograficznym¹⁷, danych dotyczących kwartalnego bilansu płatniczego i rocznej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej udostępniano poprzez regularne oświadczenia prasowe oraz dzięki uruchomieniu przez EBC, za pośrednictwem Internetu, usługi udostępniającej dane dla celów statystycznych –

¹⁷ Dla Brazylii, Rosji, Indii, Chin i Specjalnego Regionu Administracyjnego Hongkongu

Hurtowni Danych Statystycznych (ang. *Statistical Data Warehouse – SDW*)¹⁸.

Ramy prawne dotyczące gromadzenia statystyk monetarnych i finansowych zostały poszerzone o nowe rozporządzenie EBC dotyczące statystyk aktywów i pasywów funduszy inwestycyjnych (innych niż fundusze rynku pieniężnego), na mocy którego fundusze inwestycyjne będą przedkładać sprawozdania zawierające ujednolicone dane począwszy od 2009 r. Rada Prezesów przyjęła także znowelizowane wytyczne EBC dotyczące statystyk monetarnych, rynkowych i statystyk instytucji finansowych, które dodatkowo poszerzono o statystyki aktywów i pasywów funduszy inwestycyjnych oraz o statystyki płatnicze. Ponadto Rada Prezesów wniosła poprawki do wytycznych i zaleceń EBC w sprawie statystyk bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej oraz płynnych aktywów i pasywów w walutach obcych.

W kilku obszarach prowadzone są prace mające na celu dalszą poprawę statystyki pieniężnej i finansowej strefy euro w nadchodzących latach. W szczególności rozpoczęto przygotowania mające na celu przyjęcie zintegrowanego podejścia do sekurytyzacji MIF oraz działań spółek celowych (ang. *Financial Vehicle Corporations – FVCs*), umożliwiając w ten sposób większą dostępność danych dotyczących sprzedaży i sekurytyzacji kredytów.

Ponadto, Eurosystem bada możliwość doprecyzowania danych statystycznych dotyczących firm ubezpieczeniowych oraz funduszy emerytalnych. Ramy regulujące statystyki dotyczące bilansu i stóp procentowych MIF są również poddawane przeglądowi w celu uwzględnienia nowych wymagań użytkowników i rozszerzenia rynków finansowych w możliwie najbardziej opłacalny sposób.

EBC kontynuował prace nad ulepszeniem scentralizowanej bazy danych o papierach wartościowych (ang. *Centralised Securities*

Database – CSDB). CSDB – projekt statystyczny obejmujący cały ESBC – jest jednolitą bazą danych zawierającą informacje referencyjne na temat poszczególnych papierów wartościowych, mających znaczenie dla celów statystycznych ESBC. Projekt ten odgrywa istotną rolę w przejściu do sprawozdawczości obejmującej poszczególne papiery wartościowe, co może znacząco zmniejszyć ciężar sprawozdawczości dla respondentów, poprawiając jednocześnie jakość i elastyczność statystyk strefy euro. Niektóre krajowe banki centralne wykorzystują wspomnianą bazę danych do sporządzania krajowych statystyk finansowych.

4.2 INNE ZMIANY W STATYSTYCE

W 2007 r. Eurosystem, mając na względzie zmniejszenie ciężaru statystycznego do minimum, dokładnie przeanalizował możliwości zwiększenia efektywności opracowywania statystyk EBC. W tym celu prowadzono dalsze prace nad możliwością ponownego użycia istniejących już mikrodanych, w szczególności z rejestrów kredytów oraz z centralnych baz danych dotyczących sprawozdań finansowych. Ponadto kontynuowano prace mające na celu wspieranie ujednolicenia koncepcji oraz danych statystycznych i nadzorczych, zwracając szczególną uwagę na wymogi sprawozdawcze instytucji kredytowych.

Wiele dokumentów opublikowanych w 2007 r. pomogło zwiększyć przejrzystość standardów zarządczych i jakościowych, stosowanych obecnie przy produkcji i rozpowszechnianiu statystyk EBC i ESBC. Dokument zatytułowany *The ESCB's governance structure as applied to ESCB statistics* (Struktura zarządcza ESBC w kontekście statystyk ESBC) przedstawia krótki zarys struktury zarządczej w zakresie

¹⁸ Ogólnodostępna wersja SDW została udostępniona w Internecie pod koniec 2006 r. i spotkała się z dużym zainteresowaniem użytkowników statystyk strefy euro. Dzięki swojemu zwiezłemu i łatwemu w obsłudze interfejsowi szybko stała się popularnym narzędziem wykorzystywanym do wyszukiwania danych dla strefy euro w Internecie. Miesięcznie ok. 20 000 osób używa SDW do znajdowania i pobierania danych dla strefy euro, włączając w to rozkład według poszczególnych krajów.

dostarczania statystyk przez EBC i krajowe banki centralne. Publiczne zobowiązanie dotyczące działalności statystycznej ESBC na pierwszej stronie internetowej sekcji statystycznej EBC przedstawia zasady statystyczne oraz standardy etyczne i jakościowe, których przestrzegają EBC i krajowe banki centralne przy realizacji zadań statystycznych. Ponadto *ECB Statistical Quality Framework* („Statystyczne ramy jakościowe EBC”) szczegółowo omawiają standardy jakości przyjęte na potrzeby tworzenia statystyk EBC. Oceny jakościowe i wskaźniki ilościowe, podobnie jak te zawarte w rocznym raporcie jakościowym przedstawiającym statystyki dotyczące bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w strefie euro, są regularnie udostępniane w ramach powyższych standardów jakościowych.

Rozpowszechnianie statystyk kontynuowano poprzez publikację w serwisach internetowych EBC i krajowych banków centralnych dodatkowych tabel na temat statystyk strefy euro oraz wszystkich powiązanych danych krajowych. Poszerzono także statystyki płatnicze, a dodatek do „Niebieskiej Księgi” zastąpiono szeregiem czasowym i tabelami, które znajdują się w serwisie internetowym EBC (zob. podrozdział 2 rozdziału 2). Ponadto dostępne są już nowe dane dotyczące obrotu papierami wartościowymi oraz dane dotyczące głównych kontrahentów.

Podobnie jak w latach poprzednich, informacje statystyczne przedstawiane w publikacjach EBC zostały zaktualizowane i są obecnie bardziej kompleksowe. Przykłady zawierają szeroką gamę wskaźników przedstawionych w raporcie rocznym zatytułowanym *Financial Integration in Europe* (Integracja finansowa w Europie) oraz w dodatku do publikacji *Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries* („Rynki obligacji a długoterminowe stopy procentowe w państwach członkowskich Unii Europejskiej spoza strefy euro i państwach przystępujących”) (zob. podrozdział 3 rozdziału 4). Rozszerzono także roczne dane

dotyczące struktur bankowych oraz kwartalne dane stanowiące podstawę *Financial Stability Review* (Przeglądu Stabilności Finansowej). Rozszerzono badania rynku pieniężnego euro zarówno pod względem jakości danych, jak i terminowości, a podstawowe zbiory danych udostępniono w SDW.

Dokument okolicznościowy EBC, zatytułowany *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers* („W stronę zharmonizowanych statystyk bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej – doświadczenia europejskie”), opublikowany w lipcu 2007 r., przedstawia ogólny zarys metodologii i praktycznych kwestii związanych z gromadzeniem, zestawianiem i upowszechnianiem tych statystyk.

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*), który ma zostać ukończony do 2008 r. Eurostat, z pomocą EBC, rozpoczął niedawno przygotowania do korekty ESA 95, w celu wdrożenia większości zmian w Systemie Rachunków Narodowych na poziomie europejskim. EBC aktywnie uczestniczył także w przeglądzie wzorcowej definicji zagranicznych inwestycji bezpośrednich OECD. Ponadto EBC nadal wspierał i wdrażał ogólnościowe standardy technicznych wymiany danych¹⁹.

19 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

4.3 PRZYGOTOWANIE DO ROZSZERZENIA STREFY EURO

Statystyka odgrywa również istotną rolę w monitorowaniu konwergencji państw członkowskich UE nienależących jeszcze do strefy euro, a co za tym idzie, w opracowywaniu raportów o konwergencji (zob. podrozdział 1.2 rozdziału 5).

Eurostat dostarcza danych statystycznych niezbędnych do oceny postępów w zakresie spełniania 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.

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.

5 BADANIA EKONOMICZNE

Podstawowym celem badań prowadzonych przez EBC oraz w ramach całego Eurosystemu jest dostarczenie wyników badań istotnych dla opracowania zaleceń w zakresie polityki pieniężnej i innych zadań Eurosystemu; zaprojektowanie i wdrożenie odpowiednich modeli i narzędzi analitycznych; utrzymanie i wykorzystanie modeli ekonometrycznych w prognozach ekonomicznych; porównanie efektów stosowania innych polityk; prowadzenie dialogu ze środowiskiem naukowym, na przykład poprzez publikowanie wyników badań w zewnętrznych czasopismach naukowych czy organizowanie konferencji poświęconych badaniom.

5.1 PRIORYTETY BADAŃ

Badania ekonomiczne w EBC prowadzi przede wszystkim Dyrekcja Generalna ds. Badań Naukowych (ang. *Directorate General Research*), a także kilka innych jednostek. Komitet ds. Koordynacji Badań (ang. *Research Coordination Committee*) koordynuje badania, ustalając priorytety i łącząc obszary działalności gospodarczej, których dotyczą badania ekonomiczne zarówno po stronie popytu, jak i podaży.

Priorytetowe obszary badań wyznaczone na 2007 r. to: prognozowanie i opracowywanie modeli; rola informacji na temat sektora finansowego, w tym agregatów kredytowych i pieniężnych, w analizie polityki pieniężnej; zrozumienie mechanizmów transmisji polityki pieniężnej; stabilność finansowa; efektywność europejskiego systemu finansowego oraz zagadnienia międzynarodowe.

W zakresie prognozowania oraz opracowywania modeli skoncentrowano się na dalszym rozwoju i wykorzystaniu strukturalno-dynamicznego stochastycznego modelu równowagi ogólnej (*DSGE*), a także na wdrożeniu dynamicznych modeli czynnikowych służących do prognozowania celów krótkoterminowych. W przeszłości EBC tworzył modele *DSGE* oraz wykorzystywał je do analizy dużej i wciąż

rosnącej liczby zagadnień strategicznych. Prace kontynuowano w 2007 r., kładąc szczególny nacisk na znaczenie zmian strukturalnych (np. demografii), czynników zewnętrznych (np. skokowych zmian cen ropy), zmiany wydajności oraz kwestie finansowe (np. tarcia kredytowe). Ponadto nadal prowadzono prace nad dwoma modelami o średniej skali: nowym modelem EBC dla całej strefy euro, tzw. *New Area-Wide Model (NAWM)*, oraz modelem Christiano, Motto i Rostagno. Pierwszy z modeli to narzędzie służące do prognozowania i symulacji, opracowane celem wykorzystania wraz z innymi modelami w Eurosystemie oraz w projekcjach EBC. Drugi model stanowi narzędzie do symulacji, w którym szczególnie nacisk położono na czynniki finansowe. W zakresie narzędzi prognozowania nastąpił dalszy rozwój modeli czynnikowych, używanych coraz częściej do krótkoterminowej oceny sytuacji gospodarczej. Wreszcie, EBC aktywnie poparł Sieć Badawczą ds. Cyklu Koniunkturalnego w Strefie Euro (ang. *Euro Area Business Cycle Network*) wspólne przedsięwzięcie banków centralnych i środowiska naukowego kierowane przez Centrum Badań Polityki Gospodarczej (ang. *Centre for Economic Policy Research - CEPR*).

Badania analizy polityki pieniężnej koncentrowały się wokół tworzenia i wykorzystania metod ilościowych w analizie pieniężnej, z naciskiem na zapewnienie wysokiej jakości narzędzi analitycznych używanych do przygotowywania decyzji w zakresie prowadzonej polityki. Podczas prowadzenia prac skupiono się na rozwoju modeli wskaźników finansowych oraz na analizie popytu na pieniądź, a także na wprowadzeniu opisanych powyżej modeli strukturalnych do procesu analizy polityki pieniężnej.

Wszechstronnej analizie poddano mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Sieć Badawcza ds. Dynamiki Płac (ang. *Wage Dynamics Network - WDN*), czyli grono naukowców ESBC zajmujących się badaniem cech charakterystycznych i źródeł dynamiki płac w strefie euro oraz ich relacją cenową, nadal



prowadziła prace zarówno w zakresie analiz ogólnych, jak i szczegółowych. Grupa WDN zapoczątkowała badania *ad hoc* w odniesieniu do płac, kosztów pracy oraz kształtowania się cen na poziomie przedsiębiorstwa w 17 krajach. W badaniach gromadzone są informacje dotyczące kształtowania się płac i cen, sztywności płac oraz korekty płac w dół i cen w kontekście wstrząsów. Pierwsze wyniki badań zostaną zaprezentowane podczas zaplanowanej na 2008 r. konferencji. Przeprowadzono również analizę rynków mieszkaniowych oraz rolę banków i kredytów w mechanizmie transmisji pieniężnej. Kontynuowano prace nad finansami gospodarstw domowych z planami przeprowadzenia badań na obszarze całej strefy euro przygotowanych przez Sieć Badawczą Eurosystemu ds. Finansów i Konsumpcji Gospodarstw Domowych (ang. *Eurosystem Household Finance and Consumption Network – EHFCN*). Inne tematy analizowane w ramach tego obszaru badań obejmowały: politykę komunikacji pomiędzy bankami centralnymi, oczekiwania i premie za ryzyko w kontekście krzywej dochodowości oraz determinanty dynamiki cen udziałowych papierów wartościowych.

Przeprowadzono także badania w zakresie stabilności finansowej oraz jej wpływu na politykę pieniężną, zwłaszcza w odniesieniu do prac wykonanych na potrzeby Przeglądu Stabilności Finansowej EBC (ang. *Financial Stability Review*). System finansowy analizowano pod dwoma względami: stopnia integracji oraz ewolucji rynków kapitałowych.

Zgodnie z priorytetem badań odnoszącym się do kwestii międzynarodowych, główne obszary zainteresowania stanowiły: nierównowaga globalna i międzynarodowa rola euro.

Jeśli chodzi o pierwszy obszar, w 2008 r. zostanie zorganizowane seminarium o charakterze ogólnym, natomiast wynik pracy nad drugim obszarem zostanie wykorzystany do poprawy treści analitycznej publikowanego corocznie „Przeglądu międzynarodowej roli euro” (ang. *„Review of the international role of the euro”*). W świetle tego priorytetu badawczego stworzono model NAWM na międzynarodową skalę.

5.2 PUBLIKACJE I KONFERENCJE

Wyniki badań EBC opublikowano w serii dokumentów roboczych oraz – w pewnym stopniu – w serii dokumentów okolicznościowych i prawnych dokumentów roboczych. W 2007 r., w szczególności w dokumentach roboczych, już wcześniej powszechnie uznanych za narzędzie wykorzystywane do komunikowania istotnych dla danej polityki badań wewnętrznych, zamieszczono ponad 140 publikacji. Pracownicy EBC sami, bądź we współpracy z innymi autorami, sporządzili nieco ponad 100 z nich. Pozostałe powstały z udziałem zewnętrznych autorów, goszczących na konferencjach i warsztatach, pracujących w ramach sieci badawczych albo przedłużających swoją wizytę w EBC w celu zakończenia projektu badawczego. Zgodnie z ustanowioną normą, większość dokumentów zostaje ostatecznie opublikowana w wiodących recenzowanych czasopismach naukowych. W 2007 r. pracownicy EBC opublikowali w czasopismach naukowych ponad 50 artykułów.

Aby przybliżyć szerszym kręgom wnioski zawarte w serii dokumentów roboczych, podjęto decyzję o publikowaniu dwa razy do roku Biuletynu Naukowego (ang. *Research Bulletin*) zawierającego aktualne artykuły oraz streszczenia wybranych prac naukowych. W czerwcowym wydaniu zamieszczono artykuły na temat skutków niedokładnych informacji oraz braku wiedzy o cenach na rynkach finansowych,

na temat integracji finansowej i przepływów kapitałowych oraz wzrostu wydajności w strefie euro.

EBC zorganizował lub współorganizował ponad 10 konferencji bądź warsztatów dotyczących tematów badań naukowych. Współorganizowane konferencje odbyły się z udziałem CEPR i innych banków centralnych, zarówno z Eurosystemu, jak i spoza niego. Ponadto organizowano liczne warsztaty i seminaria, aby przybliżyć pracownikom EBC tematykę badań.

Większość konferencji i warsztatów dotyczyła konkretnych priorytetowych obszarów badań. W 2007 r. tworzenie modeli prognostycznych nadal cieszyło się takim samym zainteresowaniem jak w latach ubiegłych. We wrześniu odbyły się warsztaty współorganizowane w ramach Sieci Badawczej ds. Cyklu Koniunkturalnego w Strefie Euro przez EBC, CEPR i Banque de France, podczas których omawiano zmiany w dynamice inflacji i ich następstwa dla prognozowania. Wnioski z warsztatów stanowiły użyteczny wkład w prace nad prognozowaniem inflacji prowadzone w EBC. Ponadto, podczas warsztatów na temat technik prognozowania (organizowanych przez EBC co dwa lata) omawiano niepewność prognoz w makroekonomii i finansach, a dokładniej – sposób zintegrowania pomiarów ryzyka z działaniami prognostycznymi – temat dość aktualny dla wielu banków centralnych.

W odniesieniu do priorytetu badawczego analizy polityki pieniężnej, Bank of Canada oraz EBC zorganizowały wspólnie w listopadzie 2007 r. konferencję na temat definiowania stabilności cen. Na konferencji omawiano możliwości teoretyczne i praktyczne doświadczenia w zakresie definiowania stabilności cen. Kolejna konferencja, w listopadzie 2007 r., na której analizowano rolę, wyzwania i następstwa dla rynków pieniężnych z perspektywy polityki pieniężnej, pogłębiła zrozumienie mechanizmów transmisji polityki pieniężnej. W maju 2007 r. odbyła się konferencja dotycząca skutków zmian w bankowości i finansowaniu

przedsiębiorstw dla mechanizmów transmisji polityki pieniężnej.

Konferencja na temat płatności oraz stabilności pieniężnej i finansowej, zorganizowana wspólnie z Bank of England, odbyła się w czerwcu 2007 r. jako część prac w obszarze badań nad stabilnością finansową. W lipcu 2007 r. miała miejsce konferencja poruszająca kwestie globalizacji i makroekonomii w kontekście prac nad zagadnieniami międzynarodowymi.

Dodatkową metodą rozpowszechnienia wyników badań było zorganizowanie cyklu seminariów. Dwa z nich okazały się wyjątkowo istotne: *Joint Lunchtime Seminars* – seminaria w porze lunchu zorganizowane we współpracy z Deutsche Bundesbank i Centrum Studiów Finansowych (*ang. Centre for Financial Studies – CFS*) oraz *Invited Speakers Seminars (ISS)* – seminaria prowadzone przez zaproszonych lektorów. Obydwa cykle obejmują tygodniowe seminaria, na które zaprasza się naukowców z zewnątrz, aby zaprezentowali swoje najnowsze prace. EBC organizuje także doraźnie inne seminaria naukowe poza cyklami JLS i ISS.

6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA

6.1 PRZESTRZEGANIE ZAKAZÓW FINANSOWANIA I UPRIWILEJOWANEGO DOSTĘPU

Zgodnie z art. 237 ust. d Traktatu, EBC powierzono zadanie monitorowania 27 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. Komisja Europejska równoległe z Radą Prezesów kontroluje przestrzeganie powyższych postanowień przez państwa członkowskie UE.

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, a także instytucji i organów Wspólnoty. 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 2007 r. Rada Prezesów zidentyfikowała dwa przypadki nieprzestrzegania powyższych wymogów Traktatu i odpowiednich rozporządzeń Rady.

Przede wszystkim Narodna banka Slovenska nabył na rynku pierwotnym instrumenty dłużne wyemitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny (EBI). Konkretnie 6 lutego 2007 r. Bank ten zakupił obligacje EBI denominowane w dolarach amerykańskich o wartości 50 mln USD dla celów zarządzania rezerwami papierów

wartościowych denominowanych w walucie obcej. 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 Narodna banka Slovenska papiery wartościowe EBI zakupione na rynku pierwotnym zostały sprzedane 22 maja 2007 r., podjęto ponadto natychmiastowe kroki w celu uniknięcia takich zdarzeń w przyszłości.

Ponadto Banka Slovenije przekroczył limit posiadanych przez bank centralny monet, które są księgowane na rachunku sektora publicznego. 15 lutego 2007 r. monety znajdujące się w posiadaniu Banka Slovenije wyemitowane przez sektor publiczny i zaksięgowane na krajowym rachunku sektora publicznego przekroczyły, na podstawie średniej dziennej, 10-procentowy limit wartości monet w obiegu ustalony w art. 6 Rozporządzenia Rady (WE) nr 3603/93. W tym dniu wartość monet znajdujących się w posiadaniu Banka Slovenije i zaksięgowanych na rachunku sektora publicznego osiągnęła poziom 12,27% wartości monet w obiegu. Było to następstwem zwrotu dużej liczby monet do Banka Slovenije w pierwszej połowie lutego 2007 r, po koncentracji kosztów dystrybucji do banków jesienią 2006 r. przed przyjęciem euro. Sytuacja uległa natychmiastowej pełnej poprawie i od tej daty postanowienia Traktatu są przestrzegane.

6.2 FUNKCJE DORADCZE

Art. 104 ust. 4 Traktatu wymaga, aby zasięgnięto opinii EBC w sprawie każdego proponowanego projektu aktu wspólnotowego lub regulacji krajowych w dziedzinach podlegających jego kompetencji²⁰. Wszystkie opinie wydane przez EBC są publikowane na jego stronach internetowych.

20 Wielka Brytania jest zwolniona z obowiązku zasięgnięcia opinii zgodnie z Protokołem w sprawie niektórych przepisów odnoszących się do Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej, załączonym do Traktatu (Dz.U. C 191 z 29.7.1992, s. 18).

W 2007 r. EBC wydał 43 opinie, z czego 8 w odpowiedzi na wnioski instytucji UE oraz 35 w odpowiedzi na wnioski władz krajowych. Dla porównania, w 2006 r. konsultowano 62 wnioski. Lista opinii wydanych w 2007 r. i na początku 2008 r. znajduje się w załączniku do niniejszego Raportu.

Następujące opinie EBC wydane na wniosek Rady UE są szczególnie godne uwagi.

Oprócz opinii przyjętych zgodnie z art. 105 ust. 4 Traktatu, stosownie do art. 48 Traktatu 5 lipca 2007 r. EBC wydał opinię dotyczącą²¹ otwarcia Konferencji Międzyrządowej (ang. *Intergovernmental Conference – ICG*), na której opracowano nowy Traktat Lizboński²². EBC z zadowoleniem przyjął w szczególności fakt, że stabilność cen oraz ustanowienie unii gospodarczej i walutowej z euro jako jej walutą znalazły się wśród celów UE oraz że polityka pieniężna została wyraźnie wymieniona jako jedna z wyłącznych kompetencji UE (zob. podrozdział 1.2 rozdziału 5). 2 sierpnia 2007 r., po ujawnieniu projektu tekstu nowego Traktatu, prezes EBC skierował pismo do prezydencji Konferencji Międzyrządowej²³ z propozycjami dotyczącymi instytucjonalnego statusu EBC oraz ESBC.

Po uchyleniu przez Radę derogacji Cypru i Malty EBC wydał jedną opinię²⁴ dotyczącą proponowanego przez Komisję Europejską wprowadzenia zmian do Rozporządzenia (WE) nr 974/98 w sprawie wprowadzenia euro oraz do Rozporządzenia (WE) nr 2866/98 w sprawie kursów wymiany między euro a walutami państw członkowskich przyjmujących euro²⁵.

Do EBC zwrócono się o wydanie opinii na temat projektu Dyrektywy Rady w sprawie rozpoznania i wyznaczenia europejskiej infrastruktury krytycznych²⁶, mającej na celu usprawnienie współpracy w odpowiedzi na zagrożenia terrorystyczne. EBC zwrócił uwagę na fakt, że przepisy krajowe implementujące tę Dyrektywę muszą być zgodne z zadaniami banków centralnych w zakresie nadzoru nad systemami płatniczymi oraz systemami rozrachunku papierów wartościowych, jak

również nad izbami rozliczeniowymi, oraz że należy unikać powielania działań już podejmowanych przez banki centralne w tym zakresie. EBC podkreślił również, że wykaz europejskich infrastruktur krytycznych powinien pozostać poufny.

W opinii w sprawie projektu rozporządzenia Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1338/2001 (ustanawiające środki niezbędne dla ochrony euro przed fałszowaniem²⁷), EBC przypomniał, że prawo karne może w wyjątkowych wypadkach podlegać kompetencji Wspólnoty, jeśli jest to konieczne do zapewnienia skuteczności prawa wspólnotowego. EBC zauważył, że EBC oraz KBC powinny w zasadzie otrzymywać próbki banknotów, nawet jeśli są one zatrzymane jako materiał dowodowy w postępowaniach karnych, oraz że kompetencja samego EBC w zakresie zapewnienia legalności banknotów euro, zgodnie z art. 106 ust. 1 Traktatu oraz art. 16 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego powinna być bardziej precyzyjnie odzwierciedlona w projekcie. W kwestii procedur, które ma określić EBC oraz Komisja, dotyczących obowiązku sprawdzenia, czy otrzymywane banknoty oraz monety euro są kontrolowane pod względem ich autentyczności, w opinii podkreślono, że instytucje te powinny ustalić nieprzekraczalne terminy wdrożenia na szczeblu krajowym.

W opinii w sprawie projektu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 322/97 w sprawie statystyk Wspólnoty²⁸, EBC z zadowoleniem przyjął uznanie potrzeby bliskiej współpracy między Europejskim Systemem Statystycznym (ang. *European Statistical System – ESS*) a ESBC przy opracowywaniu, tworzeniu i rozpowszechnianiu statystyk europejskich,

21 CON/2007/20 z 5 lipca 2007 r. (Dz.U. C 160, 13.07.2007, s. 1).

22 Zob. podrozdział 1.2 rozdziału 5.

23 Pismo jest dostępne na stronach internetowych zarówno IGC, jak i EBC.

24 CON/2007/19 z 5 lipca 2007 r. (Dz.U. C 160, 13.07.2007, s. 1).

25 Zob. podrozdział 2 rozdziału 3.

26 CON/2007/11 z 13 kwietnia 2007 r., Dz.U. C 116, 26.07.2007, s. 1.

27 CON/2007/42 z 17 grudnia 2007 r., Dz.U. C 27, 31.1.2008, s. 1.

28 CON/2007/35 z 14 listopada 2007 r., Dz.U. C 291, 5.12.2007, s. 1.

a także przepisy dotyczące wymiany poufnych danych między tymi podmiotami.

W czerwcu 2007 r. wspólna grupa zadaniowa złożona z przedstawicieli Komisji Europejskiej, Sekretariatu Rady UE oraz EBC opublikowała raport dotyczący zasięgnięcia opinii EBC w sprawie proponowanych aktów prawnych Wspólnoty. Utworzenie tej grupy zaproponował prezes EBC. Celem raportu jest zapewnienie, że wszystkie strony przyspieszą swoje procedury wewnętrzne, tak aby EBC mógł otrzymywać wnioski i wydawać opinie możliwie jak najwcześniej w procesie legislacyjnym. Raport uznaje obowiązek zasięgnięcia opinii EBC na temat kroków podejmowanych w ramach Poziomu 2 procedury Lamfalussy'ego²⁹, które podlegają kompetencji EBC, oraz wyjaśnia kompetencję doradczą EBC w dziedzinach nadzoru ostrożnościowego oraz stabilności finansowej. Dyskusje prowadzone w ramach grupy zadaniowej zaowocowały wzajemnym zrozumieniem potrzeby współpracy dla dobra procesów legislacyjnych Wspólnoty jako całości. Raport odzwierciedla wspólne stanowisko członków grupy zadaniowej i nie wiąże formalnie instytucji, które reprezentują.

Władze krajowe w dalszym ciągu zasięgały opinii EBC w kwestiach dotyczących krajowych banków centralnych, w szczególności w sprawie nowelizacji statutów banków centralnych Niemiec, Grecji, Węgry oraz Austrii³⁰. Opinii EBC zasięgnęły także Czechy, Węgry, Portugalia oraz Rumunia w kwestiach, które mogą być istotne dla niezależności krajowych banków centralnych jako członków ESBC³¹.

Łotwa, Malta, Polska zasięgnęły opinii EBC w dziedzinie polityki pieniężnej, Rumunia – w sprawie systemu minimalnych rezerw obowiązkowych³², a Cypr, Polska i Słowenia – odnośnie kwestii monetarnych oraz środków płatniczych³³. Opinii EBC zasięgnęły także Austria, Niemcy, Węgry oraz Rumunia w sprawach statystycznych³⁴.

Odnośnie nadzoru Bułgaria, Niemcy, Grecja, Włochy, Austria, Polska oraz

Rumunia³⁵ zasięgnęły opinii EBC w sprawie zaproponowanych projektów ustawodawczych dotyczących istotnych reform systemu nadzoru finansowego oraz kwestii związanych ze stabilnością finansową. W tym kontekście, w swojej opinii w sprawie projektu ustawy zmieniającej ustawę o prawie bankowym, ustawę o kasach oszczędnościowych, ustawę o organie nadzoru finansowego oraz ustawę o Oesterreichische Nationalbank, mającej na celu dalsze udoskonalenie systemu nadzoru dla instytucji kredytowych w Austrii oraz wzmocnienie roli krajowego banku centralnego, EBC ponownie stwierdził, zgodnie ze swymi wcześniejszymi opiniami w tej dziedzinie, że współpraca (w tym wymiana informacji) między organami nadzoru a bankami centralnymi ma podstawowe znaczenie dla prowadzenia monitoringu ostrożnościowego w skali makro, nadzoru nad systemami płatniczymi oraz ochrony pozostałej infrastruktury rynkowej, która jest niezbędna dla sprawnej realizacji polityki pieniężnej. W szczególności, biorąc pod uwagę stabilność finansową, EBC wyraził opinię, że krajowe banki centralne nieuchronnie będą musiały zaangażować się w zarządzanie kryzysem rynku finansowego.

W dziedzinie systemów płatniczych i rozliczeniowych opinii EBC zasięgnęły Holandia, Węgry, Łotwa, Grecja, Słowenia, Rumunia oraz Hiszpania³⁶. W tym zakresie holenderskie Ministerstwo Finansów złożyło wniosek o opinię EBC w sprawie projektu ustawy dotyczącej systemowego nadzoru

29 Metoda Lamfalussy'ego to czteroetapowy proces zatwierdzania ustawodawstwa dotyczącego papierów wartościowych, bankowości i ubezpieczeń. Aby uzyskać bardziej szczegółowe informacje, zob. raport pt. *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 lutego 2001 r., dostępny na stronie internetowej Komisji Europejskiej. Zob. również *ECB Annual Report* za rok 2003, s. 111.

30 CON/2007/33, CON/2007/6, CON/2007/13 oraz CON/2007/14.

31 CON/2007/8, CON/2007/14, CON/2007/23 oraz CON/2007/29.

32 CON/2007/12, CON/2007/16, CON/2007/34 oraz CON/2007/22.

33 CON/2007/39, CON/2007/28 oraz CON/2007/5.

34 CON/2007/33, CON/2007/21, CON/2007/41, CON/2007/2 oraz CON/2007/24.

35 CON/2007/17, CON/2007/31, CON/2007/32, CON/2007/33, CON/2007/15, CON/2007/23 oraz CON/2007/40.

36 CON/2007/7, CON/2007/10, CON/2007/12, CON/2007/13, CON/2007/15, CON/2007/18, CON/2007/25 oraz CON/2007/27.

nad podmiotami prowadzącymi rozliczenia i rozrachunek papierów wartościowych. EBC powtórzył swój pogląd, że ponieważ systemy płatnicze są połączone z systemami rozliczeń i rozrachunków, istnieje mocny argument za tym, żeby krajowy bank centralny wykonywał nadzór zarówno nad systemami płatniczymi, jak i systemami rozliczeń i rozrachunków papierów wartościowych. Powtórzył również swoje zalecenie, aby nadzór nad systemami płatniczymi, w tym zachowaniami rynkowymi, był wyraźnie przypisany do De Nederlandsche Bank, co byłoby zgodne z jego uczestnictwem w Eurosystemie. EBC zauważył również, że krajowy bank centralny, jako podmiot wykonujący nadzór ostrożnościowy i systemowy, powinien odgrywać pewną rolę przy ocenie, czy procedury instytucji rozliczeniowych i rozrachunkowych zawierają kryteria ograniczające dostęp uczestników z przyczyn innych niż ryzyko.

Odnosnie ram prawnych wprowadzenia euro opinii EBC zasięgnął Cypr³⁷. Słowacja wystąpiła o opinię EBC w sprawie projektu ustawy krajowej, której celem jest ułatwienie wprowadzenia w przyszłości euro, zmieniającej Ustawę o Národná banka Slovenska oraz 27 innych ustaw regulujących kwestie podlegające kompetencji EBC, które są istotne dla osiągnięcia prawnej zgodności z Traktatem oraz Statutem³⁸.

Począwszy od 2008 r. w Raporcie Rocznym są również zawarte informacje dotyczące najbardziej znaczących przypadków nie zastosowania się do obowiązku konsultowania z EBC projektów ustaw krajowych i wspólnotowych. W 2007 r. w sześciu przypadkach nie zasięgnięto opinii EBC. W jednym przypadku niedopełnienia tego obowiązku polskie władze nie zasięgnęły opinii EBC w sprawie projektu ustawy o ujawnianiu informacji. Ustawa miała w zamierzeniu nałożyć na niektóre osoby obowiązek zadeklarowania działań z lat 1944–1990, które mogły być zdefiniowane jako współpraca z państwowymi służbami bezpieczeństwa. Niektóre przepisy zawarte w tym projekcie ustawy mogły naruszyć niezależność banku centralnego oraz zmieniały

niektóre aspekty systemu instytucjonalnego krajowego banku centralnego, wynikające z Ustawy o Narodowym Banku Polskim, co pociągało za sobą konsekwencje dla członków organów zarządzających oraz pracowników Narodowego Banku Polskiego. Gdyby zasięgnięto opinii EBC w sprawie tego projektu ustawy, wzbudziłby on istotne zastrzeżenia. EBC prowadził korespondencję z marszałkiem Sejmu odnośnie obowiązku zasięgania opinii, ale otrzymał odpowiedzi kwestionujące kompetencję EBC do wydania opinii na temat wyżej wymienionego projektu ustawy. W konsekwencji niektóre przepisy ustawy o ujawnianiu informacji, które były istotne dla ESBC, zostały unieważnione przez polski Trybunał Konstytucyjny.

W innym przypadku braku konsultacji władze łotewskie nie wystąpiły do EBC o opinię w sprawie projektu ustawy dotyczącej kwestii waluty, jak wymaga tego prawo wspólnotowe. Projekt ustawy, o której mowa i która została przyjęta 18 października 2007 r., stanowił poprawkę do Rozporządzenia Rady Ministrów w sprawie tłumaczenia nazwy jednolitej waluty Unii Europejskiej na język łotewski, co zostało pierwotnie uchwalone 26 lipca 2005 r., a co również nie było konsultowane przez władze łotewskie z EBC. Zważywszy, że pierwotne rozporządzenie stanowiące, że łotewska nazwa jednolitej waluty brzmi „euro”, postanowienie to zostało teraz zmienione w taki sposób, że nazwa „euro” musi być używana w łotewskich aktach prawnych. Na Łotwie, poza aktami prawnymi, jednolita waluta nadal jest nazywana „euro”. Po przyjęciu pierwotnego Rozporządzenia w 2005 r., 1 września 2005 r. EBC skierował do łotewskiego ministra finansów pismo wyraźnie stwierdzające, że zgodnie z niezmiennym prawem precedensowym Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości, kraje członkowskie nie mogą ustanawiać prawa w sprawach regulowanych przez stosowane bezpośrednio prawo wspólnotowe. W piśmie podkreślono również, że Wspólnota posiada wyłączne

37 CON/2007/1

38 CON/2007/43.

kompetencje do stanowienia prawa w zakresie euro i jego nazwy.

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 (ang. *Medium-Term Financial Assistance mechanism*). W 2007 r. EBC nie wykonał żadnych zadań administracyjnych. Na koniec 2006 r. nie odnotowano zaległych zobowiązań ani nieuregulowanych należności, a w 2007 r. nie zainicjowano żadnych nowych operacji.

wartościowych klientów. W 2007 r. Eurosystem przeprowadził badania ankietowe dotyczące zadowolenia klientów, które potwierdziły ich ogólne zadowolenie z zakresu i jakości usług dostępnych w ramach kompleksowego zestawu usług.

6.4 USŁUGI ZARZĄDZANIA REZERWAMI W EUROSYSTEMIE

W 2007 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 2007 r. utrzymała się na stałym poziomie w porównaniu z 2006 r. Jeżeli chodzi o same usługi, wystąpił wzrost całkowitego salda gotówki i/lub papierów



ROZDZIAŁ 3

**WEJŚCIE CYPRU
I MALTY DO STREFY
EURO**

I SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA NA CYPRZE I MALCIE

10 lipca 2007 r. Rada ECOFIN wydała decyzję zezwalającą Cypru i Malcie na wprowadzenie euro jako oficjalnej waluty z dniem 1 stycznia 2008 r., zwiększając tym samym liczbę krajów strefy euro z 13 do 15. Decyzja Rady została wydana w oparciu o raporty o konwergencji opublikowane przez EBC i Komisję Europejską w maju 2007 r., po przeprowadzeniu dyskusji na forum Rady Unii Europejskiej złożonej z głów państw lub szefów rządów i otrzymaniu opinii Parlamentu Europejskiego oraz wniosku Komisji Europejskiej. Tego samego dnia Rada ECOFIN wydała rozporządzenie ustalające nieodwołalne kursy wymiany. Kursy wymiany zostały ustalone na poziomie 0,585274 CYP i 0,429300 MTL w stosunku do euro i były identyczne z kursami centralnymi ustalonymi w dniu 2 maja 2005 r., kiedy waluty te przystąpiły do ERM II. W całym okresie uczestnictwa w ERM II funt cypryjski pozostawał na poziomie zbliżonym do kursu centralnego po mocnej stronie pasma wahań, podczas gdy lir maltański utrzymywał się na poziomie kursu centralnego. W dniu ustalenia kursów wymiany

obie waluty sprzedawały się po kursach bardzo zbliżonych lub identycznych z ustalonymi.

W okresie ostatnich dziesięciu lat inflacja HICP zarówno na Cyprze, jak i na Malcie była stosunkowo niska i wahała się generalnie między 2% i 3% (zob. tabele 14 i 15). Tę stosunkowo korzystną sytuację inflacyjną należy rozpatrywać w kontekście wieloletniego obowiązywania systemów sztywnego kursu walutowego w tych krajach. Na Cyprze inflacja HICP kształtowała się na wyższych poziomach w latach 2000 i 2003, co w dużej mierze było odzwierciedleniem znacznych podwyżek cen energii i żywności, jak również stopniowego wzrostu stawki akcyzy na energię związanego z harmonizacją z UE oraz podwyżki podatku VAT z 10% do 15% w latach 2002-2003. Na Malcie nieco wyższą inflację HICP odnotowano w latach 1997 i 1998, na co wpływ miały przede wszystkim stosunkowo silne wzrosty cen w hotelach, restauracjach oraz transporcie. W 2007 r. średnia stopa inflacji HICP na Cyprze kształtowała się na poziomie 2,2%,

Tabela 14 Cypr: Podstawowe wskaźniki ekonomiczne

(zmiany roczne w procentach, o ile nie zaznaczono inaczej)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Realny wzrost PKB	5,0	4,8	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	4,0	4,0	4,4
<i>Udział w realnym wzroście PKB</i>										
<i>(w punktach procentowych)</i>										
Popyt krajowy bez zapasów	5,9	3,2	4,0	5,1	3,3	2,7	4,7	4,3	5,5	..
Eksport netto	-0,5	2,7	-1,0	0,6	-2,2	0,1	-2,2	0,7	-1,2	..
Inflacja HICP ¹⁾	2,3	1,1	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,3	2,2
Wynagrodzenie na pracownika	3,1	4,5	6,0	3,7	4,8	7,7	1,9	1,8	2,7	..
Nominalne jednostkowe koszty pracy (cała gospodarka)	-0,3	1,5	2,7	1,9	4,8	9,7	1,5	1,4	0,5	..
Deflator importu (towary i usługi)	0,0	2,5	5,2	1,1	1,1	-0,3	2,3	4,5	2,3	..
Saldo na rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowym (% PKB) ²⁾	3,1	-1,7	-5,2	-3,3	-3,6	-2,0	-4,2	-5,4	-5,8	-7,1
Zatrudnienie ogółem	1,6	1,8	1,7	2,2	2,1	3,8	3,8	3,6	1,7	1,5
Stopa bezrobocia (% siły roboczej)	4,3	4,6	4,9	3,8	3,6	4,1	4,6	5,2	4,6	3,9
Nadwyżka (+)/Deficyt (-) instytucji rządowych i samorządowych	-4,1	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,5	-4,1	-2,4	-1,2	1,5
Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych	58,4	58,7	58,8	60,7	64,6	68,9	70,2	69,1	65,2	60,0
3-miesięczna stopa procentowa (% rocznie) ¹⁾	..	6,2	6,4	5,9	4,4	3,9	4,7	4,2	3,4	4,2
Długoterminowa stopa zwrotu 10-letnich obligacji skarbowych (% rocznie) ¹⁾	7,6	5,7	4,7	5,8	5,2	4,1	4,5
Kurs wymiany w stosunku do euro ^{1),3)}	0,58	0,58	0,57	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58

Źródła: EBC i Eurostat.

1) Średnia wartości z poszczególnych okresów.

2) Dane za 2007 r. odnoszą się do średniej z 4 kwartałów obejmującej okres do trzeciego kwartału 2007 r.

3) Funtów cypryjskich za euro.

Tabela 15 Malta: Podstawowe wskaźniki ekonomiczne

(roczne zmiany w procentach, o ile nie zaznaczono inaczej)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Realny wzrost PKB	..	..	..	-1,6	2,6	-0,3	0,2	3,3	3,4	3,1
<i>Udział w realnym wzroście PKB</i>										
<i>(w punktach procentowych)</i>										
Popyt krajowy bez zapasów	..	..	..	-2,1	-4,3	6,8	1,6	2,4	2,1	..
Eksport netto	..	..	..	6,7	5,4	-5,3	-1,5	-2,2	1,2	..
Inflacja HICP ¹⁾	3,7	2,3	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7
Wynagrodzenie na pracownika	..	..	..	5,4	3,1	4,6	1,4	1,8	2,5	..
Nominalne jednostkowe koszty pracy (cała gospodarka)	..	..	..	9,0	1,0	6,0	0,4	0,1	0,3	..
Deflator importu (towary i usługi)	..	..	..	-6,7	0,8	-2,4	-0,8	4,8	7,5	..
Saldo na rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowym (% PKB) ²⁾	-5,3	-2,8	-12,0	-3,8	2,6	-2,8	-4,6	-5,5	-3,7	-3,2
Zatrudnienie ogółem	..	..	..	1,7	0,6	1,0	-0,8	1,6	1,1	1,4
Stopa bezrobocia (% siły roboczej)	..	..	6,7	7,6	7,5	7,6	7,4	7,3	7,3	6,3
Nadwyżka (+)/Deficyt (-) instytucji rządowych i samorządowych	-9,9	-7,7	-6,2	-6,4	-5,5	-9,8	-4,9	-3,1	-2,5	-1,6
Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych	53,4	57,1	55,9	62,1	60,1	69,3	72,7	70,8	64,7	62,9
3-miesięczna stopa procentowa (% rocznie) ¹⁾	5,4	5,2	4,9	4,9	4,0	3,3	2,9	3,2	3,5	4,3
Długoterminowa stopa zwrotu 10-letnich obligacji skarbowych (% rocznie) ¹⁾	6,2	5,8	5,0	4,7	4,6	4,3	4,7
Kurs wymiany w stosunku do euro ^{1), 3)}	0,43	0,43	0,40	0,40	0,41	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43

Źródła: EBC i Eurostat.

1) Średnia wartości z poszczególnych okresów.

2) Dane za rok 2007 odnoszą się do średniej z 4 kwartałów obejmującej okres do trzeciego kwartału 2007 r.

3) Lirów maltańskich za euro.

przy wzroście rocznej stopy inflacji z niskiego poziomu w pierwszej połowie roku do ponad 3% pod koniec 2007 r., co odzwierciedlało głównie zmiany cen energii. Na Malcie inflacja HICP w 2007 r. była przeciętnie niższa niż w 2006 r., co odzwierciedlało głównie znaczny spadek cen energii z podwyższonego poziomu notowanego w poprzednim roku, jak również spadek cen mieszkań. W drugiej połowie 2007 r. roczna stopa inflacji rosła stopniowo, aby w grudniu znaleźć się nieco powyżej 3%, co zaowocowało średnią stopą inflacji za cały rok na poziomie 0,7%. Zarówno na Malcie, jak i na Cyprze ceny żywności przyczyniły się do wzrostu inflacji w ciągu 2007 r. Na Malcie ten wzrost inflacji, który stał się szczególnie widoczny w ostatnim kwartale roku, odzwierciedlał również wzrosty subindeksów cen odzieży, obuwia oraz hoteli i restauracji.

Zmiany cen należy oceniać w kontekście silnego wzrostu gospodarczego w ciągu ostatnich dziesięciu lat na Cyprze, oraz wolniejszego wzrostu na Malcie.

Na Cyprze realny PKB na początku dekady wzrósł o ok. 5%, po czym spadł do około 2% w latach 2002 i 2003, co było odzwierciedleniem słabnącego popytu w turystyce. W ostatnich latach realny wzrost PKB znów zwiększył się do ok. 4%, w ślad za wzrostem popytu krajowego. Na Malcie po okresie silnego wzrostu gospodarczego do 2000 r. wzrost produkcji znacznie zwolnił, co odzwierciedlało zewnętrzne osłabienie, większą konkurencję na rynkach eksportowych Malty oraz działania restrukturyzacyjne w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Wzrost produkcji zwiększył się ponownie w kolejnych latach i przeciętnie wynosił ok. 3%, głównie dzięki popytowi krajowemu. Jeśli chodzi o zmiany zewnętrzne, w ciągu ostatnich dziesięciu lat na rachunkach obrotów bieżących i na rachunkach kapitałowych Cypr i Malta odnotowały deficyt na średnim poziomie odpowiednio ok. 3,5% i 4% PKB. W 2007 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących i na rachunku kapitałowym wzrósł do 7,1% PKB na Cyprze i do 3,2% PKB na Malcie.

Sytuacja na rynku pracy w ostatniej dekadzie pozostawała stosunkowo stabilna w obu krajach. Na Cyprze stopa bezrobocia wahała się między 3% a 5%, podczas gdy na Malcie generalnie oscylowała w okolicach 7%. Wzrost zatrudnienia był stosunkowo silny na Cyprze i zwiększył się do prawie 4% w latach 2003-2005, podczas gdy na Malcie w tym okresie zatrudnienie rosło w tempie bardziej umiarkowanym. Jednakże w wyniku ożywienia wzrostu gospodarczego w ostatnich latach, sytuacja na rynku pracy w obu krajach umocniła się w ciągu 2007 r. Zarówno na Cyprze, jak i na Malcie stopa bezrobocia wykazywała tendencję spadkową i kształtowała się na poziomie odpowiednio 3,9% i 5,8% na koniec 2007 r. Znaczący napływ pracowników z zagranicy, w tym pracowników sezonowych, wspiera elastyczność rynków pracy w obu krajach.

W ostatnich latach zarówno na Cyprze, jak i na Malcie polityka fiskalna w większym stopniu sprzyjała osiągnięciu stabilności cen, jako że pozycja fiskalna tych państw znacząco się poprawiła. Początkowo wysoki wskaźnik deficytu budżetowego do PKB zaczął maleć w obu krajach w 2004 r. Na Cyprze wskaźnik deficytu na poziomie 6,5% PKB w 2003 r. przekształcił się w nadwyżkę na poziomie 1,5% w 2007 r., podczas gdy na Malcie wskaźnik deficytu spadł z 9,8% PKB w 2003 r. do 1,6% w 2007 r. W obu krajach polepszenie się sytuacji budżetowej rządu wynikało głównie z czynników niecyklicznych, chociaż w ostatnich latach środki tymczasowe również odegrały istotną rolę. Wskaźnik długu publicznego jest wysoki w obu krajach, jednak w ostatnich latach zmniejszał się. Na Cyprze wskaźnik długu spadł ze szczytowego poziomu 70,2% PKB w 2004 r. do 60% w 2007 r., podczas gdy na Malcie w tym samym okresie spadł z 72,7% PKB do 62,9%. Na Malcie wymagana jest dalsza konsolidacja fiskalna, jeśli państwo to ma osiągnąć swoje średnioterminowe cele określone w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Ponadto w obu krajach należy stworzyć wystarczające możliwości manewru w finansach publicznych, aby można było sprostać spodziewanemu pogorszeniu się sytuacji demograficznej, co prawdopodobnie

pociągnie za sobą wzrost wydatków publicznych związanych ze starzeniem się społeczeństwa.

Polityka pieniężna na Cyprze i na Malcie odegrała istotną rolę w procesie konwergencji. Oba kraje mają długą tradycję systemów sztywnego kursu walutowego, sięgającą lat sześćdziesiątych dwudziestego wieku. Ponadto utrzymanie stabilności cen zostało w 2002 r. ujęte jako główny cel polityki pieniężnej w ustawach regulujących działalność Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. Funt cypryjski został sztywno związany z ECU w 1992 r., a następnie z euro w 1999 r., z pasmem wahań $\pm 2,25\%$. Pasma to zostało w 2001 r. rozszerzone do $\pm 15\%$ w kontekście nieustannej stopniowej liberalizacji przepływów kapitału. Central Bank of Cyprus nie zastosował jednak szerszego pasma i kurs wymiany poruszał się w wąskim przedziale. Przez większość okresu od uzyskania przez Maltę niepodległości w 1964 r. lir maltański był sztywno powiązany z koszykiem walut, w którym duże wagi przypisano ECU/euro, funtowi szterlingowi oraz dolarowi amerykańskiemu. Jako że euro było walutą o największym udziale w koszyku (stanowiło 70%), wahania kursu wymiany lira wobec euro były stosunkowo niewielkie w latach poprzedzających przystąpienie do ERM II. Zarówno funt cypryjski, jak i lir maltański weszły do ERM II 2 maja 2005 r., przystępując ze standardowym pasmem wahań $\pm 15\%$. Władze maltańskie poinformowały wówczas o zamiarze utrzymania kursu wymiany lira na poziomie kursu centralnego do euro na zasadzie zobowiązania jednostronnego.

W ciągu 2007 r. polityka pieniężna banków centralnych Cypru i Malty była nadal ukierunkowana na osiągnięcie stabilności cen. Oba banki centralne wspierały sztywny kurs walutowy, utrzymując główne oficjalne stopy procentowe powyżej stóp procentowych EBC. Central Bank of Cyprus utrzymał swoją minimalną oferowaną stopę procentową przez większą część roku na stałym poziomie 4,5%, podczas gdy Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta podniósł swoją podstawową

stopę interwencyjną dwukrotnie, w styczniu i maju, ogółem o 50 punktów bazowych do 4,25%. Wyrównanie oficjalnych stóp procentowych ze stopami procentowymi EBC nastąpiło 21 grudnia 2007 r. na Cyprze i 28 grudnia 2007 r. na Malcie, co zakończyło proces konwergencji oficjalnych stóp procentowych. Stopy procentowe rynku pieniężnego na Cyprze i Malcie zmieniały się zasadniczo zgodnie z oficjalnymi stopami procentowymi w obu krajach, czego wynikiem było osiągnięcie konwergencji rynkowych stóp procentowych w grudniu 2007 r. Długoterminowe stopy procentowe już od początku 2006 r. były zbliżone do poziomów obserwowanych w strefie euro. Odzwierciedlało to zaufanie rynku do ogólnej sytuacji gospodarczej w obu krajach oraz wiarygodność prowadzonej przez nie polityki pieniężnej i walutowej.

Po przyjęciu euro głównym wyzwaniem politycznym dla Cypru i Malty jest realizacja odpowiednich krajowych polityk gospodarczych

w celu zapewnienia wysokiego stopnia trwałej konwergencji. Szczególnie istotna dla obu krajów będzie kontynuacja trwałej, wiarygodnej ścieżki konsolidacji fiskalnej w oparciu o działania strukturalne oraz poprawa pozycji fiskalnych poprzez zauważalną redukcję wskaźników zadłużenia. Ważne jest również utrzymanie umiarkowanego wzrostu płac uwzględniającego wzrost wydajności pracy, sytuację na rynku pracy i sytuację w krajach konkurencyjnych. W obu krajach wzmocnienie konkurencji na rynkach produktów oraz udoskonalenie funkcjonowania rynku pracy stanowią kluczowe czynniki w tym względzie. Przykładowo, na Cyprze należałoby zrewidować mechanizm rewaloryzacji płac oraz niektórych świadczeń socjalnych (takich jak zasiłek wyrównujący koszty utrzymania) w celu ograniczenia ryzyka związanego z inercją inflacyjną. Malta musi także zwrócić uwagę na przewyższenie strukturalnych ograniczeń dla wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy, w szczególności poprzez działania na rzecz zwiększenia aktywności zawodowej.

Ramka 10

STATYSTYCZNE KONSEKWENCJE ROZSZERZENIA STREFY EURO O CYPR I MALTĘ

Rozszerzenie strefy euro o Cypr i Maltę z dniem 1 stycznia 2008 r. jest trzecim przypadkiem, kiedy konieczna jest zmiana szeregów statystycznych strefy euro w związku z włączeniem dodatkowego państwa członkowskiego. Statystyki rozszerzonej strefy euro były, w razie potrzeby, opracowywane we współpracy z Komisją Europejską.

Wejście Cypru i Malty do strefy euro oznacza, że obywatele tych krajów stali się rezydentami tej strefy. Fakt ten wpływa na statystyki strefy euro, które nie są prostą sumą danych krajowych, takich jak statystyki pieniężne, bilansu płatniczego i międzynarodowych pozycji inwestycyjnych, a także rachunki finansowe, ponieważ należy w nich teraz uwzględnić transakcje realizowane pomiędzy obywatelami Cypru i Malty a pozostałymi rezydentami strefy euro.

Od stycznia 2008 r. Cypr i Malta zostały zobowiązane 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, banki centralne Cypru i Malty oraz EBC rozpoczęły przygotowania na długo zanim kraje te weszły do UE. Po przystąpieniu do ESBC, Central Bank of Cyprus i Bank Āentrali ta' Malta/Central

¹ Wymogi statystyczne EBC zostały zestawione w dokumencie „Statystyka EBC: przegląd” („ECB statistics: an overview”), kwiecień 2006 r.

Bank of Malta zintensyfikowały przygotowania w celu spełnienia wymogów EBC, dzięki czemu były w stanie sprostać zobowiązaniom statystycznym w zakresie statystyk pieniężnych, bankowych, bilansu płatniczego i innych statystyk finansowych. Dla niektórych obszarów statystycznych przygotowano przy współpracy tych państw plan działań, aby mogły one w 2008 r. stopniowo spełniać wymogi statystyczne EBC. Ponadto, banki centralne Cypru i Malty musiały przeprowadzić niezbędne przygotowania w ramach integracji cypryjskich i maltańskich 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 2008 r. konieczność zgłaszania transakcji (lub przepływów pieniężnych) i pozycji związanych z rezydentami Cypru i Malty jako części danych strefy euro, a nie transakcji i pozycji rezydentów spoza strefy euro.

Ponadto Malta, Cypr i inne kraje strefy euro muszą dostarczać dane z poprzednich okresów zawierające szczegółowe informacje geograficzne i sektorowe sięgające wstecz co najmniej do 2004 r., kiedy to Cypr wraz z Malcią przystąpiły do UE.

Jeśli chodzi o publikację statystyk strefy euro, EBC udostępnia w formie elektronicznej dwa zestawy szeregów czasowych, z których jeden zawiera wszystkie dostępne historyczne dane dla obecnej strefy euro (tj. z uwzględnieniem Cypru i Malty), a drugi obejmuje dane dotyczące poszczególnych składów strefy euro począwszy od 11 krajów w 1999 r.

2 PRAWNE ASPEKTY INTEGRACJI CENTRAL BANK OF CYPRUS I BANK ĆENTRALI TA' MALTA/ CENTRAL BANK OF MALTA Z EUROSYSTEMEM

Zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu, EBC dokonał przeglądu statutów Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta oraz innych istotnych przepisów cypryjskich i maltańskich pod względem ich zgodności z art. 109 Traktatu. EBC pozytywnie ocenił zgodność cypryjskiego i maltańskiego ustawodawstwa z Traktatem i ze Statutem ESBC w swoim sprawozdaniu o konwergencji dotyczącym Cypru i Malty opublikowanym w maju 2007 r.

EBC oraz Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta wdrożyły szereg instrumentów prawnych mających na celu zapewnienie ich pełnej integracji z Eurosystemem w dniu 1 stycznia 2008 r. Ramy prawne Eurosystemu zostały dostosowane w wyniku decyzji z 10 lipca 2007 r. podjętej przez Radę ECOFIN, której celem było uchylenie derogacji Cypru i Malty¹. Wprowadzenie euro na Cyprze i Malcie oraz integracja banków centralnych tych państw z Eurosystemem wymagały również wprowadzenia zmian do niektórych cypryjskich i maltańskich instrumentów prawnych.

W marcu 2007 r. statut Central Bank of Cyprus został dostosowany zgodnie z zaleceniami Raportów o Konwergencji Europejskiego Banku Centralnego z 2004 i 2006 r. Cypr trzykrotnie konsultował z EBC projekt zmian statutu Banku. EBC wydał trzy opinie, zawierające propozycje dalszych zmian, które znalazły odzwierciedlenie w ostatecznej wersji statutu². W ciągu 2007 r. Cypr konsultował z EBC również zmiany innych przepisów dotyczących takich dziedzin jak kwestie walutowe³.

Malta skonsultowała z EBC projekt zmian statutu Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta w dniu 30 marca 2006 r. EBC wydał opinię⁴ zawierającą propozycje dalszych zmian, które znalazły odzwierciedlenie w ostatecznej wersji statutu. W dniu 21 listopada 2006 r. Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta skonsultował się z EBC w związku z dalszymi zmianami jego statutu, zgodnymi z zaleceniami Raportu o Konwergencji Europejskiego Banku Centralnego z 2006 r. EBC zaopiniował⁵

zmiany, które znalazły odzwierciedlenie w ostatecznej wersji statutu Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta. W dniu 28 maja 2007 r. z EBC skonsultowano również poprawki do Dyrektywy Nr 1 Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta w sprawie wymogów dotyczących rezerwy obowiązkowej. EBC wydał opinię⁶ na temat tych zmian.

Decyzja Rady ECOFIN z 10 lipca 2007 r. wymusiła wprowadzenie zmian w Rozporządzeniu Rady (WE) nr 974/98 koniecznych do wprowadzenia euro jako waluty Cypru⁷ i Malty⁸ oraz przyczyniła się do przyjęcia Rozporządzenia Rady (WE) nr 1135/2007⁹ oraz Rozporządzenia Rady (WE) nr 1134/2007¹⁰ zmieniającego Rozporządzenie WE nr 2866/98, ustanawiającego nieodwołalny stały kurs wymiany funta cypryjskiego i lira maltańskiego do euro. Rada skonsultowała z EBC propozycje w sprawie obu tych Rozporządzeń a EBC wydał na ich temat opinię¹¹. EBC konsultował również prawodawstwo krajowe ustanawiające ramy prawne wprowadzenia waluty euro na Cyprze i Malcie¹².

Co się tyczy prawnych aspektów integracji Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta'

1 Decyzja Rady 2007/503/WE z dnia 10 lipca 2007 r. zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu w sprawie przyjęcia wspólnej waluty przez Cypr z dniem 1 stycznia 2008 r., Dz.U. L 186 z 18 lipca 2007 r., str. 29 oraz Decyzja Rady 2007/504/WE z dnia 10 lipca 2007 r. zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu w sprawie przyjęcia wspólnej waluty przez Malte z dniem 1 stycznia 2008 r., Dz.U. L 186 z 18.07.2007, str. 32.

2 CON/2006/4, CON/2006/33 oraz CON/2006/50.

3 CON/2007/39 i CON/2008/1.

4 CON/2006/23.

5 CON/2006/58.

6 CON/2007/16.

7 Rozporządzenie Rady (WE) nr 835/2007 z dnia 10 lipca 2007 r. zmieniające Rozporządzenie (WE) nr 974/98 w sprawie wprowadzenia euro na Cyprze, Dz.U. L 186 z 18.07.2007, str. 1.

8 Rozporządzenie Rady (WE) nr 836/2007 z dnia 10 lipca 2007 r. zmieniające Rozporządzenie (WE) nr 974/98 w sprawie wprowadzenia euro na Malcie, Dz.U. L 186 z 18.07.2007, str. 3.

9 Rozporządzenie Rady (WE) nr 1135/2007 z dnia 10 lipca 2007 r. zmieniające Rozporządzenie (WE) nr 2866/98 w odniesieniu do kursu wymiany na euro dla Cypru, Dz.U. L 256 z 02.10.2007, str. 2.

10 Rozporządzenie Rady (WE) nr 1134/2007 z dnia 10 lipca 2007 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 2866/98 w odniesieniu do kursu wymiany na euro dla Malty, Dz.U. L 256 z 02.10.2007, str. 1.

11 CON/2007/19, Dz.U. C 160, 13.7.2007, str. 1.

12 CON/2006/10 i CON/2007/1.



Malta/Central Bank of Malta z Eurosystemem, EBC przyjął niezbędne instrumenty prawne w celu określenia warunków wpłaty pozostałej części kapitału i przekazania rezerw walutowych obu banków do EBC¹³. Zgodnie z art. 27 ust. 1 Statutu ESBC, Rada Prezesów wydała zalecenie w sprawie zewnętrznych audytorów Central Bank of Cyprus¹⁴ i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta¹⁵ opracowujących roczne sprawozdania począwszy od roku budżetowego 2008. EBC dokonał ponadto przeglądu swoich ram prawnych i wprowadził w stosownych przypadkach zmiany związane z członkostwem Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta w Eurosystemie. EBC dokonał przeglądu cypryjskich i maltańskich przepisów prawnych wdrażających ramy prawne Eurosystemu dotyczące polityki pieniężnej i systemu TARGET2. Umożliwiło to cypryjskim i maltańskim kontrahentom uczestnictwo w głównych operacjach refinansujących Eurosystemu począwszy od 2 stycznia 2008 r. EBC przyjął również rozporządzenie dotyczące przepisów przejściowych w zakresie stosowania rezerw obowiązkowych przez Europejski Bank Centralny po wprowadzeniu waluty euro na Cyprze i Malcie¹⁶. Rozwiązano również porozumienie¹⁷ z Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta w sprawie ERM II.

- 13 Decyzja EBC/2007/22 z dnia 31 grudnia 2007 r. w sprawie wpłacenia przez Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw oraz zasobów Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 28, 01.02.2008, str. 36.
- 14 Zalecenie EBC/2007/12 z dnia 15 listopada 2007 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Central Bank of Cyprus, Dz.U. C 277, 20.11.2007, str. 1.
- 15 Zalecenie EBC/2007/17 z dnia 29 listopada 2007 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, Dz.U. C 304, 15.12.2007, str. 1.
- 16 Rozporządzenie EBC/2007/11 z dnia 9 listopada 2007 r. dotyczące przepisów przejściowych w zakresie stosowania rezerw obowiązkowych przez Europejski Bank Centralny po wprowadzeniu waluty euro na Cyprze i na Malcie, Dz.U. L 300, 17.11.2007, str. 44.
- 17 Porozumienie z dnia 14 grudnia 2007 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 319, 29.12.2007, str. 7.

3 OPERACYJNE ASPEKTY INTEGRACJI CENTRAL BANK OF CYPRUS ORAZ BANK ĆENTRALI TA' MALTA/CENTRAL BANK OF MALTA Z EUROSYSTEMEM

Po przyjęciu przez Radę ECOFIN decyzji z dnia 10 lipca 2007 r. w sprawie przyjęcia euro przez Cypr i Maltę z dniem 1 stycznia 2008 r., EBC poczynił przygotowania techniczne mające na celu pełną integrację Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta z Eurosystemem. Zgodnie z postanowieniami Traktatu, oba banki centralne przystąpiły 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 Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta z Eurosystemem zostały przeprowadzone przy ścisłej współpracy EBC z tymi bankami, która tam, gdzie było to konieczne, przybrała charakter wielostronnego współdziałania z 13 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 oraz produkcję banknotów. W obszarze operacji przygotowania obejmowały kompleksową analizę instrumentów i procedur wykorzystywanych do prowadzenia polityki pieniężnej, a także stosowanych w operacjach walutowych.

3.1 OPERACJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Po przyjęciu euro przez Cypr i Maltę z dniem 1 stycznia 2008 r. cypryjskie i maltańskie instytucje kredytowe zostały objęte wymogami Eurosystemu dotyczącymi rezerwy obowiązkowej. Jednakże w związku z tym, że dzień 1 stycznia 2008 r. przypadał niemalże w środku standardowego okresu utrzymywania rezerwy Eurosystemu trwającego od 12 grudnia 2007 r. do 15 stycznia 2008 r., zachodziła konieczność wprowadzenia przepisów w sprawie przejściowych minimalnych rezerw obowiązkowych na Cyprze i Malcie w tym okresie. Przepisy przejściowe były również

niezbędne w celu obliczenia podstawy rezerwy odpowiednich kontrahentów. Wykaz 215 cypryjskich i 22 maltańskich instytucji kredytowych objętych wymogami Eurosystemu dotyczącymi rezerwy obowiązkowej został po raz pierwszy udostępniony w serwisie internetowym EBC 31 grudnia 2007 r.

Przystąpienie Cypru i Malty do strefy euro zwiększyło wymogi dotyczące wysokości łącznej rezerwy obowiązkowej dla instytucji kredytowych w strefie euro o mniej niż 1% (odpowiednio 1,1 mld euro i 0,4 mld euro). Czynniki autonomiczne determinujące płynność w bilansie banków centralnych obu państw spowodowały redukcję łącznej rezerwy płynności o średnio 2,7 mld euro w okresie od 1 do 15 stycznia 2008 r. Podczas przeprowadzania kalkulacji operacje polityki monetarnej absorbujące płynność rozpoczęte przez Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta przed przystąpieniem do strefy euro również potraktowane zostały jako czynniki autonomiczne. Biorąc pod uwagę zarówno wymogi w zakresie rezerw, jak i czynniki autonomiczne, przystąpienie Cypru i Malty do strefy euro wpłynęło na redukcję łącznego zapotrzebowania sektora bankowości strefy euro na płynność o 1,2 mld euro, czyli o 0,3% zagregowanego zapotrzebowania na płynność.

Ogólnie nadwyżka płynności w wysokości 1,2 mld euro została bez zakłóceń skierowana poprzez rynek międzybankowy do banków w innych państwach strefy euro, aby kraje te mogły wykorzystać ją w celu spełniania wymogów dotyczących rezerwy obowiązkowej. Do dnia 15 stycznia cypryjscy kontrahenci deponowali średnio ok. 0,3 mld euro dziennie w depozycie w banku centralnym na koniec dnia.

EBC uwzględnił wpływ, jaki sytuacja ta wywarła na warunki płynności w strefie euro, poprzez dostosowanie kwot przydziału w zakresie głównych operacji refinansujących dla operacji rozliczanych dnia 28 grudnia o zapadalności dnia 4 stycznia. Przy nadwyżce płynności kontrahenci z Cypru i Malty złożyli

jedynie niewielką ilość ofert dla głównych operacji refinansujących na początku 2008 r., uczestnicząc jednak w operacjach dostrajających absorbujących płynność przeprowadzonych w dniach 2 i 3 stycznia, deponując 0,3 mld euro i 0,5 mld euro w Eurosystemie.

Przystępując do strefy euro Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta przyjęły system zabezpieczeń Eurosystemu. Central Bank of Cyprus zgłosił aktywa o wartości 4,2 mld euro ulokowane na Cyprze, a Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta zgłosił aktywa o wartości 3,1 mld euro ulokowane na Malcie jako zabezpieczenie operacji kredytowych Eurosystemu na dzień 1 stycznia 2008 r.

z precedensem ustanowionym w 2007 r., jakim było połączenie działalności operacyjnej przez Banka Slovenije i Banque centrale du Luxembourg w celu zarządzania ich udziałem w portfelu rezerw walutowych EBC, Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta uzgodniły połączenie ich działalności operacyjnej w celu zarządzania ich udziałem w portfelu rezerw walutowych EBC odpowiednio z Bank of Greece oraz Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. W związku z przekazaniem rezerw walutowych do EBC, Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta uzyskały wyrażoną w euro wierzycielność EBC.

3.2 WNIESIENIE KAPITAŁU, PRZEKAZANIE REZERW I AKTYWÓW REZERW WALUTOWYCH NA RZECZ EBC

Przystępując do ESBC 1 maja 2004 r. Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta wpłaciły 7% swojego udziału w kapitale subskrybowanym EBC jako wkład w koszty operacyjne EBC. Zgodnie z art. 49 Statutu ESBC, Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta wpłaciły pozostałą część swojej subskrypcji 1 stycznia 2008 r. Całkowity subskrybowany udział tych banków wynosi odpowiednio 7,2 mln euro oraz 3,6 mln euro, co stanowi 0,1249% i 0,0622% subskrybowanego kapitału EBC wynoszącego 5,761 mld euro na dzień 1 stycznia 2008 r.

Na początku 2008 r., zgodnie z art. 30 i 49 ust. 1 Statutu ESBC, Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta przekazały aktywa rezerwy walutowej (odpowiednio 73,4 mln euro i 36,6 mln euro) na rzecz EBC proporcjonalnie do aktywów rezerwy walutowej przekazanych do EBC przez inne krajowe banki centralne strefy euro, według ich udziału w subskrybowanym kapitale EBC. 15% łącznego wkładu dokonano w złocie, a 85% w dolarach amerykańskich. Postępując zgodnie

4 WYMIANA WALUTY NA CYPRZE I NA MALCIE

W sześć lat po udanym jednoczesnym wprowadzeniu banknotów i monet euro w 12 państwach strefy euro i w rok po tym, jak do Eurosystemu dołączyła Słowenia, 1 stycznia 2008 r. banknoty i monety euro wprowadzono na Cyprze i Malcie. Po miesięcznym okresie podwójnego obiegu euro całkowicie zastąpiło cypryjskiego funta i lira maltańskiego.

Podobnie jak w przypadku poprzednich wymian walut, terminowe i kompleksowe przygotowania miały podstawowe znaczenie dla płynnego wprowadzenia banknotów i monet euro. Zarówno Cypr, jak i Malta przygotowały plany wymiany waluty na szczeblu krajowym na długo przed dniem wprowadzenia euro (ang. *€-Day*). Plany te opierały się m.in. na ramach prawnych przyjętych przez Radę Prezesów w lipcu 2006 r. w związku z przygotowaniem do przejścia na walutę euro oraz zaopatrzenia wstępne i zaopatrzenia wtórne w banknoty i monety euro podmiotów poza strefą euro.

Na skutek decyzji Rady ECOFIN z 10 lutego 2007 r. w sprawie przyjęcia euro na Cyprze i Malcie, 1 stycznia 2008 r. Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta mogły pożyczać banknoty z Eurosystemu w ramach przygotowań do wymiany waluty i w związku z zapotrzebowaniem na walutę euro w 2008 r.

Aby pokryć zapotrzebowanie związane z wprowadzeniem euro, Eurosystem przekazał ze swoich rezerw 79,1 mln banknotów euro o wartości nominalnej 1.730,0 mln euro na rzecz Central Bank of Cyprus i 72,0 mln banknotów o wartości nominalnej 1.566,0 mln euro na rzecz Central Bank of Malta. Ze względów geograficznych i logistycznych fizycznego dostarczenia banknotów dokonały w imieniu Eurosystemu Bank of Greece, Banca d'Italia i Banco de Portugal.

Jeśli chodzi o monety euro, właściwe władze w obu krajach wybrały procedurę przetargu publicznego na zaopatrzenie rynku w wymaganą liczbę monet. Na potrzeby Cypru,

395,0 mln monet euro o wartości nominalnej 100,3 mln euro wyprodukowała Mennica Finlandii (ang. *Mint of Finland*), podczas gdy Mennica Paryska (fr. *Monnaie de Paris*) wybiła 200,0 mln monet euro o wartości nominalnej 56,1 mln euro dla Malty.

22 października 2007 r. Central Bank of Cyprus rozpoczął zaopatrzenie wstępne instytucji kredytowych w monety euro, a zaopatrzenie wstępne w banknoty euro rozpoczęło się 19 listopada 2007 r. Zaopatrzenie wtórne sprzedawców detalicznych i podmiotów obsługujących automaty do sprzedaży uruchamiane za pomocą gotówki rozpoczęło się w tym samym terminie co operacja zaopatrzenia wstępnego. Wsparciem dla zakrojonej na szeroką skalę wstępnej dystrybucji monet euro było wyprodukowanie około 40.000 zestawów startowych monet, o wartości 172 euro każdy, dostępnych dla firm i sprzedawców detalicznych od 3 grudnia 2007 r. W tym samym dniu do publicznej sprzedaży detalicznej trafiło 250.000 minizestawów o wartości 10 funtów cypryjskich każdy.

Na Malcie zaopatrzenie wstępne w monety euro rozpoczęło się pod koniec września 2007 r., a w banknoty euro – pod koniec października. Zaopatrzenie wtórne firm i sprzedawców detalicznych w banknoty i monety, w tym dystrybucja zestawów startowych monet o wartości 131 euro każdy, rozpoczęło się 1 grudnia 2007 r. Od 10 grudnia 2007 r. obywatele mieli możliwość zakupu jednego z 330.000 minizestawów o wartości 11,65 euro każdy.

Operacje zaopatrzenia wstępnego i wtórnego, które przyczyniły się do szerokiej dystrybucji pieniądza gotówkowego euro przed wprowadzeniem tej waluty do obiegu, w obu tych krajach zostały zakończone zgodnie z harmonogramem i miały podstawowe znaczenie dla pomyślnego przebiegu całego procesu. Na proces wymiany waluty na Cyprze i Malcie korzystny wpływ miało również szybkie dostosowanie bankomatów, które przestawiono na euro albo przed dniem wprowadzenia euro

lub 1 stycznia 2008 r. Ponadto, sprzedawcy detaliczni zaczęli wydawać resztę tylko w euro począwszy od pierwszego dnia wprowadzenia tej waluty.

W obu państwach euro wprowadzono do obiegu zgodnie ze scenariuszem „wielkiego wybuchu” (ang. „*big bang*”), tzn. banknoty i monety euro zostały fizycznie wprowadzone do obiegu w tym samym terminie, w którym euro stało się legalnym środkiem płatniczym. Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta będą wymieniać banknoty wycofanych walut przez okres 10 lat, a monety – przez 2 lata.

W związku z wprowadzeniem euro na Cyprze i Malcie, krajowe banki centralne strefy euro wymieniały banknoty funtów cypryjskich i lirów maltańskich na euro według wartości nominalnej od pierwszego dnia roboczego 2008 r. Do 29 lutego 2008 r. będzie to oferowane jako usługa bezpłatna¹⁸. Wymienianą kwotę ograniczono do 1.000 euro na osobę/transakcję w jednym dniu.

KAMPANIA INFORMACYJNA NA TEMAT WPROWADZENIA EURO

EBC, we współpracy z Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta, zaprojektował i zrealizował kompleksowe kampanie informacyjne w ramach przygotowań do wprowadzenia euro na Cyprze i Malcie z dniem 1 stycznia 2008 r. Celem tych wspólnych kampanii informacyjnych na temat euro było zapoznanie opinii publicznej z wyglądem i zabezpieczeniami banknotów i monet euro, jak również z planowanym przebiegiem wymiany pieniędzy. Szczególną uwagę zwrócono na podmioty zajmujące się obsługą znaków pieniężnych oraz na osoby niewidome i niedowidzące, dla których przygotowano specjalne szkolenia oraz materiały.

Wszystkim działaniom informacyjnym związanym z wymianą waluty na Cyprze i Malcie towarzyszyło logo „Euro. Nasz pieniądz.” stosowane już w kampaniach

informacyjnych na temat wprowadzenia banknotów i monet euro od 2002 r.

Wspólne kampanie informacyjne na temat euro łączyły w sobie działalność badawczą, wydawniczą, kampanie prasowe i public relations oraz program partnerski, jak również przygotowanie stron internetowych poświęconych temu tematowi. Ustalenia przeprowadzonego w 2006 r. ogólnoeuropejskiego badania jakości były podstawą do szerokiego wykorzystania czynnika ludzkiego do przekazywania informacji o walucie euro. Aby przybliżyć euro społeczeństwu, w materiałach informacyjnych pojawiały się zdjęcia obywateli Cypru i Malty w sytuacjach związanych z używaniem gotówki. W kampanii uwzględniono również doświadczenia z kampanii informacyjnej na temat euro przeprowadzonej w Słowenii, gdzie kampania łącząca różne działania informacyjne zyskała aprobatę w badaniu przeprowadzonym w lutym 2007 r.

EBC wyprodukował, a Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta’ Malta/Central Bank of Malta rozpowszechniły, prawie 1,8 mln publikacji w języku greckim, maltańskim, angielskim i tureckim. Każde gospodarstwo domowe na Cyprze i Malcie otrzymało jedną z 560.000 „oficjalnych ulotek informacyjnych” (ang. *public information leaflets*). Razem z tymi ulotkami gospodarstwa domowe na Cyprze otrzymały również kalkulator do przeliczania lokalnej waluty na euro oraz dwie karty z wizerunkami banknotów euro, podczas gdy na Malcie otrzymały po 2 specjalne karty informacyjne (ang. *euro conversion cards*) o wymiarach karty kredytowej z dwoma obrazami, pojawiającymi się w zależności od kąta nachylenia karty. Na Malcie na karcie znajdowała się tabela

¹⁸ Art. 52 Statutu ESBC wymaga, by Rada Prezesów EBC podjęła niezbędne działania w celu zapewnienia, że banknoty denominowane w walutach, których kurs wymiany względem euro został nieodwołalnie ustalony, były wymieniane na euro przez krajowe banki centralne wg ustalonego paritetu. W tej sytuacji Rada Prezesów 24 lipca ogłosiła wytyczne dotyczące wymiany takich banknotów.

do przeliczania standardowych kwot w euro i lirach maltańskich, a na odwrocie banknot 20 euro i jego zabezpieczenia. Na Cyprze na karcie przedstawiono banknoty 20 euro i 50 euro oraz ich zabezpieczenia.

Szczególną uwagę poświęcono osobom niewidomym i niedowidzącym. Audioulotka euro (ang. „€ *talking card*”) – innowacyjny produkt skonstruowany na zasadzie grających kart urodzinowych – zawierała elektroniczny chip z nagraniem trzyminutową wiadomością opisującą główne cechy charakterystyczne euro oraz informacją na temat organizacji przechodzenia na euro w danym kraju.

Kilka wydarzeń z zakresu public relations oraz imprez dla prasy zostało szeroko opisanych w mediach: transparenty z euro na budynkach Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta, konferencja na temat euro zorganizowana na Malcie w celu rozwoju dialogu na temat ekonomicznych i praktycznych aspektów waluty euro, wykład dla środowiska akademickiego na Cyprze oraz uroczystości związane z euro zorganizowane odpowiednio 12 i 18 stycznia 2008 r. na Malcie i na Cyprze. W celu przedstawienia miarodajnych informacji na temat organizacji, zadań i działalności EBC/Eurosystemu, we wrześniu 2007 r. dla dziennikarzy z Cypru i Malty zorganizowano dwudniowe seminarium w siedzibie EBC we Frankfurcie.



ROZDZIAŁ 4

STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA

I STABILNOŚĆ FINANSOWA

Eurosystem przyczynia się do sprawnej realizacji polityki przez odpowiednie 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, przy współpracy z Komitetem Nadzoru Bankowego przy ESBC, stara się zapewnić stabilność systemu finansowego¹. Do jego głównych działań należy monitorowanie zagrożeń dla stabilności finansowej i ocena zdolności systemu finansowego do absorpcji wstrząsów. 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 rynków finansowych i innych instytucji finansowych oraz ich powiązań z bankami sprawia, że konieczne jest, aby ESBC monitorował słabe punkty tych elementów składowych systemu finansowego.

ZMIANY KONIUNKTURALNE

W 2007 r. zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych w drugiej połowie roku zrodziły szereg kwestii dotyczących stabilności finansowej w strefie euro. Główne zmiany, ich dynamika i wnioski, jakie można wyciągnąć z tych wydarzeń, zostały opisane w innym miejscu niniejszego raportu (zob. podrozdział 2 rozdziału 1), jak również w szeregu publikacji EBC na ten temat, zwłaszcza w Przeglądzie Stabilności Finansowej (*ECB Financial Stability Review*). Ogólnie rzecz biorąc, pomimo zaburzeń na rynkach system finansowy strefy euro był w 2007 r. solidny i odporny na wstrząsy. Jednak jego zdolność do absorpcji wstrząsów była poddawana ciężkiej próbie w drugiej połowie roku. Chociaż sytuacja makroekonomiczna w ciągu roku w znacznym stopniu sprzyjała stabilności systemu finansowego, w lipcu

i sierpniu nastąpiło gwałtowne odwrócenie korzystnych warunków na rynku finansowym. W tym okresie zaburzeń na rynku finansowym, wywołanych wysokim wzrostem odsetka niespłaconych kredytów na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych typu *subprime*, nastąpiło przeszacowanie ryzyka kredytowego na kilku rynkach, co ostatecznie doprowadziło do zakłócenia funkcjonowania głównych rynków finansowych.

Zanim nastąpiły zaburzenia rynkowe, system finansowy strefy euro miał bardzo silną pozycję finansową w wyniku utrzymującej się od kilkunastu lat wysokiej rentowności sektora bankowego, która trwała do pierwszej połowy 2007 r. Dzięki temu system bankowy posiadał wystarczająco duże zapasy, aby dokonać absorpcji wstrząsów. Poprawa rentowności dużych banków strefy euro w pierwszej połowie 2007 r. była w przeważającym stopniu wynikiem silnego wzrostu dochodów pozaodsetkowych, podczas gdy przychody netto z tytułu odsetek były ograniczane przez płaską krzywą dochodowości pomimo silnego, choć coraz wolniejszego, wzrostu kredytów dla sektora prywatnego. Rentowność dużych banków strefy euro wynikała również z utrzymującego się niskiego poziomu odpisów aktualizacyjnych z tytułu trwałej utraty wartości aktywów. Przeszacowanie ryzyka kredytowego oraz trudniejsze warunki rynkowe w zakresie finansowania płynności wywarły jednak negatywny wpływ na poziomy rentowności w drugiej połowie roku. Ten negatywny wpływ wynikał częściowo ze zmian wyceny zabezpieczeń kredytów *subprime* i kredytów strukturyzowanych, jak również lewarowanych zobowiązań kredytowych. Zaburzenia na rynku kredytowym miały konsekwencje zwłaszcza dla pozaodsetkowych dochodów banków, podczas gdy banki uzależnione od hurtowych źródeł

¹ Od końca 2004 r. EBC publikuje dwa razy do roku raport o stabilności systemu finansowego strefy euro pt. *ECB Financial Stability Review*. W 2007 r. wydał również szóstą edycję raportów w sprawie „Stabilności sektora bankowego UE” (oraz „Struktur bankowych UE”). Publikacje te, dostępne w serwisie internetowym EBC, prezentują główne wnioski oparte na regularnym monitorowaniu struktury i stabilności sektora bankowego przez Komitet Nadzoru Bankowego ESBC.

finansowania (ang. *wholesale funding sources*) również musiały stawić czoła wyzwaniom dotyczącym zwiększenia źródeł przychodów netto z tytułu odsetek.

Podczas gdy wysoka rentowność w pierwszej połowie 2007 r. przyczyniła się do wzrostu kapitału banków, współczynniki wypłacalności nieco się zmniejszyły, gdyż aktywa wazone ryzykiem rosły w szybszym tempie niż bazy kapitałowe banków. Pomimo to poziomy wypłacalności pozostały na poziomie znacznie przekraczającym minimalne wymogi regulacyjne w pierwszej połowie 2007 r. Pomimo negatywnych zmian w zakresie rentowności w drugiej połowie roku, bezpośrednie konsekwencje zaburzeń na rynku finansowym raczej nie będą miały znacznego wpływu na współczynniki wypłacalności dużych banków w strefie euro za 2007 r., co wskazuje, że banki te utrzymały odpowiednią zdolność absorpcji wstrząsów.

Poza możliwymi konsekwencjami zaburzeń na rynku kredytowym, przyszłe zagrożenia dla systemu bankowego strefy euro dotyczą głównie możliwości pogorszenia cyklu kredytowego, co będzie miało negatywne skutki dla jakości aktywów banków i wartości odpisów aktualizacyjnych z tytułu utraty wartości aktywów. Ponadto możliwość gwałtownego rozwoju globalnej nierównowagi w dalszym ciągu stanowi źródło średniookresowego ryzyka dla globalnej stabilności finansowej.

Warunki finansowe w branży ubezpieczeniowej w strefie euro ulegały dalszej poprawie w pierwszej połowie 2007 r., wzmacniając tym samym tendencje obserwowane od 2004 r. Na poprawę miał wpływ dalszy wzrost składek, jak również ograniczenie kosztów i niewielkie zmiany w zakresie strat. Do poprawy rentowności przyczynił się również wzrost przychodów z inwestycji wynikający z korzystnej sytuacji na giełdach w pierwszej połowie 2007 r. Jednak w sektorze ubezpieczeniowym utrzymują się pewne zagrożenia i mogły się one nawet zwiększyć. Jednym z największych zagrożeń dla ubezpieczycieli jest ryzyko związane



z rynkiem finansowym. Chociaż wydaje się, że firmy ubezpieczeniowe w strefie euro mają ograniczone pozycje w kredytach hipotecznych typu *subprime* i strukturyzowanych produktach kredytowych, pewne zaniepokojenie mogą budzić drugorzędne skutki wymagającego otoczenia rynku kredytowego. Kolejnym rodzajem ryzyka może być zwiększona konkurencja, zwłaszcza w segmencie ubezpieczeń innych niż ubezpieczenia na życie, co może spowodować presję na zmniejszenie wzrostu składek ubezpieczeniowych.

W 2007 r. branża globalnych funduszy zabezpieczających nadal rozwijała się jako całość, chociaż w ciągu roku występowały znaczne zmiany wartości wpływów netto. Wpływy środków netto były bardzo wysokie w pierwszej połowie roku, pomimo krótkotrwałych zaburzeń na rynkach finansowych pod koniec lutego i na początku marca. Jednak w drugiej połowie roku negatywny wpływ na napływ środków netto do sektora funduszy zabezpieczających miały zaburzenia na rynku kredytowym i rozległe straty w sierpniu, które wpłynęły na wszystkie strategie inwestycyjne stosowane przez fundusze zabezpieczające. Pomimo to na koniec III kw. 2007 r. sektor funduszy zabezpieczających jako

całość w dalszym ciągu odnotowywał zyski, licząc narastająco od początku roku.

ZMIANY STRUKTURALNE

Zmiany strukturalne w sektorze bankowym, które zwykle zachodzą w ciągu dłuższego okresu, mogą mieć istotny wpływ na stabilność systemu finansowego. W 2007 r. nadal utrzymywały się główne długookresowe tendencje w zakresie konsolidacji i pośrednictwa. Struktura rynków bankowych w dalszym stopniu znacząco się różniła w poszczególnych państwach członkowskich UE.

Proces konsolidacji, czego dowodzi spadek liczby instytucji kredytowych, był w dalszym ciągu intensywny, chociaż jego tempo malało. Na koniec 2006 r. liczba instytucji kredytowych w państwach UE-25 była o 2% niższa niż w 2005 r. Jednocześnie wzrost wartości usług pośrednictwa bankowego mierzonych jako suma aktywów bankowych w dalszym ciągu był wyższy niż nominalny wzrost PKB. Malejąca liczba instytucji kredytowych w połączeniu ze zwiększeniem aktywów bankowych wskazuje na rosnące znaczenie większych instytucji.

Zmniejszenie liczby instytucji kredytowych było ściśle związane z (w większości krajowymi) fuzjami i przejęciami (M&A) w sektorze bankowym UE. Jednocześnie, w 2007 r. nadal utrzymywał się spadek liczby transakcji M&A obserwowany od 2000 r. Transakcje transgraniczne pomiędzy instytucjami kredytowymi w UE i spoza UE stanowią wyjątek, gdyż ich liczba wzrastała, zwłaszcza w okresie ostatnich dwóch lat. Wartość transakcji fuzji i przejęć wzrosła jednak w 2007 r., głównie w wyniku dużych transakcji krajowych w niektórych państwach członkowskich. Wraz z przejęciem ABN Amro przez konsorcjum Royal Bank of Scotland, Santander i Fortis, transakcje transgraniczne w UE zyskały nową skalę. Wskazuje to na dominację stosunkowo małej liczby transakcji na dużą skalę, które były przeprowadzane co roku, począwszy od roku 2004.

Jeśli chodzi o kanały dystrybucji wykorzystywane w bankowości detalicznej, można zidentyfikować szereg zmian. Sieci oddziałów ulegają zmianom pod względem lokalizacji i usług w celu zwiększenia efektywności kosztowej i lepszego włączenia się do nowych kanałów dystrybucji wykorzystywanych przez instytucje kredytowe. Ponadto gwałtowny rozwój odnotowują elektroniczne kanały dystrybucji, nie tylko w zakresie dostarczania informacji i usług transakcyjnych, ale również promocji i sprzedaży produktów bankowych. W odpowiedzi na silną konkurencję w obszarze kredytów konsumenckich banki poszerzają również współpracę ze stronami trzecimi, takimi jak detaliści, spółki finansowe i grupy pośredników usług finansowych. Zmiany te, a zwłaszcza rosnące wykorzystanie kanałów elektronicznych, mogą spowodować pojawienie się różnych rodzajów ryzyka, np. ryzyko operacyjne, utraty reputacji, płynności, ryzyko prawne i strategiczne. Do tej pory nie odnotowano jednak żadnych istotnych zagrożeń dla stabilności finansowej, gdyż kanały elektroniczne w dalszym ciągu mają ograniczone znaczenie dla większości banków.

1.2 USTALENIA W ZAKRESIE STABILNOŚCI FINANSOWEJ

Główne wydarzenia w zakresie ustaleń dotyczących stabilności finansowej w 2007 r. dotyczyły dalszych działań na podstawie ustaleń unijnego ćwiczenia symulacyjnego dotyczącego sytuacji kryzysu finansowego przeprowadzonego w kwietniu 2006 r.² Grupa robocza *ad hoc* Komitetu Ekonomiczno-Finansowego ds. kwestii stabilności finansowej UE, której mandat obejmował analizę kluczowych kwestii wynikających z ćwiczenia symulacyjnego i w której reprezentowany był EBC, przedstawiła sprawozdanie końcowe we wrześniu 2007 r.

2 Ćwiczenie zostało zorganizowane przez Komitet Ekonomiczno-Finansowy, a jego celem było poddanie testom porozumienia (ang. *Memorandum of Understanding*) w sprawie współpracy w sytuacji kryzysu finansowego pomiędzy organami nadzoru bankowego, bankami centralnymi oraz ministerstwami finansów. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Raporcje Rocznym EBC za rok 2006, s. 153.

wraz z szeregiem zaleceń, które były następnie zatwierdzane przez Komitet Ekonomiczno-Finansowy. W ramach dyskusji EBC podkreślał, że prace powinny się koncentrować głównie na zapobieganiu kryzysom finansowym, jednak bez zaniechania kwestii dotyczących zarządzania kryzysami, jeśli już wystąpią, oraz ich ostatecznego rozwiązywania. W ramach tego przedsięwzięcia Komitet Nadzoru Bankowego, we współpracy z Komitetem Europejskich Nadzorców Bankowych (KENB), opracował wspólne ramy analityczne do oceny systemowych konsekwencji kryzysu finansowego w celu stworzenia wspólnego języka dyskusji pomiędzy władzami państw członkowskich dotkniętych transgranicznym kryzysem finansowym. Pozwoli to odpowiednim władzom krajowym zająć się w sposób bardziej efektywny wpływem kryzysu na ich krajowe systemy finansowe i gospodarkę realną.

W wyniku zaleceń Komitetu Ekonomiczno-Finansowego, w październiku 2007 r. Rada ECOFIN uzgodniła strategiczną „mapę drogową” na rzecz wzmocnienia ustaleń UE dotyczących stabilności finansowej zarówno na szczeblu UE, jak i krajowym. Na początek Rada przyjęła zbiór wspólnych zasad zarządzania transgranicznymi kryzysami finansowymi, które zostaną włączone do porozumienia (ang. *Memorandum of Understanding*) pomiędzy bankami centralnymi, organami nadzoru i ministrami finansów państw członkowskich UE. Zostanie ono podpisane wiosną 2008 r. i będzie stanowiło rozszerzenie porozumienia podpisanego w 2005 r. Rozszerzone porozumienie obejmie również wyżej wspomniane wspólne ramy analityczne. Będzie ponadto zawierało praktyczne wytyczne z zakresu zarządzania kryzysowego, odzwierciedlające jednoznaczne rozumienie działań, które należy podjąć w przypadku kryzysu transgranicznego. Rada ECOFIN zachęciła również państwa członkowskie mające takie same obawy dotyczące stabilności finansowej do opracowywania i podpisywania specjalnych „dobrowolnych, szczegółowych umów o współpracy” zgodnych z rozszerzonym na całą UE porozumieniem i opartych na

ustaleniach z zakresu transgranicznego nadzoru w celu zapobiegania kryzysom. Komisję Europejską poproszono, w ścisłej współpracy z państwami członkowskimi, o rozważenie możliwych usprawnień, a w razie potrzeby, o przedstawienie propozycji zmian w przepisach, zwłaszcza w zakresie wymiany informacji, międzynarodowego transferu aktywów, likwidacji grup bankowych oraz ustaleń w zakresie systemów gwarantowania depozytów. Komisja Europejska analizuje już Dyrektywę 2001/24/WE w sprawie reorganizacji i likwidacji instytucji kredytowych, biorąc pod uwagę wkład techniczny EBC, w celu przedstawienia w 2008 r. propozycji zmierzających do dalszej poprawy ustaleń w zakresie rozwiązywania kryzysów i zarządzania nimi przez grupy bankowe UE.

2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR

2.1 ZAGADNIENIA OGÓLNE

W ostatnich latach priorytetem było zapewnienie skuteczności i efektywności ram regulacyjnych i nadzoru UE dla usług finansowych. Proces Lamfalussy'ego³ dotyczący regulacji finansowych i nadzoru, utworzony w sektorze papierów wartościowych w 2002 r. oraz rozszerzony na sektor bankowy i ubezpieczeniowy w 2005 r., został opracowany w celu zapewnienia odpowiedniego otoczenia instytucjonalnego w tym zakresie.

Dokładnie monitorowano postępy na drodze do konwergencji i współpracy w ramach procesu Lamfalussy'ego. Pierwszy pełny przegląd procesu Lamfalussy'ego dotyczącego regulacji finansowych i nadzoru w sektorach finansowych został przeprowadzony w drugiej połowie 2007 r., a jego kulminacją było przyjęcie przez Radę ECOFIN wniosków na posiedzeniu w dniu 4 grudnia 2007 r. W ramach przeglądu skorzystano z ocen różnych instytucji i forów UE, w tym Komisji Europejskiej, Międzyinstytucjonalnej Grupy Monitorującej, Komitetu ds. Usług Finansowych oraz Parlamentu Europejskiego. Eurosystem, który aktywnie wspierał metodę Lamfalussy'ego od początku jej powstania i śledził jej rozwój w ramach zadań mających na celu prowadzenie sprawnej polityki w zakresie nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi oraz polityki w zakresie stabilności systemu finansowego, opublikował materiał na ten temat w dniu 30 listopada 2007 r.

W tej publikacji Eurosystem zauważył, że zmiany na rynku, a szczególnie postępująca integracja banków, rosnące znaczenie grup bankowych UE prowadzących działalność transgraniczną na dużą skalę oraz rosnąca centralizacja funkcji biznesowych, wskazują na pilną potrzebę zwiększenia transgranicznej konwergencji i współpracy w zakresie nadzoru nad bankami UE. Zapewniłoby to efektywny monitoring transgranicznego ryzyka finansowego i skuteczne reagowanie na nie, zapewniając jednocześnie usprawnioną

strukturę nadzoru i równe szanse dla uczestników rynku. Jeśli te cele mają zostać zrealizowane, niezbędne są usprawnienia na każdym etapie procesu regulacji i nadzoru.

Eurosystem uznaje ponadto, że rola KENB w strukturze instytucjonalnej UE powinna być wzmocniona i należy położyć większy nacisk na obowiązki członków KENB w zwiększaniu konwergencji i współpracy w ramach UE. Jednocześnie należy wyraźniej sprecyzować cele polityki UE. Jeśli chodzi o ramy regulacyjne, Eurosystem dostrzega potrzebę dalszego zwiększania konwergencji w zakresie prawodawstwa UE dotyczącego bankowości. Podczas gdy głównym priorytetem w obszarze współpracy pomiędzy organami nadzoru państwa macierzystego i goszczącego będzie bieżące wdrażanie wzmocnionych ram regulacyjnych utworzonych na podstawie dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (ang. *Capital Requirements Directive – CRD*)⁴, należy rozważyć jeszcze inne kwestie. Na szczególną uwagę zasługują w tym kontekście ustalenia w sprawie współpracy między organami państwa macierzystego i goszczącego w zakresie oddziałów zagranicznych, zwłaszcza w sprawie zapewnienia odpowiedniego zaangażowania państwa goszczącego w odniesieniu do dużych oddziałów zagranicznych. W celu przyspieszenia

3 Metoda Lamfalussy'ego składa z czterech poziomów. Na poziomie pierwszym określone są podstawowe zasady przyjmowania aktów legislacyjnych w drodze zwykłego trybu legislacyjnego: procedury podejmowania wspólnej decyzji przez Parlament Europejski i Radę Europejską, które działają w oparciu o propozycję Komisji Europejskiej. Na poziomie drugim zatwierdzane są i zmieniane przepisy wykonawcze służące wdrożeniu aktów prawnych z poziomu pierwszego poprzez szybką ścieżkę proceduralną. Poziom trzeci dotyczy prac komitetów tego poziomu służących wzmocnieniu konwergencji nadzorów i współpracy. Poziom czwarty odnosi się do działań Komisji mających na celu wzmocnienie możliwości egzekwowania prawodawstwa UE. Aby uzyskać bardziej szczegółowe informacje, zob. *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* z 15 lutego 2001 r. dostępny na stronie internetowej Komisji Europejskiej. Zob. również Raport Roczny EBC za rok 2003, s. 111 w wersji angielskiej.

4 Dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych obejmuje dwie przedrządowane dyrektywy z dnia 14 czerwca 2006 r.: Dyrektywę 2006/48/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz Dyrektywę 2006/49/WE w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych.

konwergencji wymogów w zakresie nadzoru Eurosystem wskazuje na znaczenie, jakie wzmocniony proces podejmowania decyzji ma dla KENB, w połączeniu z wdrożeniem skutecznego systemu ujawnień nadzorczych oraz oceny środowiska w myśl zasady „przestrzegaj lub wyjaśnij” (ang. *comply-or-explain*). Ostatnio wprowadzono kilka działań mających na celu zwiększenie konwergencji procesów nadzorczych. Dotyczą one zwłaszcza konsekwentnego wdrażania standardów i wytycznych KENB w zwykłym trybie, „współpracy w sieci operacyjnej” w ramach organów nadzorczych odpowiedzialnych za grupy bankowe UE, delegowania zadań i mediacji pomiędzy nadzorami oraz wysiłków na rzecz stworzenia wspólnej kultury nadzorczej. Eurosystem uznaje, że istotne jest efektywne wdrażanie tych działań i ich dalszy rozwój w kolejnym okresie.

2.2 BANKOWOŚĆ

EBC we współpracy z Komitetem Nadzoru Bankowego prowadził prace z zakresu zarządzania ryzykiem płynności w bankach. Raport na temat zarządzania ryzykiem płynności w transgranicznych grupach bankowych w UE został ukończony w I kw. 2007 r. i tym samym był zgodny z harmonogramem prac regulacyjnych Komisji Europejskiej w obszarze ryzyka płynności. Raport został przekazany do Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego i KENB jako wkład do ich prac w tym zakresie.

Poprawiona wersja raportu została opublikowana w październiku 2007 r. jako specjalny artykuł w raporcie EBC zatytułowanym *EU banking structures*. Koncentruje się on na kwestiach dotyczących regulacji płynności oraz zmian w organizacji zarządzania ryzykiem płynności banków transgranicznych, jak również ewentualnych konsekwencjach dla stabilności finansowej. Główne ustalenia raportu można podsumować w następujący sposób. Po pierwsze, banki transgraniczne nie uważają, że rozdrobnienie

przepisów dotyczących ryzyka płynności w UE nakłada nadmierne ograniczenia na zarządzanie płynnością wewnątrz grupy w wymiarze transgranicznym. Jednak banki wskazały, że inne regulacje dotyczące porozumień pomiędzy państwami macierzystymi i goszczącymi oraz limity dużych zaangażowań mogą stanowić potencjalne przeszkody w skutecznym zarządzaniu ryzykiem płynności. Po drugie, chociaż banki transgraniczne doceniają użyteczność inicjatyw podejmowanych przez banki centralne w celu zmierzenia się z problemami dotyczącymi międzynarodowych przepływów płynności i transgranicznego wykorzystania zabezpieczeń, zauważają, że pewne przeszkody dotyczące grupowania płynności i transgranicznego wykorzystania zabezpieczeń mogą się utrzymać. Po trzecie, pomimo utrzymujących się różnic w zarządzaniu ryzykiem płynności banków transgranicznych, potwierdzono istnienie tendencji do centralizacji polityk i procedur w zakresie zarządzania płynnością oraz decentralizacji zwykłego zarządzania płynnością. Po czwarte, zaawansowane metody zarządzania wewnętrznym ryzykiem płynności w dalszym ciągu nie są szeroko stosowane, ale większe banki, które opracowały takie metody, chciałyby wykorzystywać je również na potrzeby regulacji. Z drugiej strony, mniejsze banki wykorzystują obecnie współczynniki płynności określone przez nadzór również na potrzeby wewnętrznego zarządzania. I wreszcie, do głównych zmian na rynku, które mają wpływ na zarządzanie ryzykiem płynności przez banki, zaliczono skrócenie perspektywy czasowej zobowiązań płatniczych banków, wykorzystywanie źródeł finansowania w większym stopniu opierających się na rynku i potencjalnie bardziej zmiennych oraz rosnącą potrzebę posiadania zabezpieczeń wysokiej jakości.

EBC we współpracy z Komitetem Nadzoru Bankowego będzie kontynuował prace w tym istotnym obszarze. W tym kontekście Komitet Nadzoru Bankowego przeprowadzi analizę obecnych praktyk dotyczących przeprowadzania testów ryzyka płynności

banków UE w warunkach skrajnych oraz planów w zakresie pozyskania rezerwowych środków finansowych.

W EBC trwają również prace związane z ewentualnymi procyklicznymi skutkami dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych. Na mocy tej dyrektywy, Komisja Europejska we współpracy z państwami członkowskimi oraz biorąc pod uwagę wkład EBC uzyskała mandat do okresowego monitorowania, czy minimalne wymogi kapitałowe mają znaczny wpływ na cykl koniunkturalny, oraz do proponowania środków naprawczych, jeśli okaże się, że taka sytuacja ma miejsce. W tym celu, KNB i KENB wspólnie opracowują ramy analityczne do oceny ewentualnego procyklicznego wpływu nowych ram dotyczących kapitału regulacyjnego.

finansowym i ewentualne konsekwencje dla stabilności finansowej. Po przedstawieniu raportu na temat wysoko lewarowanych instytucji opracowanego przez Forum Stabilności Finansowej (FSF) potwierdzono, że istnieje międzynarodowy konsensus w sprawie dominującej pośredniej metody regulacyjnej w oparciu o dokładną kontrolę funduszy zabezpieczających przez ich kontrahentów, głównie banki oraz inwestorów. EBC w pełni popiera stosowanie metody pośredniej oraz przestrzeganie najlepszych praktyk przez uczestników rynku. FSF dokładnie monitoruje wdrażanie swoich zaleceń skierowanych do organów nadzoru, kontrahentów, inwestorów i sektora funduszy zabezpieczających oraz przedstawiło już dokonane w tym zakresie postępy prezesom banków centralnych i ministrom finansów z krajów G10.

2.3 PAPIERY WARTOŚCIOWE

EBC wniósł wkład do prac regulacyjnych UE w obszarze papierów wartościowych przez uczestnictwo w pracach Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych. EBC uczestniczył również jako obserwator w pracach grupy ekspertów ds. europejskiego rynku papierów wartościowych (ang. *European Securities Market Expert Group – ESME*) utworzonej przez Komisję Europejską jako organ doradczy ds. sektora papierów wartościowych.

Ogólnie rzecz biorąc, w 2007 r. władze publiczne skoncentrowały się na prawidłowym wdrożeniu przez państwa członkowskie dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (ang. *Markets in Financial Instruments Directive*) oraz dyrektywy w sprawie przejrzystości (ang. *Transparency Directive*), jak również na określeniu potrzeby dalszych interwencji regulacyjnych.

EBC aktywnie uczestniczył na forum międzynarodowym i europejskim w dyskusji na temat ewentualnych działań regulacyjnych dotyczących funduszy zabezpieczających, ze względu na ich rosnące znaczenie w systemie

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 UE, 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 2007 r. EBC kontynuował działania we wszystkich czterech wymienionych dziedzinach.

ZWIĘKSZANIE ŚWIADOMOŚCI W ZAKRESIE INTEGRACJI FINANSOWEJ I JEJ MONITOROWANIE

W marcu 2007 r. EBC opublikował nowy roczny dokument zatytułowany „Integracja finansowa w Europie”. Głównym celem tego raportu jest wniesienie wkładu do rozwoju integracji finansowej w Europie oraz zwiększenie świadomości opinii publicznej w zakresie roli Eurosystemu we wspieraniu procesu integracji finansowej. Raport dzieli się na trzy rozdziały. W rozdziale pierwszym przedstawiono dokonaną przez EBC ocenę stanu integracji finansowej w strefie euro. Oceny dokonano w oparciu o szereg wskaźników ilościowych (ich szczegółowy opis przedstawiony w załączniku statystycznym) obejmujących wiele istotnych aspektów systemu finansowego (takich jak rynki pieniężne, rynki obligacji, akcji

i rynek bankowy, jak również infrastrukturę rynkową), które są publikowane co pół roku na stronie EBC i co roku we wspomnianym nowym raporcie. Drugi rozdział, zatytułowany „Kwestie szczegółowe”, zawiera pogłębioną analizę wybranych problemów. Tematy wybiera się na podstawie ich znaczenia dla programu integracji finansowej UE oraz dla realizacji zadań EBC. Drugi rozdział pierwszego raportu obejmuje następujące kwestie: polityka monetarna i integracja finansowa, wzmocnienie ram UE dla banków transgranicznych oraz inicjatywa Jednolitego Obszaru Płatności w Euro i jej konsekwencje dla integracji finansowej. Rozdział trzeci zawiera omówienie wkładu Eurosystemu w poprzednim roku kalendarzowym na rzecz budowy bardziej zintegrowanych i rozwiniętych rynków finansowych w Europie.

W 2007 r. EBC był nadal zaangażowany w działanie sieci badawczej ds. rynków kapitałowych oraz integracji finansowej w Europie, którą prowadzi wspólnie z Centrum Studiów Finansowych na Uniwersytecie w Frankfurtu nad Menem. W ramach sieci zorganizowano serię konferencji prowadzonych z naukowcami, uczestnikami rynku i decydentami przy aktywnym udziale poszczególnych KBC. Zorganizowana w dniach 8–9 października 2007 r. w Dublinie dziewiąta konferencja, której gospodarzem był Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, dotyczyła głównie tematu „Zarządzanie aktywami, firmy typu private equity oraz międzynarodowe przepływy kapitałowe: ich rola w integracji i skuteczności finansowej” (ang. *Asset management, private equity firms and international capital flows: their role for financial integration and efficiency*). W ramach działania sieci EBC przyznaje co roku pięć stypendiów Lamfalussy’ego (ang. *Lamfalussy Fellowships*) dla młodych naukowców. Ze względu na 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 ściśle powiązane z szerszą analizą czynników wspomagających poprawne funkcjonowanie systemów finansowych. W 2007 r. kontynuowane były prace w tym zakresie. Ich celem było

ustanowienie ram koncepcyjnych pomiaru rozwoju systemu finansowego.

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 2007 r. Eurosystem w dalszym ciągu wspierał inicjatywę Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (ang. SEPA). Realizacja projektu weszła w najważniejszą fazę w 2007 r., w trakcie przygotowań do wprowadzenia SEPA w styczniu 2008 r. Eurosystem wzmocnił swoją rolę katalizatora poprzez utrzymywanie stałego dialogu z bankami i innymi zainteresowanymi stronami oraz intensyfikację działań na rzecz koordynacji z Komisją Europejską. W lipcu 2007 r. EBC przedstawił swoje stanowisko na wszystkie istotne tematy w piątym raporcie na temat postępów prac w ramach SEPA, który przedstawia status i zalecenia w zakresie instrumentów i infrastruktury SEPA oraz prezentuje poglądy Eurosystemu na działania wdrażające i migrację w kierunku SEPA oraz omawia ramy prawne dla SEPA oraz zarządzanie pokrewnymi programami i ramami. Eurosystem współpracował blisko z Komisją Europejską, zwłaszcza w zakresie wspierania przyjęcia dyrektywy w sprawie usług płatniczych (ang. *Payment Services Directive – PSD*)⁵ zatwierdzonej przez Parlament Europejski dnia 24 kwietnia 2007 r. oraz przez Radę UE dnia 15 października 2007 r. EBC i Komisja wydały wspólne oświadczenie, w którym z zadowoleniem odnotowały przyjęcie dyrektywy w sprawie usług płatniczych jako decydującego kroku w kierunku realizacji SEPA. Jeśli chodzi o proces wdrażania SEPA, KBC są bezpośrednio zaangażowane w prace organów krajowych odpowiedzialnych za migrację do SEPA. Na szczeblu europejskim EBC zapewnił

ramy analityczne, które pozwoliły na porównanie krajowych planów wdrażania. Eurosystem był gospodarzem kilku forów mających na celu ułatwienie otwartego dialogu z bankami, użytkownikami i podmiotami dostarczającymi infrastrukturę oraz wspierał podobne inicjatywy banków i Komisji Europejskiej. Eurosystem dostarczał informacji wszystkim zainteresowanym stronom w postaci broszur informacyjnych oraz na stronach internetowych EBC i KBC. Na jego stronach znajduje się też katalog odnośników do informacji dotyczących SEPA.

Systemy kart płatniczych działające w Europie musiały się dostosować do ram SEPA dla kart od początku 2008 r., a system przelewów bankowych w ramach SEPA został uruchomiony 28 stycznia 2008 r. Aby podkreślić wagę tego kroku, w dniu 28 stycznia EBC, Komisja Europejska i Europejska Rada ds. Płatności (ERP) (*European Payments Council – EPC*) zorganizowały uroczystość na wysokim szczeblu dla stron zainteresowanych SEPA oraz mediów.

EBC wspiera inicjatywę dotyczącą krótkoterminowych europejskich dłużnych papierów wartościowych (ang. *Short-term European Paper Initiative – STEP*) od samego jej początku w 2001 r. Po udanym uruchomieniu rynku STEP w lipcu 2006 r. Eurosystem wnosi swój wkład do tej inicjatywy w dwóch głównych obszarach. Po pierwsze, do czerwca 2008 r. EBC wraz z dziewięcioma krajowymi bankami centralnymi ze strefy euro będzie zapewniał pomoc techniczną Sekretariatowi STEP w procesie przyznawania znaku STEP. Jednak ostateczną odpowiedzialność za przyznawanie i wycofywanie znaku STEP ponosi Sekretariat STEP. Po drugie, EBC regularnie publikuje dane statystyczne dotyczące rentowności i wolumenów rynku STEP w swoim serwisie internetowym. Oczekuje się, że dane

5 Dyrektywa 2007/64/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 listopada 2007 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego zmieniająca Dyrektywy 97/7/WE, 2002/65/WE, 2005/60/WE i 2006/48/WE i uchylająca Dyrektywy 97/5/WE (Dz.U. L 319 z 5.12.2007, s. 1).



statystyczne STEP będą odgrywały dużą rolę w popieraniu integracji tego rynku, zapewniając jego większą przejrzystość. Od września 2006 r. EBC publikował dane statystyczne STEP na temat comiesięcznych wartości zadłużenia, a od kwietnia 2007 r. udostępnił dane statystyczne STEP dotyczące dochodowości STEP w ujęciu dziennym uzyskane od wybranych dostawców danych. Począwszy od 2008 r. planowana jest publikacja danych statystycznych w ujęciu dziennym dla wszystkich dostawców danych.

DORADZTWO W ZAKRESIE RAM PRAWNYCH I REGULACYJNYCH SYSTEMU FINANSOWEGO ORAZ BEZPOŚREDNIEGO TWORZENIA USTAWODAWSTWA

Eurosystem regularnie wnosi wkład w tworzenie ram prawnych i regulacyjnych UE poprzez doradztwo w zakresie głównych zmian polityki i podejmowanych inicjatyw.

W 2007 r. aktywność dotycząca ram prawnych UE w zakresie nadzoru finansowego nastawiona była na kompleksowy przegląd procesu Lamfalussy'ego, do którego Eurosystem wniósł swój wkład (zob. podrozdział 2 niniejszego rozdziału). Ponadto, 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. także 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 temat. EBC zwraca szczególną uwagę na dalszą integrację i rozwój rynków kredytów hipotecznych z kilku względów. Rynki kredytów hipotecznych mają duże znaczenie dla transmisji polityki pieniężnej w obrębie strefy euro oraz mogą mieć znaczny wpływ na stabilność finansową. Ponadto, papiery wartościowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi odgrywają rolę w realizacji polityki monetarnej poprzez ramy Eurosystemu dla zabezpieczeń spełniających kryteria kwalifikacyjne. Po zakończeniu konsultacji w sprawie Zielonej Księgi, dnia 18 grudnia 2007 r. Komisja opublikowała Białą Księgę. EBC przyczynia się do prac w tej dziedzinie poprzez swój udział w pracach różnych grup ekspertów działających przy Komisji oraz grupy EFMLG (*European Financial Markets Lawyers Group*). W dniu 7 maja 2007 r. grupa EFMLG opublikowała raport na temat prawnych przeszkód w zakresie sekurytyzacji transgranicznej w UE ⁶.

EBC wniósł również swój wkład w zakresie kwestii związanych z integracją systemów rozrachunku papierów wartościowych i systemów płatności. EBC był szczególnie zaangażowany w prace nad „Kodeksem postępowania w zakresie rozliczeń i rozrachunków” (ang. *Code of Conduct for Clearing and Settlement*). Głównym celem kodeksu jest umożliwienie użytkownikom swobodnego

⁶ Zob. strona internetowa EFMLG: www.efmlg.org.

wyboru preferowanego usługodawcy na każdym etapie łańcucha transakcyjnego. W tym celu kodeks zawiera zobowiązania w trzech obszarach: przejrzystości cen, dostępu i współdziałania oraz segmentacji usług a także rachunkowości regulacyjnej. Zważywszy na fakt, że kodeks to narzędzie samoregulacji, utworzony został mechanizm dokładnego monitorowania, aby zapewnić właściwe i terminowe wdrożenie wszystkich działań. Mechanizm ten opiera się na audytorach zewnętrznych oraz Grupie Monitorującej *ad hoc* składającej się z Komisji Europejskiej, Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (ang. *Committee of European Securities Regulators*) i EBC. Ze względu na fakt, że ostatecznym celem kodeksu postępowania jest zapewnienie wolności wyboru, jego uzupełnieniem musi być całkowite usunięcie barier Giovanniniego w zakresie skutecznych rozliczeń i rozrachunków (ich nazwa pochodzi od grupy, która je zidentyfikowała w 2001 r.), których źródłem są różnice w standardach technicznych i praktyce w zakresie działalności, niepewność prawna oraz różnice procedur podatkowych. Nad usunięciem pierwszego zestawu barier toczą się prace w ramach Grupy Ekspertów ds. Doradztwa i Monitoringu Rozliczeń (ang. *Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group – CESAME*). Barrierami fiskalnymi zajmuje się Grupa Ekspertów Podatkowych (ang. *Fiscal Compliance Expert Group*), podczas gdy Grupa Pewności Prawnej (ang. *Legal Certainty Group*) pracuje nad barrierami prawnymi. EBC nadal uczestniczył w pracach grupy CESAME oraz Grupy Pewności Prawnej. Ponadto, EBC wносił swój wkład do prac w kilku obszarach, które są realizowane w tym zakresie na szczeblu światowym (np. przez Unidroit), aby zagwarantować, że inicjatywy UE w zakresie rozliczeń i rozrachunków papierów wartościowych zarówno uzupełniają, jak i są zgodne z podejściami opracowanymi przez organy międzynarodowe.

Art. 65 ust. 1 Dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych zobowiązuje Komisję Europejską do przedkładania Parlamentowi Europejskiemu i Radzie UE sprawozdania w sprawie możliwości

rozszerzenia zakresu przepisów dyrektywy dotyczących zachowania przejrzystości na inne instrumenty finansowe niż akcje, a w szczególności na obligacje. Uczestnicy rynku i organy regulujące rynek szeroko omawiali wpływ zwiększonej przejrzystości obrotu na instrumenty finansowe inne niż akcje, zwłaszcza na obligacje firm. Zdaniem EBC nie ma wyraźnych dowodów na to, że ograniczona przejrzystość na rynku obligacji po zawarciu transakcji jest obecnie źródłem zawodności rynku. Jednocześnie nie istnieją również żadne dowody na to, że taka ograniczona przejrzystość oznacza efektywne funkcjonowanie rynku. Na publicznych konsultacjach Komisji 11 września 2007 r. oraz na posiedzeniach grupy ekspertów ds. europejskiego rynku papierów wartościowych (ESME) w 2007 r. EBC zasugerował, że środkiem zaradczym dla rozwiązania w Europie problemu braku doświadczenia w tym zakresie może być przeprowadzenie kontrolowanego eksperymentu rynkowego zarówno na rynku hurtowym, jak i detalicznym, w celu oceny wpływu stopniowego wprowadzania przejrzystości po zawarciu transakcji na rynkach dla niektórych obligacji.

ŚWIADCZENIE PRZEZ BANKI CENTRALNE USŁUG SPRZYJAJĄCYCH INTEGRACJI FINANSOWEJ

Pomyślne uruchomienie systemu TARGET2 19 listopada 2007 r. nadało dalszą dynamikę procesowi integracji finansowej w Europie. TARGET2 wprowadza jednolitą infrastrukturę techniczną, która umożliwia świadczenie usług na ujednoliconym poziomie oraz zapewnia równe warunki dla banków w całej Europie. Jednolita struktura cenowa dotyczy zarówno transakcji krajowych, jak i transgranicznych. TARGET2 oferuje również ujednolicony zestaw usług w zakresie rozrachunków pieniężnych w pieniądzu banku centralnego dla wszystkich systemów dodatkowych. Nowe funkcje TARGET2 umożliwiają bankom prowadzącym operacje w wielu krajach skonsolidowanie procesów wewnętrznych, takich jak funkcje skarbu i zaplecza organizacyjnego, oraz dalszą

integrację zarządzania płynnością w euro. Ponadto, użytkownicy TARGET2 mają jednolity dostęp do kompleksowych informacji on-line oraz do środków kontroli płynności (zob. podrozdział 2.2 rozdziału 2).

Aby w pełni skorzystać z wprowadzenia systemu TARGET2, Eurosystem kontynuował, w ścisłej współpracy z uczestnikami rynku, analizę możliwości dostarczania nowej usługi pod nazwą TARGET2-Papiery Wartościowe (TARGET2-Securities - T2S), w celu zapewnienia wspólnej infrastruktury technicznej do rozliczania w euro transakcji papierami wartościowymi w pieniądzu banku centralnego, realizowanych przez centralne depozyty papierów wartościowych (ang. *central securities depositories*) oraz obsługi zarówno rozrachunku papierów wartościowych, jak i rozliczeń pieniężnych w ramach jednolitej platformy technicznej (zob. podrozdział 2.3 rozdziału 2)

Wreszcie, w obszarze zarządzania zabezpieczeniami opracowana zostanie równoległe oraz w ścisłej współpracy z uczestnikami rynku jednolita platforma, tzw. CCMB2 (zob. podrozdział 2.4 rozdziału 2).

4 NADZÓR NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ

Jednym z głównych zadań Eurosystemu jest sprawowanie nadzoru nad systemami płatności. Nadzorując systemy płatności, w szczególności te o znaczeniu systemowym⁷, 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 papierów wartościowych 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.

Istotne jest, aby w dążeniu do działania na rzecz solidności oraz efektywności systemów płatności oraz rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, banki centralne miały do swojej dyspozycji kompleksowe informacje dotyczące tych systemów. Dlatego co kilka lat EBC publikuje kompleksowy opis głównych systemów płatności oraz rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w państwach członkowskich UE. Czwarta edycja tego raportu, nazywanego „Niebieską księgą” (ang. *Blue Book*), została opublikowana 14 sierpnia 2007 r.

EBC publikuje również co roku podstawowe dane statystyczne dotyczące płatności oraz obrotu papierami wartościowymi, a także rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych. W przeszłości statystyki te publikowane były jako addendum do „Niebieskiej księgi”. Na dzień publikacji danych za rok 2006 w dniu 16 listopada 2007 r., zaprzestano publikacji addendum do „Niebieskiej Księgi” w wersji drukowanej, ponieważ pełnookresowe zestawy dla tych danych można obecnie pobrać z serwisu internetowego EBC poprzez Hurtownię Danych Statystycznych (ang. *Statistical Data Warehouse*) pod adresem <http://sdw.ecb.europa.eu/>.

4.1 NADZÓR NAD SYSTEMAMI I INFRASTRUKTURĄ WYSOKOKWOTOWYCH PŁATNOŚCI W EURO

Eurosystem nadzoruje wszystkie główne 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 systemów 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. Ich uzupełnienie stanowią oczekiwania dotyczące utrzymania ciągłości działalności gospodarczej w odniesieniu do systemów płatności o znaczeniu systemowym przedstawione przez Radę Prezesów w 2006 r.

W oparciu o „Podstawowe zasady” oraz oczekiwania dotyczące utrzymania ciągłości działalności gospodarczej, w 2007 r. Eurosystem opracował wspólną metodologię oceny nadzorczej systemów płatności w euro o dużym znaczeniu systemowym. Wspólna metodologia ma na celu zapewnienie organom nadzorczym systemów płatności Eurosystemu jasnych, wyczerpujących wytycznych oceny odpowiednich systemów oraz przygotowania raportów z nadzoru. Ponadto daje ona projektantom oraz operatorom systemów płatności głębszy wgląd w zagadnienia bezpieczeństwa i wydajności, na które zwracają uwagę organy nadzorcze, oraz stanowi dla operatorów dodatkową zachętę do kontynuacji działań w celu złagodzenia lub ograniczenia różnych rodzajów ryzyka, którym muszą sprostać ich systemy, oraz pomaga zapewnić sprawne funkcjonowanie ich systemów. Po zakończeniu

⁷ Uznaje się, że system płatności jest ważny pod względem systemowym, jeżeli zakłócenie jego działania mogłoby wywołać zakłócenia lub spowodować przeniesienie zakłóceń do innych uczestników oraz doprowadzić do zakłóceń na większą skalę w systemie finansowym.

publicznych konsultacji w sprawie wspólnej metodologii oceny nadzorczej, w dniu 12 listopada 2007 r. opublikowano ostateczne wersje „Zakresu zadań dla oceny nadzorczej systemów płatności w euro o dużym znaczeniu systemowym w kontekście Podstawowych Zasad” (ang. *Terms of reference for the oversight assessment of euro systemically and prominently important payment systems against the Core Principles*)⁸ oraz „Podręcznik oceny w kontekście oczekiwań dotyczących utrzymania ciągłości działalności gospodarczej dla systemów płatności o znaczeniu systemowym” (ang. *Guide for the assessment against the business continuity oversight expectations for SIPS*).

Eurosystem musi zachować ostateczną kontrolę nad euro. Dlatego z perspektywy zarówno polityki ogólnej, jak i ryzyka systemowego, Eurosystem nie może, co do zasady, pozwolić na to, aby infrastruktura płatności dla transakcji w euro zlokalizowana poza strefą euro miała możliwość rozwinięcia się w większą infrastrukturę płatności w euro, zwłaszcza jeżeli stwarzałoby to ryzyko dla kontroli Eurosystemu nad euro. W dniu 19 lipca 2007 r. EBC opublikował „Zasady polityki Eurosystemu dotyczące lokalizacji i działania infrastruktur rozliczających transakcje płatności denominowane w euro” (ang. *Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*). Zasady te nie stanowią nowego kursu polityki, lecz przedstawiają w większych szczegółach stanowisko Eurosystemu, przedstawione w zarysie w 1998 r. w deklaracji w sprawie płatności i systemów rozrachunku zlokalizowanych poza strefą euro oraz w 2001 r. w stanowisku wyrażonym w polityce Eurosystemu w zakresie konsolidacji rozliczeń partnerów centralnych. Zasady te mają zastosowanie do wszelkich istniejących lub potencjalnych infrastruktur płatności zlokalizowanych poza strefą euro i rozliczających transakcje w euro.

TARGET

Zgodnie ze wspólnymi zasadami nadzoru oraz celami systemu TARGET, EBC wraz

z krajowymi bankami centralnymi regularnie przeprowadza działania nadzorcze monitorujące zmiany w odniesieniu do systemów rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (RTGS), które uczestniczą w systemie TARGET lub są do niego podłączone, oraz w odniesieniu do mechanizmu płatności EBC (EPM). Wobec wdrożenia systemu TARGET2 w listopadzie 2007 r., zmiany w TARGET miały bardzo ograniczony charakter, dlatego też nadzór nad TARGET koncentrował się na zwykłych czynnościach, takich jak powiadamianie o incydentach i dalsza obserwacja.

Przed wdrożeniem systemu w dniu 19 listopada 2007 r., TARGET2 poddano kompleksowej ocenie nadzorczej, która zakończyła się w trzecim kwartale 2007 r. Pod względem poszczególnych Podstawowych Zasad ocena ta zaowocowała licznymi ustaleniami. Ustalenia te zostaną uwzględnione zgodnie z planem działania ustanowionym przez operatorów TARGET2 oraz uzgodnionym z organami nadzorczymi. Jednakże niektóre dalsze aspekty będzie można zbadać dokładniej dopiero po uzyskaniu wstępnych doświadczeń w zakresie funkcjonowania TARGET2. W myśl obowiązującej polityki Eurosystemu planuje się publikację wyników oceny nadzorczej TARGET2 w ciągu 2008 r.

EURO I

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 w pieniądzu banku centralnego za pośrednictwem systemu TARGET. Jako że w systemie EURO1 nie zaszły w 2007 r. żadne większe zmiany, działania nadzorcze EBC

⁸ Uznaje się, że system płatności posiada ogromne znaczenie, jeżeli pełni istotną rolę w przetwarzaniu i rozrachunku płatności detalicznych, a jego awaria mogłaby mieć duże konsekwencje ekonomiczne i podważyć zaufanie publiczne do systemów płatności oraz ogólnie wobec waluty.

koncentrowały się na monitorowaniu zwykłego funkcjonowania systemu. EBC stwierdził, że w 2007 r. nie wystąpiły kwestie, które mogłyby mieć negatywny wpływ na bieżącą zgodność systemu EURO1 z Podstawowymi Zasadami.

ZINTEGROWANY SYSTEM ROZRACHUNKU CIĄGŁEGO

Zintegrowany system rozrachunku ciągłego (ang. *Continuous Linked Settlement System – CLS*) powstał w 2002 r. w celu zapewnienia usług rozliczeniowych dla transakcji walutowych w wielu walutach. Obecnie CLS dokonuje rozliczeń w 15 głównych walutach świata. System ten, którym zarządza CLS Bank International (“CLS Bank”), praktycznie eliminuje ryzyko kursowe w rozrachunkach, równocześnie rozliczając strony biorące udział w transakcji walutowej, tj. na zasadzie płatność za płatność i tylko wtedy, kiedy dostępne są wystarczające środki.

CLS jest regulowany przez System Rezerwy Federalnej, który pełni także rolę głównego organu nadzorczego, gdyż CLS Bank znajduje się w Stanach Zjednoczonych. System Rezerwy Federalnej współpracuje z bankami centralnymi wszystkich walut kwalifikujących się do rozliczeń w CLS, w tym z EBC. W ramach ustaleń dotyczących współpracy nadzorczej, EBC (w bliskiej współpracy z krajowymi bankami centralnymi strefy euro) jest podstawowym organem nadzorczym dla rozrachunku transakcji w euro. W 2007 r. CLS przygotował samoocenę w oparciu o Podstawowe Zasady.

W 2007 r. CLS Bank otrzymał zatwierdzenie regulacyjne od Systemu Rezerwy Federalnej na rozszerzenie usług o rozliczenia poleceń płatniczych we wspólnej walucie (nie na zasadzie płatność za płatność) związanych z transakcjami instrumentami typu *non deliverable forwards* (NDF), czyli kontraktami, których rozliczenie nie wiąże się z fizyczną dostawą waluty, oraz na pełnienie roli centralnego podmiotu rozliczającego wszystkie polecenia płatnicze związane z pozagiełdowymi kredytowymi instrumentami pochodnymi

obliczanymi lub łączonymi przez hurtownię danych handlowych DTCC Deriv/SERV. Eurosystem wyraził zgodę na uwzględnienie przez CLS Bank rozliczeń transakcji NDF i transakcji pozagiełdowymi kredytowymi instrumentami pochodnymi w euro jako części tej usługi w świetle stałej zgodności systemu CLS zarówno z Podstawowymi Zasadami, jak i z zasadami polityki Eurosystemu dotyczącymi lokalizacji i działania infrastruktur rozliczających transakcje płatności denominowanych w euro.

Stale bezpieczeństwo oraz wydajność CLS, a także jego zgodność z zasadami polityki Eurosystemu są niezmiernie istotne dla Eurosystemu, ponieważ system CLS jest pod względem wartości największym systemem płatności rozliczającym transakcje w euro poza strefą euro. W grudniu 2007 r. CLS przetwarzał średnio 381.436 transakcji walutowych dziennie, a ich przeciętna dzienna wartość sięgała 2,9 biliona euro⁹. Dzięki 20-procentowemu udziałowi we wszystkich transakcjach rozliczanych w CLS, euro nadal było drugą najważniejszą, po dolarze amerykańskim (45%), walutą w rozrachunkach. Średnia dzienna wartość transakcji CLS rozliczanych w euro wynosiła 564 mld euro.

W 2007 r. BRM opublikował raport konsultacyjny pt. „Postęp w redukcji ryzyka kursowego w rozrachunkach” (ang. *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*), do którego Eurosystem wniósł swój wkład. Raport przedstawia wyniki badania przeprowadzonego wśród głównych uczestników rynku walutowego, dotyczącego rozmiarów, czasu trwania, koncentracji oraz kontroli nad ryzykiem kursowym w rozrachunkach. Badanie zostało przeprowadzone w 2006 r. przez te banki centralne, których waluty są rozliczane w CLS. Raport stwierdza, że potrzebne są dalsze działania ze strony poszczególnych instytucji, grup branżowych oraz banków centralnych, odnoszące

⁹ Rozrachunek pieniężny każdej operacji walutowej obejmuje dwie transakcje płatnicze, po jednej dla każdej zastosowanej waluty. Tak więc w grudniu 2007 r. w systemie CLS dokonano rozrachunku 190.718 operacji o średniej dziennej wartości równoważnej około 1,5 biliona euro.

się do występującego w całym systemie ryzyka dla stabilności finansowej, jakie stwarza ryzyko kursowe w rozrachunkach. Ostateczna wersja raportu zostanie opublikowana w 2008 r.

CIĄGŁOŚĆ DZIAŁALNOŚCI

W trakcie zorganizowanej we wrześniu 2006 r. konferencji EBC w sprawie ciągłości działalności dla infrastruktury rynkowej, uczestnicy rynku zgłosili wniosek, aby Eurosystem/ESBC zorganizował ćwiczenia w zakresie ciągłości działalności na szczeblu transgranicznym i międzysystemowym. W ramach dalszych działań, w 2007 r. Eurosystem/ESBC opracował ramy oraz metodologię dla organizacji ćwiczeń w zakresie ciągłości działalności oraz przeprowadził pierwsze testy komunikacji w warunkach kryzysu wewnętrznego. Bardziej kompleksowe ćwiczenia w zakresie ciągłości działalności przewidywane są na 2008 r. Ponadto ESBC pracuje nad przygotowaniem wniosku w sprawie sposobów wymiany publicznie dostępnych informacji związanych z ciągłością działalności między bankami centralnymi UE a uczestnikami rynku oraz w sprawie sposobów wymiany informacji poufnych między bankami centralnymi. W tym kontekście ESBC przeprowadził wiele działań mających na celu ustalenie faktów w celu zebrania informacji na temat różnych kwestii, takich jak standardy oraz inicjatywy międzynarodowe i krajowe, a także krajowe ćwiczenia w zakresie ciągłości działalności. Informacje jawne będą ogólnie dostępne na stronie internetowej każdego banku centralnego poświęconej ciągłości działalności. Oczekuje się, że EBC udostępni taki specjalny obszar dedykowany na swojej stronie internetowej w 2008 r.

SWIFT

Nadzór nad SWIFT koncentruje się na celach dotyczących bezpieczeństwa, niezawodności eksploatacyjnej, ciągłości działalności oraz elastyczności infrastruktury SWIFT. Aby zapewnić realizację tych celów przez SWIFT, organy nadzorcze przeprowadzają regularną ocenę tego, czy wprowadza on odpowiednie zasady zarządzania, struktury, procesy, procedury zarządzania ryzykiem oraz systemy

kontroli pozwalające na efektywne zarządzanie potencjalnym ryzykiem, które może zagrażać stabilności finansowej oraz stabilności infrastruktury finansowej. W kontekście udziału we wspólnym nadzorze nad SWIFT, w 2006 r. EBC, wspólnie z bankami centralnymi grupy G10, rozpoczął prace mające na celu określenie oczekiwań dotyczących wysokiej jakości nadzoru, które byłyby odpowiednie na potrzeby oceny SWIFT, uwzględniając jego istniejącą strukturę, procesy, systemy kontroli i procedury. W czerwcu 2007 r. ukończono opracowanie pięciu oczekiwań nadzorczych, które zostały włączone w opartą na ryzyku metodologię nadzoru stosowaną przez grupę nadzorczą. Są one następujące:

1. Identyfikacja ryzyka oraz zarządzanie ryzykiem: Oczekuje się, że SWIFT będzie identyfikować i zarządzać ryzykiem operacyjnym oraz finansowym swoich istotnych usług oraz zapewni skuteczność stosowanych przez siebie procedur zarządzania ryzykiem.
2. Bezpieczeństwo informacji: Oczekuje się, że SWIFT wdroży odpowiednią politykę oraz procedury, jak również przeznaczy wystarczające środki, aby zapewnić poufność i integralność informacji oraz dostępność swoich istotnych usług.
3. Niezawodność i elastyczność: Oczekuje się, że – proporcjonalnie do swojej roli w globalnym systemie finansowym – SWIFT wdroży odpowiednią politykę oraz procedury, a także przeznaczy wystarczające środki, aby zapewnić dostępność, niezawodność oraz elastyczność swoich istotnych usług, oraz że zarządzanie ciągłością działalności oraz plany odzyskiwania danych w przypadku awarii będą służyć szybkiemu wznowieniu świadczenia istotnych usług po wystąpieniu awarii.
4. Planowanie technologiczne: Oczekuje się, że SWIFT będzie posiadał solidne metody planowania na cały przewidywany okres wykorzystania technologii oraz wyboru standardów technologicznych.

5. Komunikacja z użytkownikami: Oczekuje się, że SWIFT będzie przejrzysty dla użytkowników, a także będzie dostarczać im informacji wystarczających do tego, aby mogli oni dobrze zrozumieć swoje role i zadania w zarządzaniu ryzykiem związanym z korzystaniem przez nich z systemu SWIFT.

SWIFT finalizuje samoocenę przeprowadzaną na podstawie takich ogólnych oczekiwań i przedstawi bankom centralnym raport w sprawie zdolności spełnienia oczekiwań organów nadzorczych. Pięć oczekiwań tworzy ramy, w których organy nadzorcze organizują swoje działania i na podstawie których przygotowywane jest planowanie nadzoru oparte na ryzyku. Ogólne oczekiwania oraz przesłanki przemawiające za powyższymi ramami zostały szczegółowo przedstawione w „Przeglądzie Stabilności Finansowej” (ang. *Financial stability review*) opublikowanym przez Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, wydanym w czerwcu 2007 r.

4.2 DETALICZNE USŁUGI PŁATNICZE

Prowadzony przez Eurosystem nadzór obejmuje również systemy i instrumenty płatności detalicznych. W 2007 r. EBC w dalszym ciągu monitorował sprawne funkcjonowanie pierwszej paneuropejskiej automatycznej izby rozliczeniowej dla płatności grupowych w euro, STEP2, zarządzanej i obsługiwanej przez EBA CLEARING.

W kontekście zmian w monitorowaniu sektora płatności detalicznych EBC wraz z Bankiem Rezerwy Federalnej w Kansas City przeprowadził studium porównawcze dotyczące roli podmiotów innych niż banki w płatnościach detalicznych w Stanach Zjednoczonych i w niektórych krajach europejskich.

4.3 SYSTEMY PŁATNOŚCI KARTAMI

Zgodnie ze swym ustawowym obowiązkiem działania na rzecz sprawnego funkcjonowania

systemów płatności w strefie euro, Eurosystem opracował ramy nadzoru dla systemów płatności kartami, które przetwarzają płatności w euro. Ich celem jest przyczynienie się do utrzymania zaufania publicznego wobec płatności kartami oraz promocja równych reguł gry dla wszystkich systemów płatności kartami, które działają w strefie euro.

Przeprowadzono konsultacje publiczne dotyczące raportu „Projekt ram nadzorczych dla systemów płatności kartami – wymogi” (ang. *Draft oversight framework for card payment schemes – requirements*). Następnie sporządzono poprawioną wersję raportu, z uwzględnieniem komentarzy otrzymanych podczas konsultacji publicznych. Raport określa proponowany zakres działań nadzorczych wobec systemów płatności kartami, przeprowadzanych przez Eurosystem, oraz proponuje standardy, których przestrzeganie przyczyniłoby się do solidności tych systemów. Standardy te oparte są na analizie ryzyka przeprowadzonej przez Eurosystem. Ramy te będą miały zastosowanie do wszystkich systemów płatności kartami świadczących usługi z wykorzystaniem kart kredytowych bądź debetowych.

Ostateczna wersja standardów nadzorczych Eurosystemu dla systemów płatności kartami została zatwierdzona przez Radę Prezesów w styczniu 2008 r. i zostanie wdrożona w ciągu 2008 r.

4.4 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.

Będąc użytkownikiem systemów rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities*

settlement systems – SSS) Eurosystem ocenia ich zgodność w strefie euro ze „Standardami użytkownika 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 systemami¹⁰.

Połączenia te mogą być stosowane w operacjach kredytowych Eurosystemu, jeżeli są zgodne z dziewięcioma standardami użytkowników. Według tych standardów Eurosystem ocenia wszelkie nowe połączenia lub unowocześnione kwalifikowane połączenia. W 2007 r. trzy istniejące kwalifikowane połączenia zostały unowocześnione i pozytywnie ocenione. Ocenie poddane zostało ponadto wykorzystanie niektórych połączeń pośrednich (ang. *relayed links*) w przypadku, gdy biorą w nich udział więcej niż dwa SSS. W toku tej oceny nie zidentyfikowano żadnego konkretnego ryzyka. W rezultacie Rada Prezesów uznała wszystkie pięć ocenianych połączeń pośrednich za kwalifikujące się do udziału w procesie ustanawiania zabezpieczeń operacji kredytowych Eurosystemu.

W ramach przygotowań do wejścia Cypru oraz Malty do strefy euro 1 stycznia 2008 r. Rada Prezesów przeprowadziła ocenę SSS obu krajów. Szczegółowa analiza wykazała, że oba systemy są zasadniczo zgodne ze standardami użytkownika, a zatem kwalifikują się do wykorzystania na potrzeby polityki pieniężnej Eurosystemu oraz śróddziennych operacji kredytowych.

W marcu 2007 r. Komitet ds. Płatności i Systemów Rozrachunku opublikował raport pt. „Nowe zmiany w ustaleniach dotyczących rozliczania oraz rozrachunku dla pozagiełdowych instrumentów pochodnych” (ang. *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*), w który EBC miał swój wkład. Raport, do którego przeprowadzono serię wywiadów z bankami, zawierał analizę następujących

sześciu kwestii: ryzyka wywołanego przez zaległości w dokumentowaniu oraz potwierdzaniu transakcji; konsekwencji wykorzystania zabezpieczenia w celu zmniejszenia ryzyka kredytowego; wykorzystania kontrahentów centralnych do redukcji ryzyka kontrahentów; ryzyka związanego z usługami typu prime brokerage; ryzyka wynikającego z nieważnych nowelizacji kontraktów oraz potencjalnego zaburzenia rynku spowodowanego wyprzedzą w następstwie niewykonania zobowiązań przez jednego lub więcej dużych kontrahentów.

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 kolejnym roku grupa robocza kontynuowała prace w tym zakresie, których celem było opracowanie „metodologii oceny” stanowiącej wytyczne odnoszące się do skutecznego wdrażania standardów. W tym okresie grupa pracowała równolegle nad dostosowaniem zaleceń CPSS-IOSCO dla partnerów centralnych. Od końca 2005 r. postęp prac opóźniało kilka zagadnień otwartych. Jednakże we wrześniu 2007 r. Komisja Europejska ponownie przyspieszyła dyskusje na posiedzeniach Rady ECOFIN, Komitetu Ekonomiczno-Finansowego (EFC) oraz Komitetu ds. Usług Finansowych (FSC). W wyniku tych dyskusji Rada ECOFIN stwierdziła, „że ochrona inwestorów oraz bezpieczeństwo ostrożnościowe

¹⁰ „Standardy użytkownika systemów rozrachunku papierów wartościowych UE w operacjach kredytowych ESBC” (ang. *Standards for the Use of EU Securities Settlement Systems in ESCB Credit Operations*), styczeń 1998 r.

sektora po zamknięciu giełdy, w tym jego aspekty związane z zarządzaniem ryzykiem, stanowią istotne kwestie, które należy omówić, oraz że konkretne działania, obejmujące na przykład uzgodnienie standardów lub działań regulacyjnych, powinny zostać uznane za uzupełnienie kodeksu postępowania w sprawie ryzyka oraz stabilności finansowej”. Ponadto Rada ECOFIN zażądała, aby FSC „pogłębił prace nad zakresem, podstawą prawną oraz treścią standardów, z należyтым uwzględnieniem wagi zapewnienia równych reguł gry, a także aby wraz z Komisją zaproponował drogi postępu w tej kwestii, które zostaną przedstawione Radzie wczesną wiosną 2008 r.”¹¹. EBC bierze udział w tych pracach.

11 Wnioski Rady ECOFIN w sprawie rozliczeń i rozrachunku, spotkanie nr 2822 Rady ds. Gospodarczych i Finansowych, Luksemburg, 9 października 2007 r.



ROZDZIAŁ 5

STOSUNKI EUROPEJSKIE I MIĘDZYNARODOWE

I ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE

W 2007 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 2007 r. środowisko makroekonomiczne sprzyjało poprawie sald budżetowych większości krajów, co w kilku przypadkach doprowadziło do uchylecia procedur nadmiernego deficytu. Liczba państw członkowskich objętych procedurą nadmiernego deficytu zmalała z 11 na koniec 2006 r. do 6 na koniec roku 2007. W styczniu 2007 r. Rada ECOFIN zakończyła procedurę nadmiernego deficytu w stosunku do Francji, a w czerwcu 2007 r. – w stosunku do Niemiec, Grecji i Malty. Co się tyczy tego ostatniego kraju, usunięto w ten sposób najpoważniejszą przeszkodę wprowadzenia tam waluty euro w 2008 r. W październiku 2007 r. Rada ECOFIN uchyliła procedurę nadmiernego deficytu w stosunku do Wielkiej Brytanii. Ważne jest, aby po dokonaniu korekty nadmiernych deficytów państwa członkowskie kontynuowały proces strukturalnej konsolidacji fiskalnej zgodnie z postanowieniami Paktu Stabilności i Wzrostu, co pozwoli im na zrealizowanie ich średnioterminowego celu. Pomoże im to również uniknąć ponownego przekroczenia wartości referencyjnej 3% PKB w wyniku normalnych cyklicznych wahań koniunktury gospodarczej. Na koniec 2007 r. procedurze nadmiernego deficytu podlegały jeszcze dwa państwa strefy euro (Włochy i Portugalia) oraz cztery państwa nienależące do tej strefy (Czechy, Węgry, Polska i Słowacja).

Niepokojąca jest sytuacja fiskalna Czech. W lipcu 2007 r. Rada ECOFIN zdecydowała na

podstawie rekomendacji Komisji Europejskiej, iż działania podejmowane przez Czechy są niewystarczające, aby do 2008 r. deficyt tego kraju spadł poniżej progu 3%. Co więcej, uaktualniony program konwergencji Czech z marca przewiduje, że 3% próg deficytu PKB zostanie przekroczony nie tylko w roku 2008, lecz także w 2009. W październiku 2007 r., zgodnie z art. 104 ust. 7 Traktatu, Rada ponownie zaleciła, aby Czechy najpóźniej do 2008 r. obniżyły deficyt do poziomu poniżej 3% przy strukturalnej poprawie sald budżetowych o 0,75% w latach 2007 i 2008. Zgodnie z prognozami Komisji Europejskiej przygotowanymi jesienią 2007 r., deficyt ma spaść poniżej poziomu 3% PKB w 2008 r.

Nie podjęto dalszych kroków w ramach procedury nadmiernego deficytu w stosunku do Włoch (które zgodnie z zaleceniem Rady ECOFIN powinny być skorygować swój nadmierny deficyt do 2007 r.), Węgier (2009 r.), Polski (2007 r.), Portugalii (2008 r.) i Słowacji (2007 r.), jako że nowe dane i prognozy generalnie wskazywały na postęp w przeprowadzeniu korekt nadmiernych deficytów zgodnie z najnowszymi zaleceniami Rady.

W październiku 2007 r. Rada ECOFIN przedyskutowała skuteczność prewencyjnej części Paktu Stabilności i Wzrostu w oparciu o propozycje Komisji Europejskiej zawarte w komunikacie towarzyszącym raportowi zatytułowanemu „Finanse publiczne w UGW w 2007 r.” Ministrowie doszli do wniosku, iż wszystkie kraje, które nie osiągnęły jeszcze swoich celów średnioterminowych, powinny przyspieszyć tempo ograniczania deficytu i zadłużenia oraz przeznaczyć na ten cel większe niż przewidywano kwoty ze swoich przychodów. Ministrowie podkreślili też ponownie znaczenie opartych na regulacjach, wieloletnich krajowych ram fiskalnych oraz odpowiedniego zaangażowania parlamentów krajowych. Państwa członkowskie zostały ponadto poproszone o określenie w swoich programach stabilności i konwergencji sposobów osiągnięcia celów średnioterminowych oraz o poinformowanie

Rady o zakresie dalszych działań niezbędnych do ich osiągnięcia. Komisję poproszono o kontynuowanie prac w zakresie pomiaru skorygowanych o wpływ czynników sezonowych i jednorazowych pozycji fiskalnych. Co się tyczy długoterminowej równowagi finansów publicznych, Rada ECOFIN poprosiła Komisję o przedstawienie propozycji do dyskusji na 2008 r. na temat sposobów uwzględniania obciążeń fiskalnych spowodowanych starzeniem się społeczeństwa przy określaniu celów średnioterminowych.

STRATEGIA LIZBOŃSKA

Strategia lizbońska – szeroko zakrojony unijny program reform gospodarczych, społecznych i dotyczących środowiska naturalnego – pozostawał w centrum unijnej debaty nad polityką gospodarczą. Rada UE nie wprowadziła żadnych zmian do „Zintegrowanych wytycznych” przyjętych w 2005 r. na okres trzech lat, wezwała natomiast do poświęcenia większej uwagi wdrażaniu strategii w celu osiągnięcia celu ogólnego, jakim jest wyższy wzrost gospodarczy i zwiększenie liczby miejsc pracy¹. Wiosną 2007 r. Rada UE uzupełniła wytyczne dodając zalecenia dla poszczególnych państw członkowskich oraz wytyczne horyzontalne przeznaczone dla krajów strefy euro. Jesienią 2007 r. państwa członkowskie złożyły drugie raporty z postępu krajowych programów reform na lata 2005-2008. Raporty te przedstawiały postępy, jakie państwa członkowskie poczyniły we wdrażaniu strategii reform strukturalnych. Strategie te obejmują zapewnienie równowagi i wysokiej jakości finansów publicznych, poprawę otoczenia regulacyjnego dla przedsiębiorstw, inwestycje w badania, rozwój i innowacje oraz działania mające na celu zwiększenie aktywności zawodowej oraz elastyczności rynku pracy (zob. też rozdział 1). Raporty z postępów w ramach krajowych programów reform zostały ocenione przez Radę ECOFIN oraz Komisję Europejską, która w grudniu 2007 r. opublikowała „Sprawozdanie strategiczne”. Oceny te przygotowały grunt pod przyjęcie w 2008 r. nowego pakietu zintegrowanych wytycznych dla nowego trzyletniego okresu polityki na lata

2008-2010. Wspólnotowy program lizboński, który uaktualniono pod koniec 2007 r., wyznaczył jednocześnie najważniejsze priorytety działań na szczeblu Wspólnoty na lata 2008-2010 zgodnie z czterema priorytetowymi obszarami reform ustalonymi przez Radę Europejską wiosną 2006 r. (wiedza i innowacje, potencjał gospodarczy, rynki pracy oraz energia).

EBC wielokrotnie podkreślał znaczenie wdrażania reform strukturalnych i z zadowoleniem przyjmuje determinację Komisji i państw członkowskich w realizacji znowelizowanej strategii lizbońskiej na szczeblu UE i na poziomie krajowym. Szczególnie istotne jest, aby kraje strefy euro podejmowały działania reformatorskie w sposób kompleksowy, jako że ponoszą one wspólną odpowiedzialność za zapewnienie płynnego funkcjonowania UGW.

I.2 ZAGADNIENIA INSTYTUCJONALNE

TRAKTAT LIZBOŃSKI

13 grudnia 2007 r. głowy państw lub szefowie rządów państw członkowskich UE podpisali Traktat Lizboński zmieniający Traktat o Unii Europejskiej i Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską. Obecnie trwa proces ratyfikacji nowego Traktatu przez wszystkie 27 państw członkowskich. W zamierzeniu ma on wejść w życie z dniem 1 stycznia 2009 r., pod warunkiem zakończenia do tego czasu procesu ratyfikacji. Jeżeli tak się nie stanie, Traktat Lizboński wejdzie w życie pierwszego dnia miesiąca następującego po dacie ratyfikacji Traktatu przez ostatnie państwo członkowskie.

Nowy Traktat zmienia Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską oraz Traktat o Unii Europejskiej, lecz Traktaty te nadal będą stanowiły podstawę funkcjonowania UE. W myśl nowego Traktatu, EBC

¹ Zgodnie ze średniookresowym przeglądem strategii lizbońskiej przeprowadzonym w 2005 r., „Zintegrowane wytyczne” ustalane są na okres trzech lat a następnie corocznie uaktualniane (zob. Raport Roczny EBC, 2005 r., str. 151).



z zadowoleniem przyjmuje uproszczenie ram prawnych i instytucjonalnych UE.

EBC stoi na stanowisku, iż stabilność cen nie tylko powinna pozostać podstawowym celem EBC i ESBC, lecz powinna również zostać sformułowana jako oficjalny cel UE. Nowy Traktat tak właśnie stanowi, czyniąc równocześnie osiągnięcie Unii Gospodarczej i Walutowej, ze wspólną walutą euro, jednym z celów Unii Europejskiej.

EBC, będący obecnie organem Wspólnoty, stanie się na mocy Traktatu instytucją unijną. W ocenie EBC, dla efektywnego wykonywania jego zadań niezbędne jest zachowanie specyficznych cech instytucjonalnych EBC i ESBC. Nowy Traktat przewiduje takie rozwiązanie potwierdzając zadania i skład ESBC, niezależność EBC i krajowych banków centralnych oraz osobowość prawną, uprawnienia regulacyjne i niezależność finansową EBC. Zgodnie z postanowieniami nowego Traktatu wybór członków Zarządu EBC odbywać się będzie kwalifikowaną większością głosów Rady Europejskiej a nie, jak do tej pory, za zgodą wszystkich rządów państw członkowskich na szczeblu głowy państwa lub szefa rządu. Na prośbę EBC do Traktatów wprowadzone zostało pojęcie „Eurosystemu”.

Nowy Traktat wprowadza również kilka innowacji w sferze zarządzania gospodarką. Obejmują one m.in. uznanie Eurogrupy, która zachowuje swój dotychczasowy nieformalny charakter. Kadencja jej przewodniczącego trwać będzie 2,5 roku. Wzmocniona będzie również rola państw strefy euro. Chociaż decyzję o tym, czy dane państwo członkowskie może przyjąć walutę euro, będzie w dalszym ciągu podejmować Rada Unii Europejskiej na podstawie propozycji zgłoszonej przez Komisję, przed jej podjęciem kraje strefy euro przedstawiać będą swoje rekomendacje. Również decyzje

o niespełnieniu przez państwa strefy euro wymogów procedury nadmiernego deficytu czy Ogólnych wytycznych polityki gospodarczej będą podejmowane wyłącznie przez kraje tej strefy, bez udziału zainteresowanych państw. Nowe postanowienie Traktatu umożliwi krajom strefy euro zatwierdzenie, kwalifikowaną większością głosów, nowych działań w celu wzmocnienia koordynacji i nadzoru nad dyscypliną budżetową oraz określanie szczegółowych wytycznych polityki gospodarczej dla państw strefy euro.

EBC stoi na stanowisku, iż nowy Traktat w dużym stopniu potwierdza obecną strukturę UGW i dlatego EBC z zadowoleniem przyjmie pozytywne zakończenie procesu ratyfikacyjnego.

RAPORTY O KONWERGENCJI

W odpowiedzi na wniosek Cypru i Malty, zarówno EBC, jak i Komisja Europejska przygotowały, zgodnie z art. 122 Traktatu, swoje raporty o konwergencji dotyczące postępów tych dwóch państw w zakresie spełniania przez nie warunków wymaganych do przystąpienia do strefy euro. Na podstawie raportów o konwergencji opublikowanych 16 maja 2007 r., oraz na podstawie propozycji Komisji, Rada ECOFIN podjęła w dniu 10 lipca 2007 r. decyzję zezwalającą Cypru i Malcie na wprowadzenie euro jako waluty z dniem 1 stycznia 2008 r. (zob. rozdział 3).

1.3 SYTUACJA W PAŃSTWACH KANDYDUJĄCYCH DO CZŁONKOWSTWA W UE ORAZ KONTAKTY Z NIMI

EBC kontynuował swoją współpracę z bankami centralnymi państw kandydujących, w celu zapewnienia warunków do sprawnego przeprowadzenia procesu integracji walutowej w UE po spełnieniu przez nie warunków instytucjonalnych i gospodarczych. Współpraca ta rozwijała się równoległe z ogólnym dialogiem instytucjonalnym pomiędzy UE a tymi państwami.

Negocjacje akcesyjne z Chorwacją rozpoczęły się w październiku 2005 r. Otwieranie poszczególnych rozdziałów *acquis communautaire* rozpoczęło się w czerwcu 2006 r. i trwało bez zakłóceń w roku 2007. Do końca roku przeprowadzono negocjacje w zakresie znacznej liczby spośród wszystkich 35 rozdziałów. EBC w dalszym ciągu zacieśniał kontakty dwustronne z Chorwackim Bankiem Narodowym. W kwietniu 2007 r. przedstawiciele EBC złożyli wizytę w Zagrzebiu, natomiast w październiku 2007 r. EBC gościł we Frankfurcie prezesa Chorwackiego Banku Narodowego na corocznych rozmowach przedakcesyjnych na wysokim szczeblu.

Po otwarciu negocjacji akcesyjnych z Turcją w 2005 r., Komisja Europejska rozpoczęła w 2006 r. negocjacje w sprawie poszczególnych rozdziałów *acquis communautaire*. W grudniu 2006 r. Rada Europejska podjęła decyzję o zawieszeniu rozmów w sprawie 8 z 35 rozdziałów w ramach procesu akcesji do UE z powodu braku postępów w rozszerzaniu unii celnej na państwa członkowskie UE. W 2007 r. otwarto pięć rozdziałów: polityka w zakresie przemysłu i przedsiębiorstw, statystyka, kontrola finansowa, sieci transeuropejskie oraz ochrona zdrowia i konsumentów. Instytucje unijne kontynuują badanie kompatybilności prawa tureckiego z *acquis communautaire* jak również przygotowań do ewentualnego otwarcia innych rozdziałów. EBC kontynuował prowadzony od dawna strategiczny dialog na wysokim szczeblu z Centralnym Bankiem Republiki Turcji, w ramach którego 1 czerwca 2007 r., z okazji 75. rocznicy powstania tureckiego banku centralnego, prezes EBC odwiedził Ankarę. Dyskusje dotyczyły przede wszystkim najnowszych zmian makroekonomicznych i finansowych w Turcji, polityki pieniężnej Centralnego Banku Republiki Turcji oraz sytuacji gospodarczej i monetarnej w strefie euro. W 2007 r. zapewniono również tureckiemu bankowi centralnemu pomoc techniczną, m.in. w dziedzinie finansów wewnętrznych i systemów płatniczych.

W grudniu 2005 r. status kandydata uzyskała Była Jugosłowiańska Republika Macedonii. 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. Nie określono jeszcze konkretnej daty rozpoczęcia negocjacji. Komisja uważnie monitoruje osiągnięte postępy i chociaż z zadowoleniem przyjmuje kroki podejmowane we właściwym kierunku, to wymienia jeszcze kilka dziedzin, w których należy podjąć bardziej intensywne działania reformujące. Nasiliły się kontakty między pracownikami EBC i Narodowego Banku Republiki Macedonii.

2 ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE

2.1 NAJWAŻNIEJSZE KIERUNKI ROZWOJU MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU WALUTOWEGO I FINANSOWEGO

NADZÓR NAD POLITYKĄ MAKROEKONOMICZNĄ W GOSPODARCE GLOBALNEJ

W warunkach szybkiego tempa integracji gospodarczej i finansowej wzrasta znaczenie globalnego środowiska ekonomicznego dla prowadzenia polityki gospodarczej w strefie euro. W związku z tym Eurosystem uważnie monitoruje i analizuje politykę makroekonomiczną i rozwój sytuacji w krajach leżących poza tą strefą. Odgrywa on również znaczącą rolę w procesie międzynarodowego, wielostronnego nadzoru nad polityką makroekonomiczną, uczestnicząc w spotkaniach organizacji międzynarodowych, takich jak Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) i MFW oraz forach, takich jak spotkania ministrów finansów i prezesów banków centralnych państw z grupy G7 i G20. We wszystkich tych ciałach przyznano EBC status członkowski (np. w grupie G20) lub statut obserwatora (np. MFW). EBC ocenia rozwój sytuacji międzynarodowej w celu działania na rzecz stabilności środowiska makroekonomicznego oraz właściwej polityki makroekonomicznej i finansowej.

Najważniejszą tendencją w międzynarodowym otoczeniu gospodarczym w 2007 r. pozostawały znaczne zaburzenia globalnej równowagi obrotów bieżących. Pewne korekty miały miejsce jedynie w Stanach Zjednoczonych i krajach eksporterach ropy naftowej². W Stanach Zjednoczonych deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się nieco do poziomu 5,7% PKB, w porównaniu z 6,2% w roku poprzednim, co w znacznym stopniu było odzwierciedleniem bardziej zrównoważonego popytu globalnego i korzystnych zmian kursów walutowych. Jednocześnie korekty w Stanach Zjednoczonych nie przełożyły się bezpośrednio na pozycje obrotów bieżących gospodarek azjatyckich, gdzie nadal notowano znaczne nadwyżki sięgające średnio ok. 6,1% PKB, w porównaniu

z 5,3% w 2006 r. W szczególności, nadwyżki na rachunku obrotów bieżących wzrosły do 11,7% w Chinach oraz do 4,5% w Japonii. Kraje eksportujące ropę naftową – stanowiące ważny składnik deficytu na rachunku obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych – zredukowały jednak swoje nadwyżki na rachunku obrotów bieżących z poziomu 16,1% w 2006 r. do 11,9% PKB. Niektóre azjatyckie kraje eksportujące ropę naftową kontynuowały gromadzenie znacznych rezerw walutowych. Kumulacja ta nadal była szczególnie wysoka w przypadku Chin, gdzie poziom rezerw walutowych znacznie przekroczył 1 bilion USD. Wzrost poziomu rezerw walutowych w gospodarkach, w których wystąpiła nadwyżka, przełożył się na wzrost znaczenia narodowych funduszy inwestycyjnych (ang. *sovereign wealth funds* – *SWF*) na światowych rynkach finansowych.

Eurosystem wielokrotnie zwracał uwagę na ryzyko i zniekształcenia związane z utrzymującą się nierównowagą. Potwierdził on także swoje pełne poparcie dla wspólnych wysiłków zmierzających do rozwiązania tej kwestii, by wszystkie gospodarki dotknięte tym problemem realizowały właściwą politykę konieczną dla zapewnienia uporządkowanego niwelowania globalnych stanów nierównowagi. Stopniowa i uporządkowana korekta stanów nierównowagi wspierałaby i wzmacniała perspektywę światowego wzrostu i stabilności. Ta międzynarodowa strategia przewiduje prowadzenie polityki skierowanej na zwiększenie prywatnych i publicznych oszczędności w krajach wykazujących deficyt obrotów bieżących, przeprowadzenie dalszych reform strukturalnych w krajach o dojrzałej gospodarce, ale stosunkowo niskim potencjale wzrostu oraz podkreśla potrzebę zwiększenia popytu krajowego i poprawę alokacji kapitału w gospodarkach wschodzących. Jako że kursy walutowe winny odzwierciedlać fundamenty gospodarcze, priorytetem jest osiągnięcie elastyczności kursowej w tych ważnych krajach i regionach,

2 Dane szacunkowe dotyczące 2007 r. przedstawione w tej sekcji oparte są na projekcjach zawartych w raporcie MFW *World Economic Outlook* z września 2007 r.

w których brak jest takiej elastyczności. Wskazane byłoby zwiększenie tej elastyczności w Chinach, a w kontekście rosnących nadwyżek na rachunku obrotów bieżących i inflacji w tym kraju nadal istnieje potrzeba przyspieszenia aprecjacji efektywnego kursu wymiany. Ogólnie rzecz biorąc, szereg zmian i działań realizowanych w ramach prowadzonej polityki zmierzało w 2007 r. w dobrym kierunku, lecz jeśli globalna nierównowaga ma być w znaczącym stopniu zredukowana, konieczne są dalsze korekty.

W drugiej połowie 2007 r. warunki na globalnym rynku kredytowym uległy pogorszeniu, gdy przecena ryzyka kredytowego związanego z napięciami na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka (*subprime mortgage*) doprowadziła do gwałtownego wzrostu rentowności i zakłóceń płynności w segmentach rynku międzybankowego. Gospodarki wschodzące również zostały dotknięte tymi wydarzeniami, lecz ich wpływ był tam o wiele mniejszy niż podczas wcześniejszych etapów globalnych zaburzeń na rynkach finansowych. Odporność tych gospodarek świadczy w pewnym stopniu o udoskonaleniu ram polityki w tych krajach, lecz dodatkowo wynika także z faktu, iż zaburzenia finansowe powstały na rynkach innowacyjnych instrumentów kredytowych, które są mniej rozpowszechnione w gospodarkach rozwijających się niż w gospodarkach dojrzałych o wysoko rozwiniętych systemach finansowych.

Strefa euro podlega nadzorowi sprawowanemu przez międzynarodową politykę gospodarczą. Zarówno MFW, jak i Komitet Przeglądów Gospodarczych i Rozwoju OECD dokonywały regularnych przeglądów polityki pieniężnej, finansowej i gospodarczej strefy euro w ramach uzupełnienia przeglądów poszczególnych państw strefy. Konsultacje MFW przeprowadzone w ramach Artykułu IV oraz przegląd dokonany przez Komitet Przeglądów Gospodarczych i Rozwoju OECD stworzyły okazję do przeprowadzenia pożytecznej dyskusji z udziałem międzynarodowych organizacji, EBC, prezydium Eurogrupy i Komisji Europejskiej. W wyniku tej dyskusji MFW

i OECD opracowały raporty przedstawiające ocenę polityki strefy euro³. Kraje strefy euro uczestniczyły również w pierwszych wielostronnych konsultacjach MFW na temat globalnej nierównowagi (szczegóły przedstawiono w kolejnym ustępie).

MIĘDZYNARODOWA ARCHITEKTURA FINANSOWA

W 2007 r. kontynuowano wysiłki mające na celu reformę MFW zgodnie ze strategią średnioterminową. Postęp w zakresie poszczególnych inicjatyw dokonywał się w zróżnicowanym tempie. Najdonioślejszym osiągnięciem było wdrożenie nowej decyzji dotyczącej nadzoru dwustronnego⁴. Innymi ważnymi obszarami reform były: zarządzanie (udziały oraz prawo głosu), rami przychodów i wydatków Funduszu oraz jego rola na rynkach wschodzących. Ustaleń w tych kwestiach dokonywano w drodze dyskusji wewnątrz MFW oraz na innych forach, takich jak grupy G7 i G20. Rola ESBC polegała na monitorowaniu i, w razie potrzeby, włączaniu się w powyższe dyskusje.

Jednym z głównych osiągnięć MFW w ostatnim okresie jest poprawa nadzoru. W połowie 2007 r. przyjęto nową decyzję w sprawie dwustronnego nadzoru nad polityką państw członkowskich mającą na celu poprawę przejrzystości, otwartości, bezstronności oraz odpowiedzialności. Decyzja ta zastąpiła decyzję na temat nadzoru wydaną 30 lat wcześniej. Nowa decyzja przykłada większą wagę do międzynarodowych konsekwencji kursowych poprzez zastosowanie stabilności zewnętrznej jako organizacyjnej zasady nadzoru. Stabilność zewnętrzna definiowana jest w odniesieniu do kursu walutowego, którego analiza staje się w konsekwencji kluczowym składnikiem procesu nadzoru. Ze względu na wspólną walutę strefy euro, jej stabilność zewnętrzna

3 Raport MFW: *Euro Area Policies; 2007 Article IV consultation staff report*, MFW, lipiec 2007 r. oraz *Economic Survey of the Euro Area*, OECD, styczeń 2007 r.

4 Decyzja Zarządu dotycząca „Dwustronnego nadzoru nad polityką państw członkowskich” (*Bilateral Surveillance over Members' Policies*), przyjęta dn. 15 czerwca 2007 r., zastępująca decyzję dot. nadzoru nad politykami kursów walutowych (*surveillance over exchange rate policies*) z 1977 r.

oceniana jest na poziomie strefy jako całości, z tym że dwustronny nadzór nad poszczególnymi państwami, ukierunkowany na krajowe polityki poszczególnych państw członkowskich, stanowi również w tym kontekście ważną kwestię. Trwają wysiłki mające na celu skuteczne wdrożenie nowej decyzji z uwzględnieniem wyzwań natury technicznej i koncepcyjnej.

Ponadto pierwszy proces konsultacji wielostronnych przeszedł do stadium monitoringu. Konsultacje wielostronne stanowią nowe podejście do nadzoru mające na celu zebranie najważniejszych stron w poufnym otoczeniu w celu odbycia szczerego dialogu, który ułatwi podjęcie odpowiednich działań politycznych w celu rozwiązywania problemów rangi systemowej lub regionalnej. W pierwszej rundzie konsultacji poświęconej globalnej nierównowadze brały udział Chiny, kraje strefy euro, Japonia, Arabia Saudyjska oraz Stany Zjednoczone. Forum to stało się przydatną platformą wymiany pomysłów i poglądów na temat przyczyn nierównowagi, jak też możliwych rozwiązań tego problemu. Obecnie nacisk przeniesiono z dialogu na realizację ustalonej polityki. Pracownicy MFW monitorują postępy w tej dziedzinie i komunikują swoje ustalenia w raportach dwustronnych i wielostronnych.

Postęp dokonał się również w zakresie innych elementów strategii średnioterminowej. Co się tyczy reformy udziałów i prawa głosu, dyskusje skupiły się głównie na innej formule rozdziału głosów, drugiej turze zwiększenia *ad hoc* udziałów dla większej liczby państw oraz zwiększeniu liczby głosów podstawowych. Dwa kluczowe cele reform to osiągnięcie znaczącego postępu w dostosowywaniu udziałów do relatywnej wagi państw członkowskich i ich roli w gospodarce światowej oraz rozszerzenie prawa głosu i udziału w MFW dla państw uzyskujących niskie dochody. Konsensus co do głównych elementów pakietu najprawdopodobniej osiągnięty zostanie podczas spotkań organizowanych wiosną 2008 r. Trwają również starania, aby zapewnić Funduszowi

stabilniejsze podstawy finansowe. Po stronie dochodów podstawą szczegółowych propozycji są zalecenia zawarte w raporcie Komitetu Wybitnych Osobistości (ang. *Committee of Eminent Persons*) – organu wyznaczonego do badania trwałego, długoterminowego finansowania MFW. Po stronie wydatków rozważenie misji Funduszu i ostrożny wybór priorytetów to kluczowe propozycje nowych ram wydatków zakładających znaczne redukcje budżetowe. Nadal trwają także prace nad zaangażowaniem Funduszu w rynki wschodzące. Fundusz poprawił jakość pomocy udzielanej przy identyfikacji słabych punktów i zarządzaniu zadłużeniem, a także zastanawiał się nad wprowadzeniem nowego instrumentu płynności jako środka zapobiegania kryzysom.

Poza reformami MFW w programie międzynarodowej społeczności finansowej nadal znajdowała się promocja mechanizmów przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym oraz działanie na rzecz rozwiązywania ich w sposób systematyczny. W tym kontekście poczyniono postęp we wdrażaniu zasad stabilnego przepływu kapitałów i sprawiedliwej restrukturyzacji długów na rynkach wschodzących, które zostały zatwierdzone przez grupę G20 w 2004 r. Celem tych rynkowych i dobrowolnych zasad jest dostarczenie wytycznych w zakresie zachowań suwerennych emitentów oraz ich prywatnych wierzycieli w zakresie wymiany informacji, dialogu i ścisłej współpracy. Coraz większa liczba instytucji finansowych jak i państw-emitentów wyraziła swoje poparcie dla tych Zasad i szczególne zainteresowanie postęпами w ich wdrażaniu. Na potrzeby wdrażania i rozwoju Zasad powołana została w 2006 r. Grupa Doradcza (ang. *Group of Trustees*), w skład której wchodzi wybitni przedstawiciele świata finansów. Podczas jej ostatniego spotkania, które odbyło się w październiku 2007 r. w Waszyngtonie, Grupa Doradcza dokonała analizy postępu jaki poczyniono we wdrażaniu Zasad w ramach międzynarodowej architektury finansowej.

W 2007 r. podjęto szereg innych inicjatyw związanych z rynkami finansowymi. Biorąc przykład z sektora prywatnego i ww. Zasad, grupa wiodących londyńskich funduszy hedgingowych zaproponowała kodeks postępowania tych funduszy. Ten dobrowolny kodeks ma na celu poprawę przejrzystości i zarządzania ryzykiem. Grupa G8 ustaliła ponadto plan działania mający na celu rozwój lokalnych rynków obligacji w gospodarkach rynkowych krajów wschodzących i krajów rozwijających się. Plan działania zawiera kluczowe kwestie związane z prowadzoną polityką, które wymagają dalszej szczegółowej analizy, takie jak umacnianie infrastruktur rynkowych i polityk zarządzania długiem publicznym, poszerzenie i dywersyfikacja bazy inwestorów, rozwój rynków instrumentów pochodnych i swapów, poprawa baz danych oraz promocja inicjatyw regionalnych. Celem planu jest pogłębienie i zwiększenie wydajności lokalnych rynków obligacji tak, aby były one w pełni wykorzystywane dla celów pośrednictwa finansowego, stabilności finansowej i zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Podkreślając rosnące zainteresowanie rolą i działaniami narodowych funduszy inwestycyjnych (SWF), Międzynarodowy Komitet ds. Walutowych i Finansowych poprosił MFW o rozpoczęcie dialogu z organami zarządzającymi funduszami majątkowymi i rezerwą. Pierwszy okrągły stół zwołano w listopadzie 2007 r.

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. Współpraca techniczna stała się ponadto istotnym narzędziem wspomagającym rozwój instytucjonalny i zwiększającym faktyczne dostosowanie się instytucji spoza UE do standardów europejskich i międzynarodowych.

W październiku 2007 r. Eurosystem wspólnie z Bankiem Centralnym Federacji Rosyjskiej



(Bank Rosji) zorganizował w Moskwie czwarte dwustronne seminarium, w którym uczestniczyli urzędnicy wysokiego szczebla. Uczestnicy seminarium wymienili poglądy na temat aktualnych wyzwań stojących przed polityką pieniężną i kursową Rosji oraz rosnącej roli systemu finansowego i jej implikacji dla mechanizmów transmisji polityki pieniężnej zarówno w Rosji, jak i w innych dojrzałych i wschodzących gospodarkach. Po dokonaniu przeglądu wyzwań i perspektyw związanych z rozszerzeniem UE i strefy euro dyskusja skupiła się na implikacjach tych procesów dla Rosji. Podobne imprezy będą organizowane regularnie – kolejnym ma być seminarium organizowane w Wiedniu wiosną 2009 r.

Uzupełnieniem dyskusji toczących się pomiędzy urzędnikami wysokiego szczebla podczas seminarium Eurosystemu i Banku Rosji w październiku 2006 r. były warsztaty eksperckie dotyczące długoterminowych perspektyw wzrostu gospodarki rosyjskiej zorganizowane przez Bank Rosji w Tulie 14 czerwca 2007 r. Pracownicy Banku Rosji oraz inni eksperci rosyjskiego rządu i społeczności finansowej wymieniali poglądy z ekonomistami Eurosystemu na temat czynników warunkujących wzrost gospodarki rosyjskiej i perspektyw w tym zakresie. Podczas warsztatów odbyły się prezentacje poświęcone m.in. „Długoterminowym wyzwaniom stojącym przed gospodarką rosyjską: zależność od cen ropy naftowej a choroba holenderska” oraz „Prognozowanie wzrostu PKB Rosji a rola prowadzonej polityki”.

Kontynuowana jest współpraca techniczna z Bankiem Rosji. Na przykład w październiku 2007 r. EBC był gospodarzem dwóch wizyt

studyjnych urzędników wysokiego szczebla poświęconych operacjom rynkowym i finansom wewnętrznym. Bank Rosji, EBC i krajowe banki centralne strefy euro podjęły także bliską współpracę w ramach kontynuacji szeroko zakrojonego programu szkoleniowego z zakresu nadzoru bankowego, który prowadzony był w latach 2003-2005. Nowy program współpracy banków centralnych finansowany przez Komisję Europejską ma rozpocząć się 1 kwietnia 2008 r., a jego zakończenie przewidywane jest na grudzień 2010 r. Jednym z celów programu jest podniesienie kwalifikacji pracowników Banku Rosji w dziedzinie audytu wewnętrznego poprzez transfer unijnej wiedzy i doświadczeń związanych z audytem wewnętrznym opartym na analizie ryzyka. Kolejnym celem programu jest stopniowe wdrażanie w Rosji zasad nadzoru bankowego zawartych w Umowie Bazylejskiej II w drodze konsultacji i dzielenia się doświadczeniami z wdrażania Dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych. Doradztwo w dziedzinie systemów płatniczych zostało rozszerzone na Wspólnotę Niepodległych Państw dzięki seminarium, które odbyło się w Narodowym Banku Kazachstanu we wrześniu 2007 r.

Czwarte seminarium wysokiego szczebla Eurosystemu z udziałem prezesów banków centralnych partnerów UE z basenu Morza Śródziemnego odbyło się 28 marca 2007 r. w Walencji, a piąte seminarium odbędzie się 26 listopada 2008 r. w Kairze. Dyskusje prowadzone w Walencji dotyczyły, między innymi, polityki fiskalnej krajów basenu Morza Śródziemnego oraz handlu pomiędzy obszarem euro a krajami tego regionu. Pracownicy EBC kilkakrotnie odwiedzali banki centralne państw Maghrebu, na przykład Bank Algierii (luty 2007 r.), Bank Al-Maghrib (listopad 2007 r.) oraz Centralny Bank Tunezji (listopad 2007 r.).

EBC zacieśniał swoje relacje z bankami centralnymi i władzami monetarnymi państw członkowskich Rady Współpracy Państw Zatoki Perskiej (ang. *Gulf Cooperation Council* – GCC)⁵. EBC doradzał także GCC w sprawach związanych z systemami płatniczymi

i banknotami. Wraz z Deutsche Bundesbank EBC zorganizuje w dniach 11-12 marca 2008 r. seminarium wysokiego szczebla Eurosystemu z udziałem banków centralnych i władz monetarnych GCC w Malsz. 25 listopada 2007 r. EBC, wspólnie z czterema krajowymi bankami centralnymi (Deutsche Bundesbank, Bankiem Centralnym Grecji, Banque de France oraz Banca d'Italia), zakończył dwuletni program współpracy z Centralnym Bankiem Egiptu (CBE), finansowany przez Komisję Europejską. Program ten miał na celu wspieranie szeroko zakrojonych reform wprowadzanych przez CBE, które skupiały się wokół wprowadzenia podejścia do nadzoru bankowego opartego na analizie ryzyka oraz poprawy zdolności nadzorczych Banku. W tym celu stworzono sześć projektów z zakresu ciągłego nadzoru, inspekcji i kontroli, nadzoru makroostrożnościowego, kwestii prawnych i ustanawiania standardów, szkoleń i technologii informatycznych. Każdy z narodowych banków centralnych wziął na siebie obowiązki doradcy i ściśle współpracował z liderem zespołu z Centralnego Banku Egiptu.

EBC i kilka krajowych banków centralnych zacieśniały swoje relacje z państwami zachodnich Bałkanów. W dniach 1-2 października 2007 r. EBC zorganizował we Frankfurcie drugą konferencję poświęconą temu regionowi, rozszerzając jej zakres na wszystkie państwa Europy Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Uczestnikami konferencji byli eksperci reprezentujący banki centralne państw członkowskich UE i krajów Europy Południowo-Wschodniej oraz przedstawiciele Komisji Europejskiej, organizacji międzynarodowych i środowisk akademickich. Omawiali oni wybrane aspekty i najważniejsze wyzwania dla osiągnięcia faktycznej konwergencji w tym regionie.

EBC wraz z ośmioma krajowymi bankami centralnymi (Deutsche Bundesbank, Eesti Pank, Bankiem Grecji, Banco de

⁵ Bahrajn, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska i Zjednoczone Emiraty Arabskie.

España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank oraz Banka Slovenije) przedstawił Centralnemu Bankowi Bośni i Hercegowiny raport z analizy potrzeb dotyczący postępów, jakie państwo to musi poczynić w wybranych obszarach bankowości centralnej przygotowując się do przystąpienia do UE. Raport ten stanowiący zakończenie misji rozpoczętej 1 marca 2007r. został oficjalnie przedstawiony przez Eurosystem 12 września 2007r. Zawarto w nim zalecenia co do dziedzin, w których Bank Centralny Bośni i Hercegowiny musi poczynić w nadchodzących latach postępy, aby dostosować standardy swego działania do standardów przyjętych przez ESBC. Program ten był finansowany przez Komisję Europejską w ramach programu Pomocy Wspólnotowej na rzecz Odbudowy, Rozwoju i Stabilizacji (CARDS), a za jego koordynację odpowiadał EBC.



ROZDZIAŁ 6

ODPOWIEDZIALNOŚĆ

I ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC SPOŁECZEŃSTWA I PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO

W ciągu ostatnich dziesięcioleci niezależność banków centralnych stała się podstawowym elementem ram polityki pieniężnej w gospodarkach uprzemysłowionych i wschodzących. Decyzja o przyznaniu niezależności bankom centralnym jest mocno osadzona w teorii ekonomicznej i empirii, co sprzyja utrzymaniu stabilizacji cenowej. Jednocześnie, zgodnie z podstawową zasadą społeczeństwa demokratycznego organy władzy publicznej powinny stosować zasadę odpowiedzialności wobec społeczeństwa, od którego otrzymały mandat. W przypadku niezależnego banku centralnego odpowiedzialność jest rozumiana jako obowiązek wyjaśniania sposobów korzystania z uprawnień i uzasadniania swoich decyzji społeczeństwu i jego wybranym przedstawicielom.

EBC zawsze w pełni rozumiał podstawowe znaczenie odpowiedzialności za decyzje w zakresie prowadzonej polityki i w tym celu prowadzi regularny dialog ze społeczeństwem UE i z 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 2007 r. przez członków Rady Prezesów, wyjaśniające decyzje EBC 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 2007 r., zgodnie z postanowieniami Traktatu, Prezes EBC przedstawił na sesji plenarnej Parlamentu Europejskiego Raport Roczny EBC za 2006 r. Ponadto, regularnie zdawał on 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 zaproszony na dodatkowe posiedzenie Komisji w celu wyjaśnienia działań podjętych przez EBC na rynku pieniężnym w odpowiedzi na zaburzenia na rynku finansowym w drugiej połowie 2007 r., a także aby przedyskutować ewentualne wnioski wynikające z tej sytuacji dla ram dla regulacji finansowych, nadzoru i stabilności. Prezes wystąpił także na wspólnym spotkaniu Parlamentu Europejskiego i parlamentów krajowych, poświęconemu wymianie poglądów na temat konwergencji gospodarczej w strefie euro.

Inni członkowie Zarządu byli również wielokrotnie zapraszani do występowania przed Parlamentem Europejskim. Wiceprezes przedstawił Komisji Gospodarczej i Monetarnej Raport Roczny EBC za 2006 r. Gertrude Tumpel-Gugerell dwa razy wystąpiła przed Komisją, udzielając informacji na temat ostatnich wydarzeń w obszarze rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych oraz postępów w realizacji projektu Eurosystemu – TARGET2-Papiery wartościowe.

Podobnie jak w latach ubiegłych, delegacja Komisji Gospodarczej i Monetarnej odwiedziła EBC, aby wymienić poglądy z członkami Zarządu. EBC nadal stosował także praktykę dobrowolnego odpowiadania na pisemne pytania przedstawiane przez członków Parlamentu Europejskiego, dotyczące kwestii leżących w kompetencjach EBC.

2 WYBRANE TEMATY PORUSZANE PODCZAS SPOTKAŃ Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM

Wymiana poglądów między Parlamentem Europejskim a EBC dotyczyła wielu tematów. Najważniejsze kwestie poruszane przez Parlament Europejski w czasie tej wymiany poglądów zostały wymienione poniżej.

RAMY UE DLA REGULACJI FINANSOWYCH, NADZORU I STABILNOŚCI

Parlament Europejski i EBC kontynuowały bliski dialog na temat kwestii dotyczących integracji finansowej i stabilności. W uchwale o polityce w zakresie usług finansowych w latach 2005-2010, Parlament, uznając fundusze hedgingowe za dodatkowe źródło płynności i dywersyfikacji na rynku, a także za przyczyniające się do zwiększenia wydajności przedsiębiorstw, podzielił niepokoje niektórych banków centralnych i organów nadzoru, iż fundusze te mogą stanowić źródło ryzyka systemowego. Wobec powyższego, Parlament zaapelował o zwiększenie współpracy między organami nadzoru w zakresie realizacji zaleceń Forum Stabilności Finansowej i zachęcał inwestorów, głównych pośredników i organy administracji publicznej, aby oceniać fundusze hedgingowe pod kątem potencjalnego ryzyka kontrahentów.

Parlament Europejski odnotował także wysoki stopień koncentracji w sektorze agencji ratingu kredytowego oraz zalecił większą przejrzystość metod pracy tych podmiotów. W zakresie nadzoru finansowego Parlament wyraził niepokój, że stosowane obecnie ramy mogą nie dotrzymać kroku dynamice rynku finansowego, a także podkreślił, iż muszą być one odpowiednio wyposażone, skoordynowane i prawnie upoważnione do reagowania w sposób właściwy i niezwłoczny w przypadku wystąpienia poważnych transgranicznych kryzysów systemowych. Dlatego też uznał za konieczne umożliwienie przyjęcia stosunkowo nowych ustaleń dotyczących poziomu 2 i poziomu 3 procedury Lamfalussy'ego¹, oraz jednoczesne zbadanie, czy wskazane jest i czy istnieją możliwości stosowania w przyszłości nadzoru ostrożnościowego na poziomie UE, jeśli okaże się to konieczne.

Prezes EBC podkreślił, że ponowna ocena zagrożeń, jakie wystąpiły w drugiej połowie 2007 r., wykazała obecność niektórych słabych punktów dostrzeżonych już wcześniej przez EBC i inne banki centralne. Prezes uznał, że należy zwiększyć przejrzystość oraz poprawić zarządzanie ryzykiem w odniesieniu do zaawansowanych produktów finansowych. Uznał on, że niewielka liczba światowych agencji ratingowych stanowi prawdziwy problem dla funkcjonowania globalnych finansów. Podkreślił jednocześnie, że inwestorzy nie powinni traktować opinii wyrażanych przez agencje ratingowe jako substytutu własnych analiz kredytowych i należytej staranności. Odnosząc się do funduszy hedgingowych, Prezes zaakcentował ich pozytywną rolę w podnoszeniu wydajności i płynności rynków finansowych, uznając, że fundusze mogą jednak stanowić źródło zagrożeń dla stabilności systemu finansowego. Dlatego Prezes zalecił szybkie wdrożenie zaleceń Forum Stabilności Finansowej oraz poparł wnioski, by sektor funduszy hedgingowych dążył do realizacji najlepszych praktyk i uznał, że wzorce wyznaczone przez sektor finansowy byłyby odpowiednim narzędziem dla osiągnięcia tego celu. Prezes zwrócił również uwagę na potrzebę lepszego zrozumienia podmiotów nieregulowanych, takich jak pośrednicy oraz spółki celowe, a także zwrócił się o dalszą szczegółową kontrolę wszystkich podmiotów nieregulowanych. Na koniec podkreślił, że przed uwzględnieniem wszelkich daleko idących zmian instytucjonalnych należy maksymalnie wykorzystać potencjał procedury Lamfalussy'ego (zob. rozdział 4).

FINANSE PUBLICZNE

Sposób prowadzenia polityki fiskalnej stanowił główny punkt dyskusji Parlamentu Europejskiego i EBC. W uchwale dotyczącej

¹ Metoda Lamfalussy'ego to czteroetapowy proces zatwierdzania ustawodawstwa dotyczącego papierów wartościowych, bankowości oraz ubezpieczeń. Więcej szczegółów można znaleźć w *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*, 15 lutego 2001 r., który dostępny jest na stronach internetowych Komisji Europejskiej. Zob. także ECB Annual Report 2003, s. 111 w wersji angielskiej.



sprawozdania Komisji Europejskiej „Finanse publiczne w UGW w roku 2006” Parlament opowiedział się za bezwzględny stosowaniem Paktu Stabilności i Wzrostu i wezwał państwa członkowskie, aby korzystając z poprawy sytuacji gospodarczej ponowiły wysiłki mające na celu przygotowanie własnych finansów publicznych do stawienia czoła przyszłym wyzwaniom, przede wszystkim zjawisku starzejącego się społeczeństwa. W uchwale w sprawie rocznego sprawozdania Komisji dotyczącego strefy euro, Parlament Europejski zaakceptował zatem kierunki polityki fiskalnej przyjęte przez Eurogrupę w kwietniu 2007 r., odwołujące się do zobowiązania, aby w sposób czynny skonsolidować finanse publiczne w okresie dobrej koniunktury oraz aby wykorzystać nadwyżki wpływów budżetowych do zmniejszenia deficytu i zadłużenia.

Prezes EBC podkreślił, że należy wykorzystać dobrą koniunkturę gospodarczą do niezwłocznego zajęcia się istniejącą jeszcze nierównowagą budżetową w państwach strefy euro, a także przyspieszenia procesu wprowadzania korekt dla osiągnięcia celów średnioterminowych. W tym kontekście Prezes zalecił, aby wszystkie państwa strefy euro uznały zobowiązanie Eurogrupy do jak najszybszego osiągnięcia swoich średnioterminowych celów budżetowych, najpóźniej do 2010 r. (zob. podrozdział 1.1 rozdziału 5).

SYSTEMY PŁATNICZE I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

EBC nadal informował Parlament Europejski o aktualnych działaniach w obszarze systemów płatności oraz systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych. Gertrude Tumpel-Gugerell dwa razy wystąpiła przed Komisją Gospodarczą i Monetarną, udzielając informacji o postępach w tworzeniu infrastruktury Eurosystemu służącej świadczeniu usług rozrachunku papierów wartościowych w pieniądzu banku centralnego, zwanych TARGET2-Papiery wartościowe. EBC z zadowoleniem powitał również przyjęcie w 2007 r. przez Parlament Europejski i Radę Unii Europejskiej dyrektywy o usługach płatniczych, ponieważ zapewnia ona podstawę prawną dla utworzenia Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (SEPA) (zob. podrozdział 3 rozdziału 4).

W opracowanej z własnej inicjatywy uchwale w sprawie raportu rocznego EBC za 2006 r. Parlament Europejski w pełni poparł wkład EBC we wspieranie integracji finansowej poprzez przyspieszanie inicjatyw sektora prywatnego, takich jak SEPA. Parlament uznał także, że system TARGET2-Papiery wartościowe może usprawnić integrację, efektywność i bezpieczeństwo infrastruktury europejskich systemów rozrachunku papierów wartościowych. Jednocześnie uznał za istotne zastosowanie właściwych ram zarządzania.

W uchwale o polityce w zakresie usług finansowych w latach 2005-2010, Parlament zaapelował o dalsze znoszenie barier określonych w raporcie Grupy Giovanniniego na temat ustaleń w sprawie transgranicznego rozliczania i rozrachunku (zob. podrozdział 2 rozdziału 2).



ROZDZIAŁ 7

KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA

I POLITYKA KOMUNIKACJI

Komunikacja w EBC ma na celu poprawę zrozumienia decyzji EBC w społeczeństwie. Stanowi integralną część polityki pieniężnej EBC oraz jego działalności w innych dziedzinach. W działaniach komunikacyjnych EBC kieruje się dwiema kluczowymi 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. Raport Roczny EBC oraz kwartalne wydanie Biuletynu Miesięcznego także są publikowane w całości we wszystkich językach urzędowych UE². Raport o Konwergencji udostępniany jest w całości lub w formie podsumowania we wszystkich językach urzędowych UE³. W ramach przejrzystości działań i odpowiedzialności EBC publikuje także -obok publikacji statutowych- inne dokumenty w niektórych lub we wszystkich językach urzędowych – w szczególności komunikaty prasowe o decyzjach dotyczących polityki pieniężnej, projekcje makroekonomiczne⁴

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 objęty derogacją UE.

2 Z wyjątkiem języka irlandzkiego (objętego derogacją UE) i maltańskiego (na mocy porozumienia z Bank Centralni ta' Malta w następstwie uchylecia tymczasowej derogacji UE w maju 2007 r.).

3 Zob. przypis 2.

4 Projekcje ekspertów EBC od września 2004 r. oraz projekcje ekspertów Eurosystemu od grudnia 2000 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 zakresu narzędzi i działań komunikacyjnych, które są stale udoskonalane w celu osiągnięcia ich jak największej skuteczności, przy uwzględnieniu różnych odbiorców.

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 Financial Stability Review (Przegląd Stabilności Finansowej) ocenia stabilność systemu finansowego strefy euro pod kątem jego zdolności do absorpcji wstrząsów.

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 2007 r. miało miejsce siedem wystąpień prezesa EBC przed Parlamentem Europejskim; wystąpienia zaczęto publikować również w serwisie internetowym EBC.

W 2007 r. członkowie Zarządu wygłosili około 220 przemówień i udzielili licznych wywiadów, jak również publikowali artykuły w periodykach naukowych, czasopismach i gazetach.

Ponadto, w 2007 r. EBC zorganizował 15 seminariów skierowanych do mediów krajowych i międzynarodowych, z których trzy odbyły się dzięki współpracy z Komisją Europejską, zaś cztery przy udziale krajowych banków centralnych UE.



EBC kontynuował swoje działania na rzecz rozpowszechniania wyników badań poprzez publikowanie dokumentów roboczych i okolicznościowych, a także poprzez organizowanie konferencji naukowych, seminariów i warsztatów (zob. podrozdział 5 rozdziału 2).

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.

W 2007 r. EBC zorganizował razem z Central Bank of Cyprus oraz Bank Āentrali ta' Malta serię kampanii informacyjnych w celu przygotowania do wprowadzenia euro na Cyprze i Malcie 1 stycznia 2008 r. Logo kampanii „Euro-nasz pieniądz”, które pochodzi z kampanii informacyjnej na rzecz wprowadzenia banknotów i monet euro w 2002 r., zostało wykorzystane we wszystkich wspólnych działaniach komunikacyjnych w procesie wymiany pieniądza na Cyprze i Malcie. Kampanie były odbiciem strategii komunikacyjnej opracowanej na potrzeby wejścia Słowenii do strefy euro 1 stycznia 2007 r. i miały na celu zapoznanie podmiotów zawodowo zajmujących się obsługą gotówki oraz społeczeństwa z wyglądem i zabezpieczeniami banknotów i monet euro, a także z organizacją przejścia na inną walutę (zob. podrozdział 4 rozdziału 3).

W 2007 r. około 13 500 osób odwiedziło siedzibę EBC we Frankfurcie. Odwiedzający otrzymali informacje z pierwszej ręki w postaci prezentacji i wykładów wygłaszanych przez pracowników EBC. Większość odwiedzających

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, który odwiedziło 15 milionów osób w 2007 r. (pobierając 15 milionów dokumentów). Szczególną popularnością cieszył się informator zatytułowany „Stabilność cen- dlaczego jest ważna także dla Ciebie?” („*Price stability: why is it important for you?*”)⁵, przeznaczony dla młodzieży i ich nauczycieli a opracowany przez EBC we współpracy z krajowymi bankami centralnymi strefy euro we wszystkich językach urzędowych UE. Informator zawiera ośmiominutowy film animowany, ulotki dla uczniów i broszurę dla nauczycieli. Film przedstawia historię dwojga uczniów szkoły średniej, Anny i Aleksa, którzy uczą się, czym jest stabilność cen. Ulotki prezentują ogólne informacje zrozumiałe dla uczniów, podczas gdy broszura dla nauczycieli zawiera więcej niezbędnych szczegółów.

W 2007 r. odpowiedziano na około 60 000 zapytań zawierających prośby o informacje na temat różnych aspektów działalności EBC.

EBC organizuje coroczne Dni Kultury mające na celu przybliżenie różnorodności kulturowej państw członkowskich UE pracownikom EBC i ESBC, a także międzynarodowej społeczności finansowej we Frankfurcie oraz mieszkańcom Frankfurtu i okolic. 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 2007 r. Dni Kultury poświęcone były Grecji, w 2006- Austrii, w 2005- Węgrom, w 2004-Polsce a w 2003 Portugalii. Program imprez powstał w ścisłej współpracy z Bank of Greece i odbył się w okresie od 24 października do 13 listopada 2007 r.

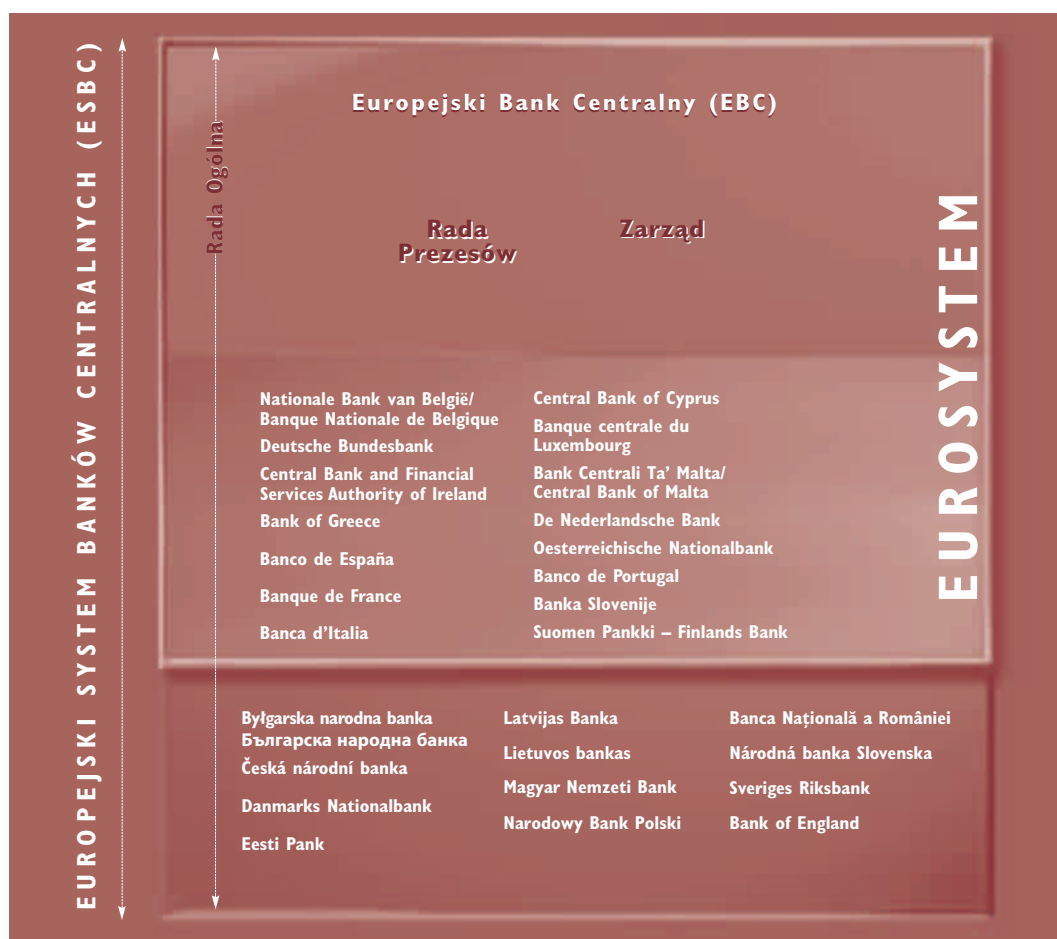
5 Informator dostępny jest w serwisie internetowym EBC: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/pricestab/html/index.en.html>.



**RAMY INSTYTUCJONALNE,
ORGANIZACJA
I ROCZNE SPRAWOZDANIE
FINANSOWE**

I ORGANY DECYZYJNE I ŁĄD KORPORACYJNY W EUROPEJSKIM BANKU CENTRALNYM

I.1 EUROSISTEM ORAZ EUROPEJSKI SYSTEM BANKÓW CENTRALNYCH



Eurosistem jest systemem bankowości centralnej strefy euro. Obejmuje on Europejski Bank Centralny (EBC) oraz krajowe banki centralne (KBC) państw członkowskich UE, których walutą jest euro (od 1 stycznia 2008 r. liczba tych państw wynosi 15). Termin „Eurosistem” wprowadziła Rada Prezesów, aby ułatwić zrozumienie struktury powiązań między bankami centralnymi w strefie euro. Termin ten podkreśla wspólną tożsamość oraz współpracę wszystkich członków w ramach jednego zespołu. Terminu „Eurosistem” użyto w Traktacie Lizbońskim (zob. podrozdział 1.2 rozdziału 5).

Europejski System Banków Centralnych (ESBC) obejmuje EBC oraz krajowe banki

centralne wszystkich państw członkowskich UE (od 1 stycznia 2007 r. ich liczba wynosi 27), co oznacza, że jego częścią są również KBC tych państw członkowskich, które nie wprowadziły jeszcze euro.

EBC stanowi trzon Eurosystemu oraz ESBC i gwarantuje realizację zadań obu systemów zarówno poprzez działania własne, jak i działania krajowych banków centralnych. W świetle międzynarodowego prawa publicznego EBC posiada osobowość prawną.

Każdy krajowy bank centralny ma osobowość prawną nadaną na mocy prawa danego kraju. Krajowe banki centralne strefy euro, które

stanowią integralną część Eurosystemu, wykonują zadania powierzone Eurosystemowi zgodnie z zasadami ustanowionymi przez organy decyzyjne EBC. KBC wnoszą również wkład w prace Eurosystemu i ESBC poprzez uczestnictwo w komitetach Eurosystemu/ESBC (zob. podrozdział 1.5 niniejszego rozdziału). Krajowe banki centralne mogą pełnić, na własną odpowiedzialność, funkcje niezwiązane z Eurosystemem, pod warunkiem że Rada Prezesów nie uzna ich za kolidujące z celami i zadaniami Eurosystemu.

Eurosystemem i ESBC kierują organy decyzyjne EBC: Rada Prezesów oraz Zarząd. Trzecim organem decyzyjnym EBC jest Rada Ogólna, która będzie działać tak długo, aż wszystkie państwa członkowskie UE wprowadzą 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 wprowadziły euro. Zgodnie z postanowieniami Traktatu do najważniejszych zadań Rady należą:

- uchwalanie wytycznych i podejmowanie decyzji niezbędnych do wykonywania zadań powierzonych Eurosystemowi;
- ustalanie polityki pieniężnej strefy euro, w tym – tam, gdzie to konieczne – podejmowanie decyzji dotyczących 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 w miesiącu Rada dokonuje, między innymi, dogłębnej oceny sytuacji pieniężnej i gospodarczej oraz podejmuje odpowiednie decyzje. Na drugim posiedzeniu Rada zajmuje się zazwyczaj sprawami związanymi z innymi zadaniami oraz kompetencjami EBC i Eurosystemu. W 2007 r. dwa posiedzenia odbyły się poza Frankfurtem: pierwsze z nich zostało zorganizowane przez Central Bank and Financial Services Authority of Ireland w Dublinie, a drugie – przez Oesterreichische Nationalbank w Wiedniu.

Podjmując decyzje dotyczące polityki pieniężnej oraz innych zadań EBC i Eurosystemu, członkowie Rady Prezesów działają nie 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 EBC, Dz.U. L 80 z 18.3.2004, s. 33; Decyzji EBC/2004/12 z 17 czerwca 2004 r. przyjmującej Regulamin Rady Ogólnej EBC, Dz.U. L 230 z 30.6.2004, s. 61; Decyzji EBC/1999/7 z 12 października 1999 r. w sprawie Regulaminu Zarządu EBC, Dz.U. L 314 z 8.12.1999, s. 34. Wymienione przepisy są również dostępne w serwisie internetowym EBC.

RADA PREZESÓW



Jean-Claude Trichet

Prezes EBC

Lucas D. Papademos

Wiceprezes EBC

Lorenzo Bini Smaghi

Członek Zarządu EBC

Michael C. Bonello² (od 1 stycznia 2008 r.)

Prezes Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta

Central Bank of Malta

Vítor Constâncio

Prezes Banco de Portugal

Mario Draghi

Prezes Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Prezes Banco de España

Nicholas C. Garganas

Prezes Bank of Greece

Mitja Gaspari

(od 1 stycznia do 31 marca 2007 r.)

Prezes Banka Slovenije

José Manuel González-Páramo

Członek Zarządu EBC

John Hurley

Prezes Central Bank and Financial Services
Authority of Ireland

Authority of Ireland

Marko Kranjec (od 16 lipca 2007 r.)

Prezes Banka Slovenije

Klaus Liebscher

Prezes Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Prezes Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Prezes Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Prezes Banque de France

Athanasios Orphanides²

(od 1 stycznia 2008 r.)

Prezes Central Bank of Cyprus

Guy Quaden

Prezes Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant

(od 1 kwietnia do 15 lipca 2007 r.)

p.o. Prezesa Banka Slovenije

Jürgen Stark

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):

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Nout Wellink, Marko Kranjec

Środkowy rząd (od lewej):

John Hurley,
Miguel Fernández Ordóñez,
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Lorenzo Bini Smaghi,
Michael C. Bonello

Pierwszy rząd (od lewej):

Yves Mersch,
José Manuel González-Páramo,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Athanasios Orphanides

² Prezesi Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i Central Bank of Cyprus uczestniczyli w posiedzeniach Rady Prezesów w 2007 r. jako „goście specjalni” po tym, jak 10 lipca 2007 r. Rada ECOFIN podjęła decyzję o uchyleniu derogacji w stosunku do tych krajów z dniem 1 stycznia 2008 r.

I.3 ZARZĄD

W skład Zarządu wchodzi prezes i wiceprezes EBC oraz czterech członków mianowanych za wspólnym porozumieniem szefów państw lub rządów państw członkowskich, które wprowadziły euro. Zarząd zbiera się zazwyczaj raz w tygodniu, a do jego głównych zadań należą:

- przygotowywanie posiedzeń Rady Prezesów;
- realizowanie polityki pieniężnej strefy euro zgodnie z wytycznymi i decyzjami Rady Prezesów oraz przekazywanie niezbędnych instrukcji w tym zakresie KBC strefy euro;

– zarządzanie bieżącą działalnością EBC;

– wykonywanie uprawnień przekazanych Zarządowi przez Radę Prezesów, w tym niektórych uprawnień o charakterze regulacyjnym.

Zarząd korzysta z pomocy Komitetu ds. Zarządzania w sprawach dotyczących zarządzania, planowania działalności i opracowywania rocznego budżetu EBC. Komitet ten składa się z jednego członka Zarządu, pełniącego funkcję przewodniczącego, oraz z kilku osób pełniących wyższe funkcje kierownicze.

Drugi rząd (od lewej):

Jürgen Stark,
José Manuel González-Páramo,
Lorenzo Bini Smaghi

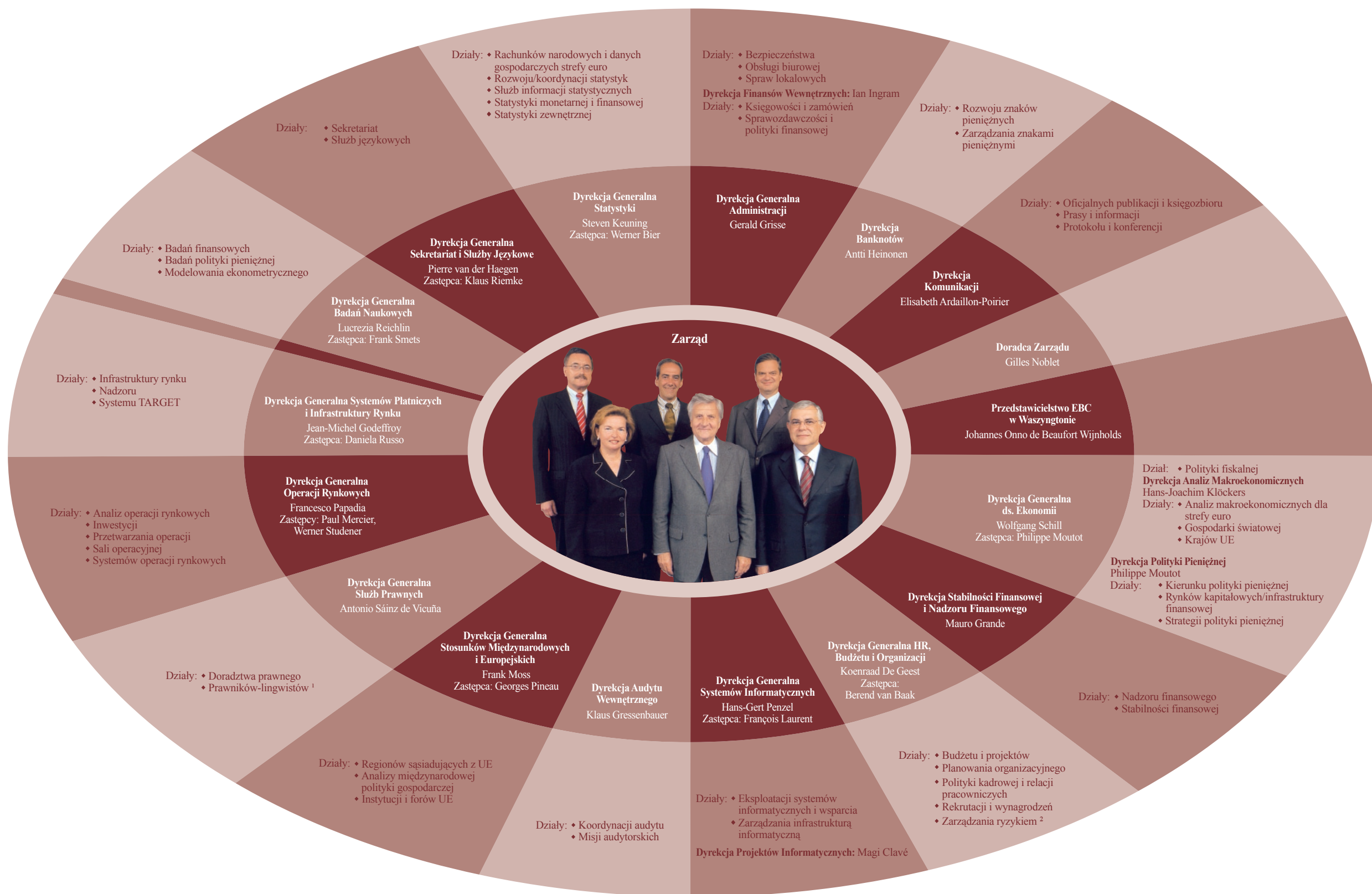
Pierwszy rząd (od lewej):

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
Jürgen Stark
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 głównie za wykonywanie tych zadań przejętych od Europejskiego Instytutu Walutowego (EIW), które muszą być nadal realizowane przez EBC

w związku z tym, że nie wszystkie państwa członkowskie wprowadziły euro. W 2007 roku Rada Ogólna zebrała się pięć razy. Od stycznia 2007 r. członkami Rady Ogólnej są także prezes Българска народна банка (Bułgarska narodna banka) oraz prezes Banca Națională a României.

Ostatni rząd (od lewej):

Erkki Liikanen,
András Simor,
Klaus Liebscher,
Nicholas C. Garganas,
Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas,
Nout Wellink, Andres Lipstok

Środkowy rząd (od lewej):

John Hurley,
Nils Bernstein,
Christian Noyer,
Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma,
Stefan Ingves, Marko Kranjec,
Mugur Constantin Isărescu

Pierwszy rząd (od lewej):

Miguel Fernández Ordóñez,
Ivan Šramko, Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello,
Athanasios Orphanides, Yves Mersch



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 Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta

Christodoulos Christodoulou

(do 3 maja 2007 r.)

Prezes Central Bank of Cyprus

Vítor Constâncio

Prezes Banco de Portugal

Mario Draghi

Prezes Banca d'Italia

Miguel Fernández Ordóñez

Prezes Banco de España

Nicholas C. Gargana

Prezes Bank of Greece

Mitja Gaspari (do 31 marca 2007 r.)

Prezes Banka Slovenije

John Hurley

Prezes Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

Stefan Ingves

Prezes Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu

Prezes Banca Națională a României

Ivan Iskrov

Prezes Българска народна банка (Bułgarska narodna banka)

Zsigmond Járαι (do 1 marca 2007 r.)

Prezes Magyar Nemzeti Bank

Mervyn King

Prezes Bank of England

Marko Kranjec (od 16 lipca 2007 r.)

Prezes Banka Slovenije

Klaus Liebscher

Prezes Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Prezes Suomen Pankki – Finlands Bank

Andres Lipstok

Prezes Eesti Pank

Yves Mersch

Prezes Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Prezes Banque de France

Athanasios Orphanides (od 4 maja 2007 r.)

Prezes Central Bank of Cyprus

Guy Quaden

Prezes Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Andrej Rant

(od 1 kwietnia do 15 lipca 2007 r.)

p.o. Prezesa Banka Slovenije

Ilmārs Rimševičs

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

1.5 KOMITETY EUROSYSTEMU/ESBC, KOMITET BUDŻETOWY, KONFERENCJA DZIAŁÓW KADR I KOMITET KOORDYNACYJNY EUROSYSTEMU DS. INFORMATYKI

Komitety Eurosystemu/ESBC nadal odgrywają ważną rolę, wspomagając organy decyzyjne EBC w realizacji ich zadań. Na wniosek Rady Prezesów i Zarządu komitety wydają 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 zapraszani mogą być również przedstawiciele innych właściwych instytucji, takich jak krajowe organy nadzorcze w przypadku Komitetu ds. Nadzoru Bankowego. W lipcu 2007 r. na mocy art. 9 ust. 1 Regulaminu EBC powołano do życia nowy komitet Eurosystemu/ESBC – Komitet ds. Metodologii Kosztów (COMCO). Tym samym liczba komitetów Eurosystemu/ESBC utworzonych na mocy tego artykułu wzrosła do 13.

Komitet Budżetowy, który powstał na mocy art. 15 Regulaminu EBC, wspiera Radę Prezesów w kwestiach związanych z budżetem EBC. W 2005 roku na mocy art. 9a regulaminu powołano do życia Konferencję Działów Kadr, która pełni rolę forum wymiany doświadczeń, wiedzy i informacji pomiędzy bankami centralnymi Eurosystemu/ESBC w dziedzinie zarządzania zasobami ludzkimi.

W sierpniu 2007 r. Rada Prezesów utworzyła Komitet Koordynacyjny Eurosystemu ds. Informatyki (EISC). Jest on odpowiedzialny za opracowywanie coraz to nowych ulepszeń w zakresie wykorzystania informatyki w Eurosystemie. Do głównych zadań EISC należą: wspieranie ładu korporacyjnego w Eurosystemie przy pomocy rozwiązań informatycznych (ang. *IT governance*), w tym opracowywanie i realizacja polityki związanej z architekturą i bezpieczeństwem IT, określanie zapotrzebowania na produkty i usługi informatyczne, zarządzanie portfelem projektów informatycznych ustalanie ich hierarchii ważności, a także planowanie, realizacja i kontrola projektów IT oraz monitorowanie systemów informatycznych i ich

obsługi. EISC ma zwiększyć skuteczność, jak również i efektywność procesu podejmowania przez Radę Prezesów decyzji w sprawie projektów i operacji informatycznych w Eurosystemie/ESBC poprzez uwzględnianie propozycji komitetów ESBC i banków centralnych Eurosystemu przed poddaniem ich pod dyskusję na forum Rady oraz poprzez dostarczanie Radzie raportów dotyczących tych propozycji. EISC, za pośrednictwem Zarządu, podlega Radzie Prezesów.

1.6 ZASADY ŁADU KORPORACYJNEGO

Oprócz organów decyzyjnych, system ładu korporacyjnego EBC składa się z wielu szczebli kontroli zewnętrznej i wewnętrznej, trzech kodeksów postępowania, a także z przepisów dotyczących publicznego dostępu do dokumentów EBC.

SZCZEBLE KONTROLI ZEWNĘTRZNEJ

Statut ESBC przewiduje dwa poziomy kontroli zewnętrznej. Pierwszym z nich jest audyt zewnętrzny, którego zadaniem jest kontrola rocznych sprawozdań finansowych EBC (art. 27 ust. 1 statutu ESBC), a drugim – Europejski Trybunał Obrachunkowy, badający skuteczność zarządzania EBC (art. 27 ust. 2). Raport roczny Trybunału wraz z odpowiedzią EBC są publikowane w serwisie internetowym EBC oraz w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej. W celu zagwarantowania niezależności biegłego rewidenta w EBC stosuje się zasadę rotacji firm audytorskich³.

SZCZEBLE KONTROLI WEWNĘTRZNEJ

Struktura kontroli wewnętrznej EBC jest oparta na podejściu funkcjonalnym. Każda jednostka organizacyjna (sekcja, dział, dyrekcja lub dyrekcja generalna) sama odpowiada za zarządzanie ryzykiem, kontrole wewnętrzne oraz skuteczność

³ W latach obrachunkowych 2003-2007 niezależnym biegłym rewidentem EBC była firma KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. W drodze przetargu i zgodnie z zasadą rotacji firm audytorskich, na niezależnego biegłego rewidenta EBC w latach obrachunkowych 2008-2012 wybrana zostanie inna firma.

i efektywność. Każda jednostka organizacyjna wdraża procedury kontroli operacyjnej w dziedzinie, za którą jest odpowiedzialna, zgodnie z poziomem ryzyka określonym *ex ante* przez Zarząd. Na przykład obowiązujący zestaw zasad i procedur zwany „chińskim murem” ma zapobiec przedostawaniu się wewnętrznych informacji z jednostek odpowiedzialnych za politykę pieniężną do jednostek zajmujących się zarządzaniem rezerwami walutowymi EBC i portfelem funduszy własnych. W 2007 r. EBC udoskonalił sposób zarządzania ryzykiem operacyjnym poprzez utworzenie systemu obejmującego polityki, procedury i instrumenty stosowane w odniesieniu do ryzyka i kontroli. System ten pozwala zarządzać ryzykiem operacyjnym w spójny, uporządkowany i zintegrowany sposób. Oprócz tego Dyrekcja Generalna HR, Budżetu i Organizacji monitoruje portfel ryzyka oraz strukturę kontroli wewnętrznej, a także zgłasza propozycje mające na celu usprawnienie procesu identyfikacji i oceny ryzyka oraz reagowania na ryzyko w EBC.

Oprócz tego, że w EBC istnieje wewnętrzny system kontroli i monitorowania ryzyka, Dyrekcja Audytu Wewnętrznego przeprowadza kontrole zlecane bezpośrednio przez Zarząd. Zgodnie z mandatem określonym w Karcie Audytu EBC⁴, audyt wewnętrzny EBC świadczy, w sposób niezależny i obiektywny, usługi weryfikacyjne i doradcze, wprowadzając systematyczne podejście do oceny i zwiększania skuteczności zarządzania ryzykiem oraz procesów kontroli i zarządzania organizacją. Dyrekcja Audytu Wewnętrznego stosuje się do Międzynarodowych Standardów Profesjonalnej Praktyki Audytu Wewnętrznego opracowanych przez Instytut Auditorów Wewnętrznych (ang. *Institute of Internal Auditors – IIA*).

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.

W celu wzmocnienia ładu korporacyjnego w kwietniu 2007 r. Rada Prezesów postanowiła

utworzyć w EBC Komitet ds. Audytu składający się z trzech członków. Przewodniczącym komitetu został John Hurley (Prezes Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

KODEKSY POSTĘPOWANIA

W EBC obowiązują trzy kodeksy postępowania. Pierwszy obowiązuje członków Rady Prezesów i odzwierciedla fakt, że ponoszą oni odpowiedzialność za zachowanie integralności i ochronę reputacji Eurosystemu oraz za skuteczność jego funkcjonowania⁵. Kodeks ten zawiera wytyczne i ustanawia normy etyczne obowiązujące członków Rady Prezesów oraz ich zastępców występujących w funkcji 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 oraz członków Zarządu, od których wymaga się przestrzegania wysokich standardów etyki zawodowej podczas wykonywania swoich obowiązków⁶. Zgodnie z zawartymi w Kodeksie Postępowania zasadami przeciwdziałania nieuprawnionemu wykorzystaniu informacji poufnych, 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 obowiązujących członków Zarządu⁸,

4 Aby zapewnić przejrzystość zasad audytu obowiązujących w Europejskim Banku Centralnym, karta ta została opublikowana w serwisie internetowym EBC.

5 Zob. Kodeks Postępowania dla członków Rady Prezesów, Dz.U. C 123 z 24.5.2002, s. 9, z późniejszymi zmianami, Dz.U. C 10 z 16.1.2007, s. 6 oraz serwis internetowy EBC.

6 Zob. Kodeks Postępowania Europejskiego Banku Centralnego zgodnie z art. 11.3 Regulaminu Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. C 76 z 8.3.2001, s. 12 oraz serwis internetowy EBC.

7 Zob. punkt 1.2 Regulaminu pracowniczego EBC, która zawiera przepisy dotyczące etyki zawodowej i tajemnicy służbowej, Dz.U. C 92 z 16.4.2004, s. 31 oraz serwis internetowy EBC.

8 Zob. Uzupełniający kodeks kryteriów etycznych dla członków zarządu Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. C 230 z 23.9.2006, s. 46, oraz serwis internetowy EBC.

który zawiera bardziej szczegółowe informacje na temat zasad etycznych obowiązujących członków Zarządu i stanowi uzupełnienie pozostałych dwóch kodeksów. Wyznaczony przez Zarząd Doradca ds. Etyki zapewnia spójną interpretację tych przepisów.

ZWALCZANIE NADUŻYĆ FINANSOWYCH

W 1999 r. Parlament Europejski i Rada UE przyjęły rozporządzenie⁹ w celu zwiększenia wysiłków na rzecz przeciwdziałania nadużyciom finansowym, korupcji i innym bezprawnym działaniom na szkodę interesów finansowych Wspólnot Europejskich. Rozporządzenie to przewiduje m.in., że w przypadku podejrzeń o nadużycia finansowe Europejski Urząd ds. Zwalczania Nadużyć Finansowych (OLAF) może prowadzić dochodzenia wewnętrzne w instytucjach, organach, urzędach i agencjach Wspólnoty.

Rozporządzenie dotyczące OLAF przewiduje, że każda z wymienionych jednostek podejmie decyzje umożliwiające przeprowadzanie takich dochodzeń w jej obrębie. W czerwcu 2004 r. Rada Prezesów przyjęła decyzję¹⁰ dotyczącą warunków prowadzenia przez OLAF dochodzeń w Europejskim Banku Centralnym; weszła ona w życie 1 lipca 2004 r.

PUBLICZNY DOSTĘP DO DOKUMENTÓW EBC

Przyjęta 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 EBC¹³.

W 2007 r. liczba wniosków o dostęp do dokumentów była nadal niewielka.

9 Rozporządzenie (WE) nr 1073/1999 Parlamentu Europejskiego i Rady z 25 maja 1999 r. dotyczące dochodzeń prowadzonych przez Europejski Urząd ds. Zwalczania Nadużyć Finansowych (OLAF), Dz.U. L 136 z 31.5.1999, s. 1.

10 Decyzja EBC/2004/11 w sprawie warunków prowadzenia przez Europejski Urząd ds. Zwalczania Nadużyć Finansowych dochodzeń w Europejskim Banku Centralnym w związku z zapobieganiem nadużyciom finansowym, korupcji oraz innym bezprawnym działaniom przynoszącym szkodę interesom finansowym Wspólnot Europejskich oraz w sprawie zmiany Warunków Zatrudnienia Pracowników Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 230 z 30.6.2004, s. 56. Decyzja ta została przyjęta w odpowiedzi na wyrok Trybunału Sprawiedliwości Wspólnot Europejskich z dnia 10 lipca 2003 r. w sprawie 11/00 *Komisja przeciwko Europejskiemu Bankowi Centralnemu*, Zb.Orz. s. I-7147.

11 Dz.U. L 80 z 18.3.2004, s. 42.

12 Dążąc do otwartości i przejrzystości, EBC udostępnia dokumenty archiwalne w swoim serwisie internetowym w części „Archiwum”.

2 SYTUACJA ORGANIZACYJNA

2.1 ZASOBY LUDZKIE

W 2007 r. EBC usprawnił ramy strategii zarządzania zasobami ludzkimi, aby podkreślić znaczenie reprezentowanych przez siebie wartości oraz podstawowych zasad stosowanych w polityce zarządzania zasobami ludzkimi¹³. Ramy te pozwalają wyjaśnić, dlaczego zdecydowano się na określone rozwiązania w dziedzinie zarządzania zasobami ludzkimi i jakie są między nimi zależności. Rozwiązania te dotyczą czterech głównych obszarów zarządzania zasobami ludzkimi przedstawionych poniżej.

KULTURA ORGANIZACYJNA

W związku z tym, że EBC zatrudnia pracowników z 27 państw członkowskich UE, do rozwiązań stosowanych w polityce dotyczącej zasobów ludzkich włączono zarządzanie różnorodnością. Ma ono zagwarantować, że umiejętności poszczególnych pracowników są doceniane i w pełni wykorzystywane do osiągania celów EBC. Zarządzanie różnorodnością w EBC opiera się na strategii różnorodności realizowanej od 2006 r., której celem jest zagwarantowanie, że wszyscy pracownicy są traktowani z szacunkiem, a ich praca oceniana jest w każdym przypadku indywidualnie.

Sześć wspólnych wartości EBC (fachowość, skuteczność i operatywność, uczciwość, duch pracy zespołowej, przejrzystość i odpowiedzialność oraz praca na rzecz Europy), zostało głębiej osadzonych w strategii zarządzania zasobami ludzkimi w celu ukształtowania sposobu postępowania pracowników na co dzień i poprawy wyników pracy.

ROZWÓJ PRACOWNIKÓW

Po wprowadzeniu w 2006 r. ogólnych zasad mobilności, które zachęcają pracowników do regularnej zmiany stanowisk co pięć lat, program mobilności wewnętrznej cieszył się znacznym poparciem. Mobilność postrzegana jest przez pracowników jako okazja do poszerzania swoich kompetencji oraz rozwijania umiejętności, zaś z punktu widzenia EBC służy budowaniu wspólnej tożsamości wśród pracowników oraz zwiększaniu efektów synergii istniejących

między poszczególnymi obszarami działalności. W związku z tym celem polityki rekrutacji wewnętrznej, która kładzie nacisk na szerokie kwalifikacje, jest ułatwienie pracownikom mobilności wewnętrznej. W 2007 r. wprowadzono tzw. okienko mobilności (ang. *mobility window*), które ma ułatwić wymianę pracowników oraz tymczasowe przeniesienia na nowe stanowiska w obrębie banku, np. w ramach zastępstwa za nieobecnych współpracowników. Łącznie w 2007 r. stanowiska – tymczasowo lub na dłuższy okres – zmieniło 152 pracowników, w tym 31 osób z kadry zarządzającej i doradców.

W ramach programu EBC umożliwiającego zdobywanie doświadczeń zawodowych poza instytucją macierzystą istnieje możliwość tymczasowego oddelegowania pracowników do jednego z 27 krajowych banków centralnych UE lub innej pokrewnej instytucji międzynarodowej (np. MFW lub Banku Rozrachunków Międzynarodowych) na okres od dwóch do dwunastu miesięcy. W 2007 r. w programie tym wzięło udział 23 pracowników. Ponadto EBC przyznał 36 pracownikom urlop bezpłatny na okres do trzech lat. Wielu z nich (19 osób) podjęło pracę w krajowych bankach centralnych, organizacjach międzynarodowych lub firmach prywatnych. Pozostali wykorzystali urlop bezpłatny na dalsze kształcenie.

Poza promowaniem mobilności, w tym rotacji na stanowiskach kierowniczych, strategia w zakresie polityki zarządzania zasobami ludzkimi w dalszym ciągu koncentrowała się na doskonaleniu kadry kierowniczej EBC, w szczególności zaś na rozwijaniu umiejętności zarządczych poprzez szkolenia oraz indywidualny trening z zakresu poszerzania umiejętności i kompetencji (ang. *coaching*). Szkolenia dla kadry kierowniczej koncentrowały się na rozwijaniu umiejętności przywódczych, zwiększaniu wydajności pracy i zarządzaniu zmianami organizacyjnymi oraz na „godności

¹³ Podstawowe zasady polityki w zakresie zasobów ludzkich obejmują: kierowanie się potrzebami instytucji, zdecentralizowane zarządzanie personelem, ocenę według zasług, różnorodność, atrakcyjne warunki zatrudnienia oraz wzajemne zobowiązanie między personelem a EBC.

w miejscu pracy”, która stanowi kluczowy filar strategii różnorodności EBC.

Kadra kierownicza również uczestniczyła w corocznym, obowiązkowym programie uzyskiwania informacji zwrotnej z wielu źródeł (ang. *multi-source feedback exercise*), w ramach którego podwładni, współpracownicy tego samego szczebla oraz osoby z zewnątrz określają kierunki indywidualnego rozwoju członków kadry kierowniczej. Na podstawie informacji zwrotnej uzyskanej z wielu źródeł można zapewnić kadrze zarządzającej indywidualną pomoc i kierowanie poszerzaniem umiejętności i kompetencji.

Podstawą strategii EBC w zakresie zasobów ludzkich jest nieustanne zdobywanie i poszerzanie umiejętności oraz kwalifikacji wszystkich pracowników. Zasadniczo za kształcenie i rozwój odpowiedzialni są zarówno pracownicy, jak i pracodawca. EBC zapewnia środki finansowe oraz możliwości szkolenia, zaś członkowie kadry kierowniczej określają potrzeby szkoleniowe pracowników na ich obecnych stanowiskach. Pracownicy natomiast mają obowiązek poczynić niezbędne kroki w celu zdobywania wiedzy i podnoszenia kwalifikacji, tak aby osiągnąć możliwie najwyższy poziom umiejętności zawodowych. Oprócz możliwości odbycia licznych szkoleń wewnętrznych pracownicy w dalszym ciągu korzystali z możliwości odbywania szkoleń zewnętrznych, które – ze względu na bardziej specjalistyczny charakter – odpowiadały ich indywidualnym potrzebom szkoleniowym. Korzystali również ze szkoleń organizowanych w ramach wspólnych programów ESBC lub oferowanych przez krajowe banki centralne.

Ponadto w ramach polityki dodatkowych szkoleń (ang. *Secondary Training Policy*) EBC zaoferował 22 pracownikom pomoc przy zdobywaniu kwalifikacji przewyższających wymogi obecnie zajmowanych stanowisk.

REKRUTACJA

Rekrutacja zewnętrzna na pełnoetatowe stanowiska pracy prowadzona była w oparciu

o pięcioletnie umowy na czas określony w przypadku stanowisk kierowniczych oraz trzyletnie umowy w przypadku pozostałych stanowisk. Umowy na czas określony w przypadku stanowisk pełnoetatowych mogą zostać zmienione na umowy na czas nieokreślony w zależności od wyników procedury weryfikacyjnej uwzględniającej przesłanki organizacyjne i indywidualne wyniki pracy. W 2007 r. EBC zaoferował 27 umów tego typu kandydatom spoza EBC. Zawarł także 56 umów na czas określony niepodlegających przedłużeniu w celu zapewnienia zastępstwa za pracowników nieobecnych przez dłużej niż 12 miesięcy oraz 114 umów krótkoterminowych na zastępstwa za pracowników nieobecnych do roku ze względu na urlop bezpłatny lub rodzicielski. Poniższa tabela przedstawia zestawienie liczby pracowników EBC w 2007 r. w porównaniu do roku 2006.

	2007	2006
Pracownicy zatrudnieni na podstawie umowy z EBC (w etatach przeliczeniowych) ¹	1.375	1.342
Specjaliści z krajowych banków centralnych i/lub organizacji międzynarodowych zatrudnieni na podstawie umów krótkoterminowych	106	93
Nowi uczestnicy programu EBC dla absolwentów studiów wyższych	10	6
Staże	145	173

Źródło: EBC

¹ Rzeczywista liczba stanowisk uwzględnionych w budżecie na dzień 31 grudnia 2007 r. wyniosła 1.348. Różnica ta wynika głównie z zawarcia umów na czas określony z osobami zastępującymi pracowników nieobecnych przez dłużej niż 12 miesięcy.

Oferowanie umów krótkoterminowych pracownikom krajowych banków centralnych i organizacji międzynarodowych pozwala EBC i tym instytucjom na wymianę doświadczeń. Zatrudnianie pracowników KBC na podstawie umów krótkoterminowych pomaga również wzmocnić ducha pracy zespołowej w ramach ESBC.

We wrześniu 2007 r. pracę w banku rozpoczęła druga grupa uczestników programu EBC dla absolwentów (ang. *Graduate Programme*), skierowanego do absolwentów studiów

wyższych, którzy niedawno ukończyli studia i dysponują szerokim zakresem wiedzy. Podjęli oni pracę na podstawie dwuletnich umów, które nie mogą zostać zamienione na umowy innego rodzaju.

Staże oferowane przez EBC skierowane były, przede wszystkim, do studentów i absolwentów studiów o profilu ekonomicznym, statystycznym, biznesowym, prawnym i tłumaczeniowym.

EBC zaoferował również pięć stypendiów naukowo-badawczych w ramach programu stypendialnego im. Wima Duisenberga (ang. *Wim Duisenberg Research Fellowship Programme*), z którego korzystać mogą wybitni ekonomiści oraz pięć stypendiów tego typu dla młodych pracowników naukowych w ramach programu *Lamfalussy Fellowship*.

WARUNKI ZATRUDNIENIA

EBC rozpoczął realizację ambitnego projektu mającego na celu wprowadzenie systemu planowania zasobów przedsiębiorstwa. Tak zwany system ISIS (ang. *Integrated data,*

Streamlined processes, Information Sharing – zintegrowane dane, usprawnione procesy, wymiana informacji), oparty na rozwiązaniu SAP (ang. *Systems Applications and Products*) po osiągnięciu pełnej zdolności działania będzie miał znaczny wpływ na realizację wielu zadań z zakresu zarządzania zasobami ludzkimi. Poza uproszczeniem procedur administracyjnych pozwoli on pracownikom i kadrze kierowniczej wykonywać wiele zadań w tzw. trybie samoobsługowym, przyczyniając się tym samym do większej wydajności pracy w ramach organizacji.

Uwzględniając ostatnie tendencje dotyczące średniej oczekiwanej długości życia, EBC zapoczątkował proces weryfikacji programu emerytalnego, jaki oferuje swoim pracownikom. Oczekuje się, że wyniki tej weryfikacji zostaną zastosowane w praktyce na początku 2009 r.

Celem poprawy równowagi między życiem zawodowym a osobistym oraz dążąc do zwiększenia stabilności EBC, Zarząd EBC postanowił zapoczątkować projekt pilotażowy



mający na celu stopniowe wprowadzanie telepracy. Po zakończeniu projektu zarówno jego korzyści, jak i wady zostaną poddane dokładnej ocenie, która będzie podstawą do podjęcia decyzji o jego szerszym zastosowaniu.

KONFERENCJA DZIAŁÓW KADR ORAZ DALSZE DZIAŁANIA ZWIĄZANE Z MISJĄ EUROSISTEMU

Konferencja Działów Kadr została powołana w 2005 r. w celu dalszego promowania współpracy i ducha pracy zespołowej wśród banków centralnych Eurosystemu/ESBC w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi. Działalność konferencji w 2007 r. objęła różne aspekty szkolenia i rozwoju pracowników, w tym możliwości korzystania ze szkoleń ESBC oraz opracowanie rozwiązań zmierzających do zwiększenia mobilności w ramach ESBC.

W celu wymiany doświadczeń oraz wypracowania standardów najlepszych praktyk zorganizowano warsztaty i prezentacje na takie tematy, jak: procedury rekrutacji i selekcji, ośrodki oceny, mobilność wewnętrzna oraz planowanie kariery zawodowej. Odbyła się również konferencja na temat zarządzania głównymi zmianami organizacyjnymi, a także stworzono nowy zespół zadaniowy ds. wymiany informacji z zakresu zarządzania zasobami ludzkimi.

2.2 NOWA SIEDZIBA EBC

W 2007 r. prace nad nową siedzibą EBC przebiegały zgodnie z harmonogramem. 20 lutego 2007 r. rozpoczął się etap planowania szczegółowego, a jego wyniki przedstawiono opinii publicznej 8 października 2007 r. Projekt budynku przekazano właściwym władzom miasta Frankfurt 22 października 2007 r. celem uzyskania niezbędnych pozwoleń na budowę.

Choć w wyniku zakończenia fazy planowania szczegółowego ogólny wygląd zespołu budynków nie uległ zmianie, projekt nowej siedziby został poddany dalszym modyfikacjom. W celu opracowania najbardziej odpowiednich metod renowacji, na terenie

przyszłej siedziby przeprowadzono analizę oryginalnych elementów budynku oraz materiałów wykorzystanych do budowy dawnej hali targowej Grossmarkthalle. Dopracowano też szczegóły konstrukcyjne przewidziane do zastosowania Grossmarkthalle, zwłaszcza pod kątem wymogów przeciwpożarowych i bezpieczeństwa oraz elementy konstrukcyjne powierzchni użytkowych w hali.

Określono również ogólną koncepcję wnętrza nowej siedziby, w tym kwestię materiałów oraz powierzchni. W celu sprawdzenia funkcjonalności i jakości materiałów, jakie mają zostać zastosowane do budowy budynku głównego, wybudowano instalacje próbne. Na terenie przyszłej siedziby EBC stanęła dwupiętrowa makieta w skali rzeczywistej, ukazująca fasadę środkowej części wielopiętrowego biurowca południowego oraz przylegającego do niego atrium, co pozwoliło na sprawdzenie szczegółów technicznych, funkcjonalnych i architektonicznych.

W 2007 r. biuro planowania przestrzennego miasta Frankfurt, we współpracy z EBC, kontynuowało prace nad planem zagospodarowania terenu. Plan taki ma zapewnić zrównoważony rozwój przestrzeni miejskiej. W jego opracowanie zaangażowani są zarówno obywatele, jak i organy administracji, co stanowi gwarancję jego demokratycznego charakteru. Plan zagospodarowania terenu został opublikowany 13 listopada 2007 r. w „Amtsblatt”, monitorze urzędowym miasta Frankfurt, i tym samym stał się prawnie wiążący.

W sierpniu 2007 r. EBC ogłosił międzynarodowy przetarg publiczny na generalnego wykonawcę swojej nowej siedziby. Ogłoszenie o przetargu zostało opublikowane w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej oraz w serwisie internetowym EBC. Przewiduje się, że umowa zostanie zawarta w październiku 2008 r., a rozpoczęcie głównych prac budowlanych planowane jest na czwarty kwartał 2008 r. Wstępne prace budowlane rozpoczną się w pierwszym kwartale 2008 r.

Nowa siedziba EBC ma zostać ukończona do końca roku 2011.

W 2008 r. władze miasta Frankfurt ogłoszą konkurs na projekt pomnika upamiętniającego deportację obywateli narodowości żydowskiej z Grossmarkthalle, przy którym powstanie również centrum informacyjne.

2.3 BIURO KOORDYNACJI ZAMÓWIEŃ EUROSYSTEMU

W lipcu 2007 r. Rada Prezesów postanowiła utworzyć Biuro Koordynacji Zamówień Eurosystemu (ang. *Eurosystem Procurement Coordination Office – EPCO*) w celu usprawnienia współpracy w ramach Eurosystemu w zakresie zamówień. Do głównych zadań biura należeć będą: pomoc w przyjmowaniu i wymianie standardów najlepszej praktyki w ramach Eurosystemu, rozwijanie infrastruktury (umiejętności, funkcjonalne narzędzia i procesy IT) umożliwiającej łączenie siły nabywczej oraz koordynacja planu zamówień Eurosystemu. Uczestnictwo banków centralnych Eurosystemu w pracach biura jest dobrowolne. W grudniu 2007 r. postanowiono, że od 1 stycznia 2008 r. do 31 grudnia 2012 r. siedziba biura będzie się mieścić przy Banque centrale du Luxembourg.

3 DIALOG SPOŁECZNY ESBC

Dialog Społeczny ESBC jest forum konsultacyjnym, w którym uczestniczą przedstawiciele EBC i pracowników banków centralnych należących do ESBC oraz reprezentanci europejskich federacji związków zawodowych¹⁴. Celem tego forum jest dostarczanie informacji i ułatwianie wymiany poglądów dotyczących kwestii, które mogą mieć duży wpływ na warunki zatrudnienia w bankach centralnych należących do ESBC.

Spotkania forum odbyły się w lipcu i grudniu 2007 r. Oprócz zagadnień związanych z produkcją i obiegiem banknotów, systemami płatniczymi (TARGET2, TARGET2 Securities i CCBM2) oraz nadzorem finansowym, dyskusje dotyczyły realizacji działań wynikających z misji, celów strategicznych i zasad organizacyjnych Eurosystemu, a także ich wpływu na codzienną pracę pracowników Eurosystemu. Przedstawiciele pracowników zostali również poinformowani o działalności Konferencji Działów Kadr.

EBC kontynuował także wydawanie półrocznego biuletynu informującego przedstawicieli pracowników o najnowszych wydarzeniach związanych z powyższymi zagadnieniami.

W 2007 r. rozpoczęto realizację działań uzgodnionych w 2006 r. przez EBC i europejskie federacje związków zawodowych, mających na celu usprawnienie Dialogu Społecznego ESBC. Proces ten będzie kontynuowany w 2008 r.

¹⁴ Stały Komitet Związków Zawodowych Europejskich Banków Centralnych (SCECBU), Międzynarodowa Sieć Związkowa (UNI – Europa Finance) oraz Europejska Federacja Związków Zawodowych Służb Publicznych (EPSU).

4 ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC

SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2007 R.

1 RODZAJ DZIAŁALNOŚCI

Działalność EBC w roku 2007 przedstawiono w odpowiednich rozdziałach Raportu Rocznego.

2 CELE I ZADANIA

Cele i zadania EBC określa statut ESBC (art. 2 i 3). Cele te zostały również omówione w przedmowie 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.

Wynagrodzenia członków Zarządu przedstawiono w punkcie 29 „Koszty osobowe” sprawozdania finansowego.

PRACOWNICY

Średnia liczba osób zatrudnionych w EBC na podstawie umów na czas określony i nieokreślony (w etatach przeliczeniowych) wzrosła z 1.337 w 2006 r. do 1.366 w 2007 r. Na koniec 2007 r. EBC zatrudniał 1.375 pracowników. Więcej danych przedstawiono

w punkcie 29 „Koszty osobowe” sprawozdania finansowego oraz podrozdziale 2 rozdziału 8, gdzie opisano także strategię EBC w zakresie zasobów ludzkich.

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 tworzą inwestycje związane z opłaconym kapitałem EBC, 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 pomaga Komitet Budżetowy.

4 WYNIK FINANSOWY

SPRAWOZDANIE FINANSOWE

Zgodnie z art. 26 ust. 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. 31 grudnia 2006 r. wysokość rezerwy wyniosła 2.371.395.162 euro. 1 stycznia 2007 r. Banka Słowenije przekazał do rezerwy kwotę 10.947.042 euro, zgodnie z art. 49 ust. 2 Statutu ESBC. Uwzględniając wyniki swojej własnej oceny, Rada Prezesów postanowiła przekazać do rezerwy dodatkową kwotę 286.416.109 euro z dniem 31 grudnia 2007 r. Tym samym wysokość rezerwy wzrosła do 2.668.758.313 euro, co spowodowało zmniejszenie zysku netto, podobnie jak w 2006 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 przy uwzględnieniu wielu czynników, w tym głównie poziomu posiadanych aktywów obciążonych ryzykiem, zakresu narażenia na zmaterializowane ryzyko w bieżącym roku finansowym, przewidywanych wyników na nadchodzący rok oraz oceny ryzyka uwzględniającej obliczenia miary wartości narażonej na ryzyko (VaR) dla aktywów obciążonych ryzykiem, która jest stosowana konsekwentnie przez dłuższy czas. Rada Prezesów postanowiła, że wysokość rezerwy, wraz z innymi środkami zgromadzonymi przez EBC na ogólnym funduszu rezerwowym, nie może przekroczyć wartości udziałów w kapitale opłaconych przez krajowe banki centralne strefy euro.

WYNIK FINANSOWY ZA 2007 R.

Gdyby nie zwiększono rezerwy na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota, zysk netto EBC za rok 2007 wyniósłby 286 mln euro.

W 2007 r. aprecjacja euro względem dolara amerykańskiego i, w mniejszym stopniu, względem jena japońskiego spowodowała konieczność utworzenia odpisów aktualizujących wyrażoną w euro wartość posiadanych przez EBC aktywów denominowanych w tych walutach. Odpisy te wyniosły ok. 2,5 mld euro i zostały wykazane w rachunku zysków i strat.

W 2007 r. wynik z tytułu odsetek zwiększył się do 2.421 mln euro, z poziomu 1.972 mln euro w roku 2006, głównie wskutek wzrostu liczby banknotów euro w obiegu i krańcowej stopy oprocentowania podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu, która determinuje wysokość dochodu EBC z tytułu swojego udziału w wartości banknotów euro będących w Eurosystemie.

Zrealizowane zyski netto z tytułu operacji finansowych wzrosły z 475 mln euro w 2006 r.

do 779 mln euro w 2007 r. Przyczyną wzrostu zrealizowanych zysków był głównie: a) spadek stóp procentowych w USA, który doprowadził do wzrostu zrealizowanych zysków netto ze sprzedaży papierów wartościowych w ciągu roku oraz b) wzrost ceny złota, który doprowadził do wzrostu zrealizowanych zysków ze sprzedaży złota w 2007 r. Sprzedaż tę prowadzono zgodnie z podpisaną przez EBC Umową banków centralnych w sprawie złota, która weszła w życie 27 września 2004 r.

Łączna kwota kosztów administracyjnych EBC, w tym amortyzacji, wzrosła z 361 mln euro w 2006 r. do 385 mln euro w 2007 r.

ZMIANA KAPITAŁU EBC

Art. 49 ust. 3 Statutu ESBC dodany na mocy Traktatu Akcesyjnego stanowi, że subskrybowany kapitał EBC ulega automatycznie podwyższeniu, gdy kolejne państwo członkowskie przystępuje do UE, a jego bank centralny do ESBC. Wskazane zwiększenie wymaga obliczenia wagi klucza kapitałowego dla każdego krajowego banku centralnego wchodzącego w skład ESBC, analogicznie do zasad określonych w art. 29 ust. 1 oraz zgodnie z art. 29 ust. 2 Statutu ESBC. Z tego względu, w związku z przystąpieniem Bułgarii i Rumunii do Unii Europejskiej 1 stycznia 2007 r., a) skorygowany został udział poszczególnych krajowych banków centralnych w kluczu kapitałowym, 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; b) wartość subskrybowanego kapitału EBC wzrosła do kwoty 5.761 mln euro.

Ponadto, zgodnie z art. 49 ust. 1 Statutu ESBC, Banka Słowenije opłacił pozostałą część swojego udziału w kapitale EBC, zaś Narodowy Bank Bułgarii i Banca Națională a României, podobnie jak inne krajowe banki centralne spoza strefy euro, opłaciły 7% swojego subskrybowanego kapitału jako udział w pokryciu kosztów operacyjnych EBC.

Wskutek opisanych wyżej zmian wysokość opłaconego kapitału EBC wzrosła z 4.089 mln euro na dzień 31 grudnia 2006 r. do 4.127 mln euro na dzień 1 stycznia 2007 r. Szczegółowe informacje o wprowadzonych zmianach przedstawia punkt 15 „Kapitał i fundusz rezerwowy” sprawozdania finansowego.

BILANS NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2007 R.

Aktywa	Punkt	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)
Złoto i należności w zlocie	1	10.280.374.109	9.929.865.976
Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych	2		
Należności od MFW		449.565.998	414.768.308
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne		28.572.614.853	29.313.377.277
		29.022.180.851	29.728.145.585
Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	2	3.868.163.459	2.773.828.417
Należności od nierezydentów strefy euro w euro	3		
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe oraz udzielone kredyty		25.128.295	4.193.677
Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro	4	100.038.774	33.914
Należności wewnętrzne w ramach Eurosystemu	5		
Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu		54.130.517.580	50.259.459.435
Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)		17.241.183.222	3.545.868.495
		71.371.700.802	53.805.327.930
Pozostałe aktywa	6		
Rzeczowe aktywa trwałe		188.209.963	175.180.989
Pozostałe aktywa finansowe		9.526.196.135	8.220.270.389
Różnice z aktualizacji wyceny instrumentów pozabilansowych		34.986.651	29.518.315
Rozliczenia międzyokresowe czynne		1.557.414.330	1.094.509.354
Pozostałe		69.064.934	5.580.697
		11.375.872.013	9.525.059.744
Aktywa razem		126.043.458.303	105.766.455.243

Pasywa	Punkt	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)
Banknoty w obiegu	7	54.130.517.580	50.259.459.435
Zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro w euro	8	1.050.000.000	1.065.000.000
Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro	9	14.571.253.753	105.121.522
Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych	10		
Zobowiązania z tytułu depozytów, prowadzonych rachunków oraz inne zobowiązania		667.076.397	330.955.249
Zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu	11		
Zobowiązania z tytułu przekazanych rezerw walutowych		40.041.833.998	39.782.265.622
Pozostałe zobowiązania	12		
Różnice z aktualizacji wyceny instrumentów pozabilansowych		69.589.536	0
Rozliczenia międzyokresowe bierne		1.863.461.316	1.262.820.884
Pozostałe		659.763.920	899.170.800
		2.592.814.772	2.161.991.684
Rezerwy	13	2.693.816.002	2.393.938.510
Różnice z aktualizacji wyceny	14	6.169.009.571	5.578.445.671
Kapitał i fundusz rezerwowy	15		
Kapitał		4.127.136.230	4.089.277.550
Zysk za rok obrotowy		0	0
Pasywa razem		126.043.458.303	105.766.455.243

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2007 R.

	Punkt	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)
Przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych		1.354.887.368	1.318.243.236
Przychody z tytułu odsetek związane z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu		2.004.355.782	1.318.852.000
Pozostałe przychody z tytułu odsetek		4.380.066.479	2.761.697.060
<i>Przychody z tytułu odsetek</i>		<i>7.739.309.629</i>	<i>5.398.792.296</i>
Pokrycie należności KBC z tytułu przekazanych rezerw walutowych		(1.356.536.045)	(965.331.593)
Pozostałe koszty z tytułu odsetek		(3.962.006.944)	(2.461.625.254)
<i>Koszty z tytułu odsetek</i>		<i>(5.318.542.989)</i>	<i>(3.426.956.847)</i>
Wynik netto z tytułu odsetek	23	2.420.766.640	1.971.835.449
Zrealizowane zyski/straty z tytułu operacji finansowych	24	778.547.213	475.380.708
Odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych	25	(2.534.252.814)	(718.467.508)
Zmiana stanu rezerw z tytułu ryzyka kursowego i cenowego		(286.416.109)	(1.379.351.719)
Wynik z tytułu operacji finansowych, odpisów aktualizujących i rezerw na ryzyko		(2.042.121.710)	(1.622.438.519)
Wynik z tytułu prowizji i opłat	26	(621.691)	(546.480)
Przychody z akcji i udziałów	27	920.730	911.866
Pozostałe przychody	28	6.345.668	11.407.583
Przychody netto ogółem		385.289.637	361.169.899
Koszty osobowe	29	(168.870.244)	(160.847.043)
Koszty administracyjne	30	(184.589.229)	(166.426.595)
Amortyzacja rzeczowych aktywów trwałych		(26.478.405)	(29.162.141)
Usługi produkcji banknotów	31	(5.351.759)	(4.734.120)
Zysk za rok obrotowy		0	0

Frankfurt nad Menem, 26 lutego 2008 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.

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 1 października 2006 r., co wywołało skutki opisane poniżej.

Wszystkie transakcje, z wyjątkiem transakcji papierami wartościowymi, wykazuje się obecnie pozabilansowo na dzień zawarcia. W dacie rozliczenia zapisy 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 ze 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.

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 zostały określone w decyzji EBC/2002/11, Dz.U. L 58 z 3.3.2003, 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 z 11.12.2006, s. 38, z późniejszymi zmianami.
- 2 Zasady te są zgodne z postanowieniami art. 26 ust. 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 2007 r. określona została na podstawie kursu wymiany euro do dolara amerykańskiego na dzień 31 grudnia 2007 r.

PAPIERY WARTOŚCIOWE

Wszystkie zbywalne papiery wartościowe i podobne aktywa wycenia się po średnich cenach rynkowych lub na podstawie odpowiedniej krzywej dochodowości dla poszczególnych walorów na dzień bilansowy. W roku obrotowym zakończonym 31 grudnia 2007 r. zastosowano średnie ceny rynkowe z 28 grudnia 2007 r. Niezbywalne papiery wartościowe wycenia się po koszcie, a nie płynne akcje – po koszcie z uwzględnieniem utraty wartości.

UZNAWANIE PRZYCHODÓW

Przychody i koszty są ujmowane w okresie, w którym zostały osiągnięte lub poniesione. Zrealizowane zyski lub straty ze sprzedaży dewiz, złota i papierów wartościowych ujmuje się w rachunku zysków i strat, i wylicza w odniesieniu do średniego kosztu poszczególnych 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 2007 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 i transakcje swapowe na stopy procentowe wyceniane są na podstawie ogólnie przyjętych metod wyceny wykorzystujących dostępne ceny i stopy rynkowe oraz 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 EUROSISTEMU

Transakcje wewnętrzne w ramach ESBC oznaczają transakcje transgraniczne pomiędzy dwoma bankami centralnymi krajów UE. Transakcje takie przetwarzane są głównie przez TARGET/TARGET2 – 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/TARGET2. 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 wobec EBC, wynikające z uczestnictwa w systemie TARGET/TARGET2³, wykazuje się w pozycji „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”.

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 przewidywany okres ich użyteczności, który wynosi:

3 Na dzień 31 grudnia 2007 r. krajowymi bankami centralnymi spoza strefy euro uczestniczącymi w systemie TARGET/TARGET2 były: Danmarks Nationalbank, Central Bank of Cyprus, Latvijas Banka, Lietuvos bankas, Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta i Bank of England.

Komputery, związane z nimi oprogramowanie i sprzęt oraz środki transportu	4 lata
Sprzęt, wyposażenie oraz maszyny i urządzenia	10 lat
Środki trwale o wartości początkowej poniżej 10.000 EUR	Spisywane w koszty w roku nabycia

Okres amortyzacji inwestycji w obce środki trwale 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 aktuariuszów 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 aktuarium) lub wskutek zmian założeń aktuarialnych.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

Kwota netto obciążająca rachunek zysków i strat obejmuje:

- koszty bieżącego zatrudnienia dotyczące świadczeń naliczonych za rok obrotowy;
- odsetki (według stopy dyskontowej) od zobowiązania z tytułu określonych świadczeń;
- oczekiwany zwrot z aktywów programu;
- 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, w których nie przewiduje się 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 aktuariuszy, tak aby zapewnić ujęcie właściwej kwoty zobowiązania w sprawozdaniu finansowym.

BANKNOTY W OBIEGU

Banknoty euro emituje Eurosystem, czyli EBC i krajowe banki centralne strefy euro⁴. Łączna wartość banknotów euro w obiegu jest rozdzielana pomiędzy poszczególne banki centralne Eurosystemu w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca, zgodnie z kluczem alokacji banknotów⁵.

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 oprocentowane⁶ 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”. Dochód z tego tytułu należny krajowym bankom centralnym jest naliczany memoriałowo w roku obrotowym, którego dotyczy, 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 euro 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.

4 Decyzja EBC/2001/15 z 6 grudnia 2001 r. w sprawie emisji banknotów euro, Dz.U. L 337 z 20.12.2001, s. 52, z późniejszymi zmianami.

5 „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.

6 Decyzja EBC/2001/16 z 6 grudnia 2001 r. w sprawie podziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych uczestniczących państw członkowskich od roku budżetowego 2002, Dz.U. L 337 z 20.12.2001, s. 55, z późniejszymi zmianami.

7 Decyzja EBC/2005/11 z 17 listopada 2005 r. w sprawie podziału przychodów Europejskiego Banku Centralnego z tytułu banknotów w obiegu pomiędzy uczestniczące państwa członkowskie, Dz.U. L 311 z 26.11.2005, s. 41. Decyzją tą uchylono decyzję EBC/2002/9.

INFORMACJA DODATKOWA DO BILANSU

I ZŁOTO I NALEŻNOŚCI W ZŁOCIE

Na dzień 31 grudnia 2007 r. EBC posiadał zasoby złota odpowiadającego międzynarodowym standardom czystości w wysokości 18.091.733 uncji (w 2006 r. – 20.572.017 uncji). Spadek ten był związany a) ze sprzedażą 2.539.839 uncji złota zgodnie z podpisaną przez EBC Umową banków centralnych w sprawie złota, która weszła w życie 27 września 2004 r. oraz b) z przekazaniem EBC przez Banka Słowenije 59.555 uncji czystego złota⁸ po wprowadzeniu przez Słowenię wspólnej waluty, zgodnie z art. 30 ust. 1 Statutu ESBC. Spadek równowartości tej pozycji w euro, który był wynikiem tych transakcji, został skompensowany z naddatkiem istotną podwyżką cen złota w 2007 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 2007 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

Te dwie pozycje 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	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Rachunki bieżące	761.073.851	1.388.630.590	(627.556.739)
Depozyty rynku pieniężnego	688.783.688	1.352.326.756	(663.543.068)
Umowy reverse repo	543.247.188	330.983.321	212.263.867
Inwestycje w papiery wartościowe	26.579.510.126	26.241.436.610	338.073.516
Razem	28.572.614.853	29.313.377.277	(740.762.424)

Należności od rezydentów strefy euro	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Rachunki bieżące	574.945	18.535	556.410
Depozyty rynku pieniężnego	3.867.588.514	2.621.949.594	1.245.638.920
Umowy reverse repo	0	151.860.288	(151.860.288)
Razem	3.868.163.459	2.773.828.417	1.094.335.042

Mimo deprecjacji dolara amerykańskiego i jena japońskiego względem euro w 2007 r., wartość netto tych pozycji w euro wzrosła, głównie w wyniku a) zainwestowania wpływów uzyskanych ze sprzedaży złota w jeny japońskie oraz w mniejszym stopniu w portfel w dolarach amerykańskich (zob. punkt 1 „Złoto i należności w złocie”) oraz b) dochodów pochodzących głównie z portfela w dolarach amerykańskich.

⁸ Przekazanie złota o wartości 28,7 mln euro nastąpiło 1 stycznia 2007 r.

Ponadto po wprowadzeniu przez Słowenię wspólnej waluty z dniem 1 stycznia 2007 r. Banka Slovenije przekazał EBC dolary amerykańskie o wartości 162,9 mln euro, zgodnie z art. 30 ust. 1 Statutu ESBC.

Zasoby walut obcych netto w posiadaniu EBC⁹ na dzień 31 grudnia 2007 r., obejmujące dolary amerykańskie i jeny japońskie, przedstawiały się następująco:

(w mln jednostek walutowych)	
Dolary amerykańskie	37.149
Jeny japońskie	1.076.245

3 NALEŻNOŚCI OD NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Na dzień 31 grudnia 2007 r. pozycja ta obejmowała depozyty rynku pieniężnego o wartości 20,0 mln euro i rachunki bieżące nierezydentów strefy euro.

4 POZOSTAŁE NALEŻNOŚCI OD INSTYTUCJI KREDYTOWYCH STREFY EURO W EURO

Na dzień 31 grudnia 2007 r. pozycja ta obejmowała depozyty rynku pieniężnego o wartości 100,0 mln euro i rachunki bieżące 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/TARGET2 (zob. punkt „Salda wewnętrzne w ramach ESBC i Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości). Wzrost tej pozycji wynika głównie z otrzymania środków pieniężnych w euro w ramach rozliczenia wzajemnych transakcji swap przeprowadzonych z krajowymi bankami centralnymi w związku z operacjami zasilającymi w płynność w dolarach amerykańskich przeprowadzonymi w ramach aukcji (ang. *Term Auction Facility*) (zob. punkt 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”).

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)
Należności od KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET/TARGET2	145.320.642.526	83.764.470.700
Zobowiązania wobec KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET/TARGET2	(128.079.459.304)	(80.218.602.205)
Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)	17.241.183.222	3.545.868.495

6 POZOSTAŁE AKTYWA

RZECZOWE AKTYWA TRWAŁE

Na dzień 31 grudnia 2007 r. pozycja ta obejmowała następujące kategorie aktywów:

Spadek wartości brutto pozycji „Grunty i budynki” wynika przede wszystkim z dokonanej w styczniu 2007 r. sprzedaży

9 Aktywa netto denominowane w odnośnych walutach obcych, podlegające aktualizacji wyceny z tytułu różnic kursowych. Są one ujęte w następujących pozycjach: „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”, „Różnice z aktualizacji wyceny instrumentów pozabilansowych” (po stronie pasywów) oraz „Rozliczenia międzyokresowe bierne”, z uwzględnieniem terminowych transakcji walutowych oraz swapów walutowych wykazywanych pozabilansowo. Wpływ dodatnich różnic kursowych na instrumenty finansowe w walutach obcych nie został ujęty.

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Wartość brutto			
Grunty i budynki	156.964.236	160.272.602	(3.308.366)
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	168.730.634	157.573.338	11.157.296
Sprzęt, wyposażenie, maszyny i urządzenia oraz środki transportu	27.105.564	26.670.476	435.088
Środki trwałe w budowie	59.791.855	28.790.200	31.001.655
Pozostałe środki trwałe	1.195.290	1.232.143	(36.853)
Wartość brutto razem	413.787.579	374.538.759	39.248.820
Umorzenie			
Grunty i budynki	(49.672.589)	(39.696.727)	(9.975.862)
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	(150.195.777)	(135.057.096)	(15.138.681)
Sprzęt, wyposażenie, maszyny i urządzenia oraz środki transportu	(25.562.068)	(24.471.251)	(1.090.817)
Pozostałe środki trwałe	(147.182)	(132.696)	(14.486)
Umorzenie razem	(225.577.616)	(199.357.770)	(26.219.846)
Wartość księgowa netto	188.209.963	175.180.989	13.028.974

rezydencji prezesów EBC zakupionej w 2001 r., nową zaś zakupiono w grudniu 2006 r.

Wzrost w kategorii „Środki trwałe w budowie” wynika głównie ze wstępnych prac związanych z budową nowej siedziby EBC. Przeksięgowania z tej kategorii do właściwych pozycji dotyczących środków trwałych nastąpią po przekazaniu aktywów do eksploatacji.

POZOSTAŁE AKTYWA FINANSOWE

Do najważniejszych składników tej pozycji należą:

- a) Papiery wartościowe denominowane w euro oraz umowy *reverse repo* w euro stanowiące inwestycję funduszy własnych EBC (zob. punkt 12 „Pozostałe zobowiązania”). Wzrost w kategorii papierów wartościowych, w ramach portfela funduszy własnych, wynikał głównie z dodatkowych inwestycji w związku ze zwiększeniem rezerwy na ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota w 2006 r.

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Papiery wartościowe denominowane w euro	8.815.612.722	7.303.413.758	1.512.198.964
Umowy <i>reverse repo</i> w euro	668.392.837	874.669.464	(206.276.627)
Pozostałe aktywa finansowe	42.190.576	42.187.167	3.409
Razem	9.526.196.135	8.220.270.389	1.305.925.746

- 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 głównie zmiany z tytułu aktualizacji wyceny swapów i transakcji terminowych w walutach obcych nierozliczonych na 31 grudnia 2007 r. (zob. punkt 21 „Swapy walutowe i terminowe transakcje walutowe”). Zmiany z tytułu aktualizacji wyceny wynikają z przeliczenia tych transakcji na euro według kursów obowiązujących na dzień bilansowy, w porównaniu z wartościami w euro wynikającymi z przeliczenia tych transakcji po średnim koszcie danej waluty (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i zobowiązania w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości). Pozycja ta uwzględnia także dodatnie różnice z wyceny transakcji terminowych typu *forward* papierami wartościowymi.

ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE CZYNNIE

W 2007 r. pozycja ta obejmowała należności z tytułu odsetek narosłych od należności EBC związanych z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu za ostatni kwartał (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości) wynoszące 545,8 mln euro oraz od należności z tytułu sald krajowych banków centralnych strefy euro w systemie TARGET/TARGET2 za ostatni miesiąc 2007 r. wynoszące 481,6 mln euro.

Pozycja ta obejmuje również odsetki (łącznie z amortyzacją dyskonta) narosłe od papierów wartościowych i innych aktywów finansowych.

POZOSTAŁE

Na tę pozycję składają się głównie salda związane ze swapami i transakcjami terminowymi w walutach obcych, nie rozliczonymi na dzień 31 grudnia 2007 r. (zob. punkt 21 „Swapy walutowe i terminowe transakcje walutowe”). Salda te wynikają z przeliczenia tych transakcji na euro według średniej ceny danej waluty na dzień bilansowy, w porównaniu z wartościami w euro, według których transakcje te zostały początkowo zaksięgowane (zob. punkt „Instrumenty pozabilansowe” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Pozycja ta obejmuje także 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 REZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Pozycja ta obejmuje depozyty od członków stowarzyszenia Euro Banking Association (EBA) wykorzystywane jako zabezpieczenie na rzecz EBC w odniesieniu do płatności EBA rozliczanych przez system TARGET/TARGET2.

9 ZOBOWIĄZANIA WOBEC NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Pozycja ta obejmuje głównie zobowiązanie wobec Systemu Rezerwy Federalnej w wysokości 13,9 mld euro z tytułu operacji zasilających w płynność w dolarach amerykańskich przeprowadzonych w ramach aukcji (ang. *Term Auction Facility*). W ramach tego programu System Rezerwy Federalnej dostarczył EBC 20 mld dolarów amerykańskich, realizując przejściową wzajemną umowę walutową (linię swap) w celu zapewnienia kontrahentom Eurosystemu krótkoterminowych kredytów w dolarach amerykańskich. Jednocześnie EBC przeprowadzał wzajemne transakcje swap z krajowymi bankami centralnymi strefy euro, które wykorzystwały udostępnione w ten sposób środki do przeprowadzenia operacji zapewniających płynność kontrahentom Eurosystemu. Wskutek wzajemnych transakcji swap między EBC a krajowymi bankami centralnymi powstały nieoprocentowane wewnętrzne salda Eurosystemu, które zostały uwzględnione w pozycji „Pozostałe należności w ramach Eurosystemu (netto)”.

Pozostałe zobowiązania ujęte w pozycji obejmują głównie salda prowadzonych przez EBC rachunków krajowych banków centralnych spoza strefy euro dotyczących transakcji przetwarzanych w systemie TARGET/TARGET2 (zob. punkt „Salda wewnętrzne w ramach ESBC i Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

10 ZOBOWIĄZANIA WOBEC NIEREZYDENTÓW 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 EUROSISTEMU

Pozycja ta obejmuje zobowiązania wobec krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu rezerw walutowych przekazanych EBC w momencie przystąpienia do Eurosystemu. 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 23 „Wynik z tytułu odsetek”).

Rozszerzenie UE o Bułgarię i Rumunię oraz wiążące się z nim dostosowanie ogólnej wysokości należności i procentowych udziałów krajowych banków centralnych w kluczu kapitałowym EBC (zob. punkt 15 „Kapitał i fundusz rezerwowy”), a także przekazanie przez Banka Słowenije rezerwowych aktywów walutowych po wprowadzeniu wspólnej waluty przez Słowenię sprawiły, że zobowiązania te wzrosły o 259.568.376 euro.

Ustalono, że należność Banka Słowenije wyniesie 183.995.238 euro, tak aby stosunek pomiędzy tą należnością a sumą należności przyznanych pozostałym krajowym bankom centralnym, które wprowadziły euro, był równy stosunkowi pomiędzy wagą Banka Słowenije w kluczu kapitałowym EBC a sumą wag pozostałych krajowych banków centralnych uczestniczących w tym kluczu. Różnica między wysokością należności a wartością przekazanych aktywów (zob. punkt 1 „Złoto i należności w złocie” oraz punkt 2 „Należności od nierezydentów i rezydentów strefy euro w walutach obcych”)

	Do 31 grudnia 2006 r. (w EUR)	Od 1 stycznia 2007 r. ¹⁾ (w EUR)
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.419.101.951	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.761.707.508	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	513.006.858	511.833.966
Bank of Greece	1.055.840.343	1.046.595.329
Banco de España	4.326.975.513	4.349.177.351
Banque de France	8.275.330.931	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.262.783.715	7.217.924.641
Banque centrale du Luxembourg	87.254.014	90.730.275
De Nederlandsche Bank	2.223.363.598	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.157.451.203	1.161.289.918
Banco de Portugal	982.331.062	987.203.002
Banka Słowenije	-	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.118.926	717.086.011
Razem	39.782.265.622	40.041.833.998

1) Poszczególne kwoty są zaokrąglone do jednego euro. Sumy mogą nie sumować się do kwoty „razem” ze względu na zaokrąglenia.

została uznana za część udziałów Banka Słowenije, wymaganych na mocy art. 49 ust. 2 Statutu ESBC, w rezerwach i odpisach równoważnych rezerwom EBC istniejącym na dzień 31 grudnia 2006 r. (zob. punkt 13 „Rezerwy” i punkt 14 „Różnice z aktualizacji wyceny”).

12 POZOSTAŁE ZOBOWIĄZANIA

RÓŻNICE Z AKTUALIZACJI WYCENY INSTRUMENTÓW POZABILANSOWYCH

Na tę pozycję składają się głównie zmiany z tytułu aktualizacji wyceny swapów i transakcji terminowych w walutach obcych nie rozliczonych do 31 grudnia 2007 r. (zob. punkt 21 „Swapy walutowe i terminowe transakcje walutowe”). Zmiany z tytułu aktualizacji wyceny wynikają z przeliczenia tych transakcji na euro według kursów obowiązujących na dzień bilansowy, w porównaniu z wartościami w euro wynikającymi z przeliczenia tych transakcji po średnim koszcie danej waluty (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i zobowiązania w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości oraz punkt 6 „Pozostałe aktywa”).

Pozycja ta uwzględnia także ujemne różnice z wyceny transakcji terminowych typu *forward* papierami wartościowymi i swapy procentowe.

ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE BIERNE

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”) w wysokości 1,4 mld euro. Saldo tej pozycji obejmuje również rozliczenia międzyokresowe związane ze zobowiązaniami wobec krajowych banków centralnych dotyczącymi systemu TARGET/TARGET2, rozliczenia międzyokresowe instrumentów finansowych, łącznie z amortyzacją premii od obligacji kuponowych, oraz pozostałe rozliczenia.

POZOSTAŁE

Pozycja ta obejmuje głównie otwarte transakcje *repo* w kwocie 517 mln euro zawarte w ramach zarządzania funduszami własnymi EBC (zob. punkt 6 „Pozostałe aktywa”) oraz zobowiązanie netto dotyczące świadczeń emerytalnych zapewnianych przez EBC opisane poniżej.

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:

	2007 (w mln EUR)	2006 (w mln EUR)
Wartość bieżąca zobowiązań	285,8	258,5
Wartość godziwa aktywów programu	(229,8)	(195,3)
Nieujęte zyski/(straty) aktuarialne	35,4	17,3
Zobowiązanie ujęte w bilansie	91,4	80,5

Wartość bieżąca zobowiązań obejmuje nie pokrywane z osobnego funduszu zobowiązania

w wysokości 36,8 mln euro (w 2006 r. – 32,6 mln euro) z tytułu emerytur członków Zarządu oraz rezerw na renty pracownicze.

Kwoty ujęte w rachunku zysków i strat za lata 2007 i 2006 dotyczące „kosztów bieżącego zatrudnienia”, „odsetek od zobowiązań” i „oczekiwanego zwrotu z aktywów programu” są następujące:

	2007 (w mln EUR)	2006 (w mln EUR)
Koszty bieżącego zatrudnienia	26,5	27,3
Odsetki od zobowiązań	8,6	6,8
Oczekiwany zwrot z aktywów programu	(7,9)	(6,7)
Aktuarialne (zyski)/straty netto ujęte w roku obrotowym	0	0
Razem w pozycji „Koszty osobowe”	27,2	27,4

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 2007 r. nie ujęto zysków aktuarialnych.

Zmiany wartości bieżącej zobowiązania z tytułu określonych świadczeń są następujące:

	2007 (w mln EUR)	2006 (w mln EUR)
Bilans otwarcia zobowiązania z tytułu określonych świadczeń	258,5	223,5
Koszt zatrudnienia	26,5	27,3
Koszt z tytułu odsetek	8,6	6,8
Składki zapłacone przez uczestników programu	14,2	10,4
Pozostałe zmiany netto zobowiązania odzwierciedlającego składki uczestników	2,5	3,7
Świadczenia wypłacone (Zyski)/straty aktuarialne	(2,5)	(2,6)
	(22,0)	(10,6)
Bilans zamknięcia zobowiązania z tytułu określonych świadczeń	285,8	258,5

Zmiany wartości godziwej aktywów programu:

	2007 (w mln EUR)	2006 (w mln EUR)
Bilans otwarcia wartości godziwej aktywów programu	195,3	161,2
Oczekiwany zwrot	7,9	6,7
Zyski/(straty) aktuarialne	(4,0)	0,2
Składki zapłacone przez pracodawcę	16,2	15,4
Składki zapłacone przez uczestników programu	14,1	10,3
Świadczenia wypłacone	(2,2)	(2,2)
Pozostałe zmiany netto aktywów odzwierciedlających składki uczestników	2,5	3,7
Bilans zamknięcia wartości godziwej aktywów programu	229,8	195,3

Sporządzając wycenę, do której odnosi się niniejszy punkt, 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.

	2007 (w %)	2006 (w %)
Stopa dyskontowa	5,30	4,60
Oczekiwany zwrot z aktywów programu	6,50	6,00
Przyszły wzrost wynagrodzeń	2,00	2,00
Przyszły wzrost emerytur	2,00	2,00

13 REZERWY

31 grudnia 2005 r., 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. 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 podlega corocznej weryfikacji na podstawie dokonanej przez EBC oceny wymienionych rodzajów ryzyka. Przy ocenie tej uwzględnia się wiele czynników, w tym głównie poziom posiadanych aktywów obciążonych ryzykiem, zakres narażenia na zmaterializowane ryzyko w bieżącym roku finansowym, przewidywane wyniki na nadchodzący rok oraz ocenę ryzyka uwzględniającą obliczenia miary wartości zagrożonej (VaR) dla aktywów obciążonych ryzykiem, która jest stosowana konsekwentnie przez dłuższy czas¹⁰. Wysokość rezerwy, wraz z kwotą na ogólnym funduszu rezerwowym, nie może przekroczyć wartości kapitału EBC opłaconego przez krajowe banki centralne strefy euro.

Na dzień 31 grudnia 2006 r. rezerwa na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota wynosiła 2.371.395.162 euro. Z dniem 1 stycznia 2007 r. Banka Slovenije przekazał do rezerwy kwotę 10.947.042 euro, zgodnie z art. 49 ust. 2 Statutu ESBC. Uwzględniając wyniki swojej własnej oceny, Rada Prezesów postanowiła przekazać do rezerwy dodatkową kwotę 286.416.109 euro z dniem 31 grudnia 2007 r. Tym samym wysokość rezerwy wzrosła do 2.668.758.313 euro, co spowodowało zmniejszenie zysku netto, podobnie jak w 2006 r., równo do zera.

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 RÓŻNICE Z AKTUALIZACJI WYCENY

Pozycja ta obejmuje zaktualizowaną wycenę niezrealizowanych zysków na aktywach i zobowiązaniach. Zgodnie z art. 49 ust. 2

¹⁰ Zob. także rozdział 2 Raportu Roczno EBC.

Statutu ESBC z dniem 1 stycznia 2007 r. Banka Słowenije wniósł 26 mln euro do tej pozycji.

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Złoto	5.830.485.388	4.861.575.989	968.909.399
Waluty obce	0	701.959.896	(701.959.896)
Papiery wartościowe	338.524.183	14.909.786	323.614.397
Razem	6.169.009.571	5.578.445.671	590.563.900

Dla celów wyceny na koniec roku zastosowano następujące kursy walut:

Kursy	2007	2006
Dolar amerykański/euro	1,4721	1,3170
Jen japoński/euro	164,93	156,93
Euro/SDR	1,0740	1,1416
Euro/uncja czystego złota	568,236	482,688

15 KAPITAŁ I FUNDUSZ REZERWOWY

KAPITAŁ

A) ZMIANA KLUCZA KAPITAŁOWEGO EBC

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 rozszerzania Unii Europejskiej o kolejne państwa. Zgodnie z Decyzją Rady nr 2003/517/WE z 15 lipca 2003 r. w sprawie danych statystycznych, które mają być wykorzystywane do dostosowania klucza subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego¹¹, 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:

	Od 1.5.2004 do 31.12.2006 (w %)	Od 1.1.2007 (w %)
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 Słowenije	-	0,3194
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	1,2448
<i>Suma częściowa dla KBC strefy euro</i>	<i>71,4908</i>	<i>69,5092</i>
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
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0647	0,0622
Narodowy Bank Polski	5,1380	4,8748
Banca Națională a României	-	2,5188
Banka Słowenije	0,3345	-
Národná banka Slovenska	0,7147	0,6765
Sveriges Riksbank	2,4133	2,3313
Bank of England	14,3822	13,9337
<i>Suma częściowa dla KBC spoza strefy euro</i>	<i>28,5092</i>	<i>30,4908</i>
Razem	100,0000	100,0000

B) KAPITAŁ EBC

Art. 49 ust. 3 Statutu ESBC dodany na mocy traktatu akcesyjnego stanowi, że subskrybowany kapitał EBC ulega automatycznie podwyższeniu, gdy kolejne państwo członkowskie wstępuje do UE, a jego bank centralny do ESBC. Wysokość podwyższenia określa się przez przemnożenie obowiązującej wysokości subskrybowanego kapitału (tj. 5.565 mln euro na dzień 31 grudnia 2006 r.) przez stosunek wagi przystępującego krajowego banku centralnego do wagi tych KBC, które już są członkami ESBC, w ramach rozszerzonego klucza kapitałowego. W związku

¹¹ Dz.U. L 181 z 19.7.2003, s. 43.

z tym 1 stycznia 2007 r. subskrybowany kapitał EBC został podniesiony do kwoty 5.761 mln euro.

Zgodnie z art. 49 ust. 1 statutu ESBC oraz aktem prawnym przyjętym przez Radę Prezesów 30 grudnia 2006 r.¹², 1 stycznia 2007 r. Banka Slovenije wpłacił kwotę 17.096.556 euro, uzupełniając swój udział w kapitale EBC do pełnej wysokości.

Krajowe banki centralne spoza strefy euro mają obowiązek opłacenia 7% swojego subskrybowanego kapitału na pokrycie kosztów operacyjnych EBC. W związku z tym 1 stycznia 2007 r. Bułgarska narodna banka i Banca Națională a României wpłaciły odpowiednio 3.561.869 euro i 10.156.952 euro. Łącznie z tymi kwotami na koniec 2007 r. wkład ten

wyniósł łącznie 122.952.830 euro. 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.

W wyniku trzech opisanych powyżej wydarzeń opłacony kapitał EBC wzrósł z 4.089.277.550 euro w dniu 31 grudnia 2006 r. do 4.127.136.230 euro w dniu 1 stycznia 2007 r., co pokazuje poniższa tabela¹³:

12 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 z 31.1.2007, s. 17.

13 Poszczególne kwoty są zaokrąglone do jednego euro. Sumy w tabelach mogą nie sumować się do kwoty „razem” ze względu na zaokrąglenia.

	Kapitał subskrybowany do 31.12.2006 (w EUR)	Kapitał opłacony do 31.12.2006 (w EUR)	Kapitał subskrybowany od 1.1.2007 (w EUR)	Kapitał opłacony od 1.1.2007 (w EUR)
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	141.910.195	141.910.195	142.334.200	142.334.200
Deutsche Bundesbank	1.176.170.751	1.176.170.751	1.182.149.240	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	51.300.686	51.300.686	51.183.397	51.183.397
Bank of Greece	105.584.034	105.584.034	104.659.533	104.659.533
Banco de España	432.697.551	432.697.551	434.917.735	434.917.735
Banque de France	827.533.093	827.533.093	828.813.864	828.813.864
Banca d'Italia	726.278.371	726.278.371	721.792.464	721.792.464
Banque centrale du Luxembourg	8.725.401	8.725.401	9.073.028	9.073.028
De Nederlandsche Bank	222.336.360	222.336.360	224.302.523	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	115.745.120	115.745.120	116.128.992	116.128.992
Banco de Portugal	98.233.106	98.233.106	98.720.300	98.720.300
Banka Slovenije	-	-	18.399.524	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	71.711.893	71.711.893	71.708.601	71.708.601
Suma częściowa dla KBC strefy euro	3.978.226.562	3.978.226.562	4.004.183.400	4.004.183.400
Byłgarska narodna banka	-	-	50.883.843	3.561.869
Česká národní banka	81.155.136	5.680.860	79.957.855	5.597.050
Danmarks Nationalbank	87.159.414	6.101.159	87.204.756	6.104.333
Eesti Pank	9.927.370	694.916	9.810.391	686.727
Central Bank of Cyprus	7.234.070	506.385	7.195.055	503.654
Latvijas Banka	16.571.585	1.160.011	16.204.715	1.134.330
Lietuvos bankas	24.623.661	1.723.656	24.068.006	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	77.259.868	5.408.191	75.700.733	5.299.051
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	3.600.341	252.024	3.583.126	250.819
Narodowy Bank Polski	285.912.706	20.013.889	280.820.283	19.657.420
Banca Națională a României	-	-	145.099.313	10.156.952
Banka Slovenije	18.613.819	1.302.967	-	-
Národná banka Slovenska	39.770.691	2.783.948	38.970.814	2.727.957
Sveriges Riksbank	134.292.163	9.400.451	134.298.089	9.400.866
Bank of England	800.321.860	56.022.530	802.672.024	56.187.042
Suma częściowa dla KBC spoza strefy euro	1.586.442.685	111.050.988	1.756.469.003	122.952.830
Razem	5.564.669.247	4.089.277.550	5.760.652.403	4.127.136.230

16 ZDARZENIA PO DNIU BILANSOWYM

WEJŚCIE CYPRU I MALTY DO STREFY EURO

Na mocy Decyzji Rady 2007/503/WE z dnia 10 lipca 2007 r., podjętej zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu, 1 stycznia 2008 r. Cypr i Malta wprowadziły wspólną walutę. Zgodnie z art. 49 ust. 1 Statutu ESBC oraz aktami prawnymi przyjętymi przez Radę Prezesów 31 grudnia 2007 r.¹⁴, 1 stycznia 2008 r. Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta wpłaciły odpowiednio kwoty 6.691.401 euro i 3.332.307 euro, uzupełniając swój udział w kapitale EBC do pełnej wysokości. Zgodnie z art. 30 ust. 1 Statutu ESBC z dniem 1 stycznia 2008 r. Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta przekazały do EBC rezerwowe aktywa walutowe w kwocie będącej równoważnością 109.953.752 euro. Wysokość tej kwoty ustalono poprzez przemnożenie wartości w euro rezerwowych aktywów walutowych dotychczas przekazanych do EBC, według kursów obowiązujących na dzień 31 grudnia 2007 r., przez stosunek liczby udziałów subskrybowanych przez dwa banki centralne tych krajów do liczby udziałów już opłaconych przez pozostałe krajowe banki centralne nie objęte derogacją. Na rezerwowe aktywa walutowe składają się kwoty w dolarach amerykańskich (w formie gotówki) i złoto, w proporcji 85 do 15.

Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta uzyskały należności z tytułu opłaconego kapitału i rezerwowych aktywów walutowych w wysokości przekazanych kwot. Należności te należy traktować analogicznie do należności pozostałych krajowych banków centralnych strefy euro (zob. punkt 11 „Zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu”).

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. Na mocy tej umowy, na dzień 31 grudnia 2007 r. wartość otwartych transakcji odwracalnych wynosiła 3,0 mld euro (w 2006 r. – 2,2 mld euro) (zob. punkt „Transakcje odwracalne” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

18 KONTRAKTY FUTURES NA STOPY PROCENTOWE

Walutowe kontrakty <i>futures</i> na stopy procentowe	Wartość kontraktu (w EUR)
Kupno	5.932.333.678
Sprzedaż	2.105.780.978

W 2007 roku w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC zawierano kontrakty terminowe typu *futures* na stopy procentowe. Na dzień 31 grudnia 2007 r. otwarte były następujące transakcje:

Kontrakty <i>futures</i> na stopy procentowe w euro	Wartość kontraktu (w EUR)
Kupno	25.000.000
Sprzedaż	190.600.000

¹⁴ Decyzja EBC/2007/22 z 31 grudnia 2007 r. w sprawie wpłacenia przez Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw oraz zasobów Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 28 z 1.2.2008, s. 36; Porozumienie z 31 grudnia 2007 r. zawarte pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a Central Bank of Cyprus w sprawie wierzycelności przyznawanej na rzecz Central Bank of Cyprus przez Europejski Bank Centralny zgodnie z art. 30 ust. 3 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. 29 z 1.2.2008, s. 4; Porozumienie z 31 grudnia 2007 r. zawarte pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta w sprawie wierzycelności przyznawanej na rzecz Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta przez Europejski Bank Centralny zgodnie z art. 30 ust. 3 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. 29 z 1.2.2008, s. 6.

19 SWAPY PROCENTOWE

Na dzień 31 grudnia 2007 r. otwarte były transakcje swapowe na stopy procentowe o wartości kontraktowej równej 13 mln euro. Transakcje te zawierane były w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC.

20 TRANSAKcje TERMINOWE NA PAPIERY WARTOŚCIOWE

Na dzień 31 grudnia 2007 r. wartość papierów wartościowych zakupionych w ramach transakcji terminowych wynosiła 113 mln euro, a sprzedanych – 9 mln euro. Transakcje te zawierane były w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC.

21 SWAPY WALUTOWE I TERMINOWE TRANSAKcje WALUTOWE

Należności z tytułu nierozliczonych swapów walutowych i terminowych transakcji walutowych na dzień 31 grudnia 2007 r. wynosiły 794 mln euro, a odnośne zobowiązania – 797 mln euro. Transakcje te zawierane były w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC.

Ponadto na dzień 31 grudnia 2007 r. otwarte były należności od krajowych banków centralnych z tytułu transakcji terminowych oraz zobowiązanie wobec Systemu Rezerwy Federalnej z tytułu operacji zasilających w płynność w dolarach amerykańskich przeprowadzonych w ramach aukcji (ang. *Term Auction Facility*) przez System Rezerwy Federalnej (zob. punkt 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”).

22 SPRAWY SĄDOWE W TOKU

Firma Document Security Systems Inc. (DSSI) wniosła do Sądu Pierwszej Instancji Wspólnot Europejskich pozew o odszkodowanie przeciwko EBC, twierdząc, że przy produkcji

banknotów euro EBC naruszył patent DSSI¹⁵. Sąd Pierwszej Instancji odrzucił pozew wniesiony przeciwko EBC przez DSSI¹⁶. EBC prowadzi obecnie działania mające na celu unieważnienie patentu w kilku jurysdykcjach krajowych. Co więcej EBC jest głęboko przekonany, że w żaden sposób nie naruszył patentu i w związku z tym zajmie pozycję strony broniącej się w każdej sprawie o naruszenie patentu, którą DSSI wnieśli w przyszłości do właściwych sądów krajowych.

¹⁵ Patent europejski DSSI nr 0455 750 B1.

¹⁶ Postanowienie Sądu Pierwszej Instancji z 5 września 2007 r., sprawa T-295/05. Dostępne w serwisie internetowym: www.curia.eu.

INFORMACJA DODATKOWA DO RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

23 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:

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Odsetki od rachunków bieżących	24.052.321	15.399.229	8.653.092
Dochody z depozytów rynku pieniężnego	196.784.561	195.694.549	1.090.012
Umowy <i>reverse repo</i>	138.079.630	201.042.718	(62.963.088)
Dochód netto z papierów wartościowych	1.036.836.752	934.077.489	102.759.263
Przychody netto z tytułu odsetek od swapów walutowych i walutowych transakcji terminowych	19.766.033	3.853.216	15.912.817
Razem przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych	1.415.519.297	1.350.067.201	65.452.096
Koszty z tytułu odsetek od rachunków bieżących	(154.041)	(225.549)	71.508
Umowy <i>repo</i>	(60.476.997)	(31.598.416)	(28.878.581)
Koszty netto z tytułu odsetek od swapów procentowych	(891)	0	(891)
Wynik z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych	1.354.887.368	1.318.243.236	36.644.132

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 2007 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 2007 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 ust. 1 Statutu ESBC.

POZOSTAŁE PRZYCHODY Z TYTUŁU ODSETEK I POZOSTAŁE KOSZTY Z TYTUŁU ODSETEK

Pozycje te obejmują przychody z tytułu odsetek w wysokości 3,9 mld euro (w 2006 r. – 2,5 mld euro) oraz koszty z tytułu odsetek w wysokości 3,8 mld euro (w 2006 r. – 2,4 mld euro) związane z saldami na rachunkach systemu TARGET/TARGET2. W pozycjach tych ujęto także przychody i koszty odsetkowe z tytułu pozostałych aktywów i zobowiązań denominowanych w euro.

24 ZREALIZOWANE ZYSKI LUB STRATY Z TYTUŁU OPERACJI FINANSOWYCH

Zrealizowane zyski lub straty netto z tytułu operacji finansowych w 2007 r. kształtowały się następująco:

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Zrealizowane zyski/(straty) netto z tytułu wyceny papierów wartościowych i kontraktów <i>futures</i> na stopy procentowe	69.252.941	(103.679.801)	172.932.742
Zrealizowane dodatnie różnice kursowe netto i zrealizowane zyski z tytułu zmian ceny złota	709.294.272	579.060.509	130.233.763
Zrealizowane zyski z tytułu operacji finansowych	778.547.213	475.380.708	303.166.505

25 ODPISY AKTUALIZUJĄCE WARTOŚĆ AKTYWÓW I POZICJI FINANSOWYCH

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Niezrealizowane straty z tytułu zmian cen papierów wartościowych	(15.864.181)	(73.609.623)	57.745.442
Niezrealizowane straty z tytułu zmian cen swapów procentowych	(18.899)	0	(18.899)
Niezrealizowane ujemne różnice kursowe	(2.518.369.734)	(644.857.885)	(1.873.511.849)
Odpisy aktualizacyjne razem	(2.534.252.814)	(718.467.508)	(1.815.785.306)

Powyższe ujemne różnice kursowe powstały głównie w wyniku aktualizacji wartości średniego kosztu nabycia przez EBC dolarów amerykańskich i jenów japońskich do ich kursów na dzień bilansowy, w związku z deprecjacją tych walut w stosunku do euro w ciągu roku obrotowego.

26 WYNIK Z TYTUŁU PROWIZJI I OPŁAT

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)	Zmiana (w EUR)
Przychody z tytułu prowizji i opłat	263.440	338.198	(74.758)
Koszty prowizji i opłat	(885.131)	(884.678)	(453)
Wynik z tytułu prowizji i opłat	(621.691)	(546.480)	(75.211)

Przychody w tej pozycji dotyczą głównie kar nakładanych na instytucje kredytowe za nieprzestrzeganie 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”).

27 PRZYCHODY Z AKCJI I UDZIAŁÓW

W pozycji tej wykazuje się dywidendy otrzymane od udziałów w Banku Rozrachunków Międzynarodowych (zob. punkt 6 „Pozostałe aktywa”).

28 POZOSTAŁE PRZYCHODY

Źródłem pozostałych przychodów były przede wszystkim udziały innych banków centralnych w kosztach umowy o świadczenie usług zawartej centralnie przez EBC z zewnętrznym dostawcą sieci IT.

29 KOSZTY OSOBOWE

W tej pozycji wykazano wynagrodzenia, dodatki, ubezpieczenia pracownicze oraz inne koszty, w wysokości 141,7 mln euro (w 2006 r. – 133,4 mln euro). Koszty osobowe w wysokości 1,1 mln euro (w 2006 r. – 1,0 mln euro) poniesione w związku z budową nowej siedziby EBC są kapitalizowane i wyłączone spod tej pozycji. Uposażenia i dodatki, w tym wynagrodzenia osób na wyższych stanowiskach kierowniczych, kształtują się zgodnie z modelem

systemu wynagrodzeń Wspólnot Europejskich i na porównywalnym poziomie.

Członkowie Zarządu otrzymują wynagrodzenie podstawowe oraz dodatki na cele mieszkaniowe i reprezentacyjne. Zamiast dodatku na cele mieszkaniowe prezesowi udostępnia się rezydencję należącą do EBC. Zgodnie z Warunkami zatrudnienia pracowników Europejskiego Bank Centralnego członkom Zarządu przysługuje – w zależności od ich sytuacji osobistej – dodatek rodzinny, dodatek na dzieci i dodatek na pokrycie kosztów ich edukacji. Od wynagrodzenia podstawowego odprowadza się podatek na rzecz Wspólnot Europejskich oraz potrącenia na poczet składek na fundusz emerytalny, ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe. Dodatki są wolne od podatków i nie są częścią dochodu stanowiącego podstawę wymiaru emerytury. Zasady dotyczące emerytury członków Zarządu zostały opisane w punkcie „Program emerytalny EBC i inne świadczenia po okresie zatrudnienia” opisu przyjętych zasad rachunkowości.

Poniższa tabela przedstawia wynagrodzenie podstawowe poszczególnych członków Zarządu w skali roku:

	2007 (w EUR)	2006 (w EUR)
Jean-Claude Trichet (prezes)	345.252	338.472
Lucas D. Papademos (wiceprezes)	295.920	290.112
Gertrude Tumpel-Gugerell (członek Zarządu)	246.588	241.752
José Manuel González-Páramo (członek Zarządu)	246.588	241.752
Lorenzo Bini Smaghi (członek Zarządu)	246.588	241.752
Otmar Issing (członek Zarządu do maja 2006 r.)	-	100.730
Jürgen Stark (członek Zarządu od czerwca 2006 r.)	246.588	141.022
Razem	1.627.524	1.595.592

Łączna wartość dodatków wypłaconych członkom Zarządu oraz opłaconych przez EBC w ich imieniu składek na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe wyniosła 579.842 euro (w 2006 r. – 557.421 euro), co oznacza, że całkowite wynagrodzenie było równe 2.207.366 euro (w 2006 r. – 2.153.013 euro).

Odchodzący członkowie Zarządu po zakończeniu kadencji otrzymują przez pewien czas wynagrodzenia przejściowe. W 2007 r. wynagrodzenia te oraz składki na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe opłacone przez EBC za byłych członków Zarządu wyniosły 52.020 euro (w 2006 r. – 292.280 euro). Świadczenia emerytalne, w tym związane z nimi dodatki, wypłacone na rzecz byłych członków Zarządu lub osób będących na ich utrzymaniu oraz składki na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe wyniosły 249.902 euro (w 2006 r. – 121.953 euro).

W pozycji tej mieści się również kwota 27,2 mln euro (w 2006 r. – 27,4 mln euro) ujęta w związku z programem emerytalnym EBC i innymi świadczeniami po okresie zatrudnienia (zob. punkt 12 „Pozostałe zobowiązania”).

Na koniec 2007 r. EBC zatrudniał, w przeliczeniu na rzeczywiste, pełne etaty, 1.375 osób¹⁷ na umowy o pracę na czas określony i nieokreślony, w tym 149 osób na stanowiskach kierowniczych. Rotacja pracowników w 2007 r. była następująca:

	2007	2006
Według stanu na 1 stycznia	1.342	1.338
Nowi pracownicy ¹⁾	82	54
Rozwiązanie/wygaśnięcie umowy ²⁾	49	50
Według stanu na 31 grudnia	1.375	1.342
Średnia liczba zatrudnionych	1.366	1.337

1) W tej pozycji ujęto również skutki zmian etatów częściowych na pełne.
2) W tej pozycji ujęto również skutki zmian pełnych etatów na częściowe.

Liczba pracowników zatrudnionych na dzień 31 grudnia 2007 r. obejmuje 79 etatów przeliczeniowych (w 2006 r. – 63) osób pozostających na urlopie bezpłatnym/rodzicielskim oraz 21 etatów przeliczeniowych

¹⁷ Do 2006 r. w punkcie tym podawano liczbę, w przeliczeniu na pełne etaty, wszystkich zobowiązań umownych (obejmujących umowy na czas określony i nieokreślony). Postanowiono, że od 2007 r. będzie się podawać liczbę osób, w przeliczeniu na rzeczywiste, pełne etaty, zatrudnionych na umowy o pracę na czas określony i nieokreślony, ponieważ dane te są bardziej istotne z punktu widzenia odbiorców sprawozdań finansowych. Dane za rok 2006 zostały odpowiednio przeliczone.

osób pozostających na urlopie macierzyńskim (w 2006 r. – 10). Ponadto na dzień 31 grudnia 2007 r. EBC zatrudniał na umowach krótkoterminowych pracowników na zastępstwo za osoby korzystające z takich urlopów, w łącznej liczbie 71 etatów przeliczeniowych (w 2006 r. – 70).

EBC oferuje również pracownikom innych banków centralnych ESBC możliwość przyjazdu na kontrakty czasowe. Według stanu na 31 grudnia 2007 r. w programie uczestniczyło 76 pracowników ECSB (w 2006 r. – 61). Koszty ich zatrudnienia ujęte są w kosztach osobowych.

30 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.

31 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.

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 2007, 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 Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. 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 2007 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 Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 26 February 2008

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wolmannstetter
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Nieoficjalne tłumaczenie raportu niezależnego biegłego rewidenta EBC sporządzone przez EBC.
W przypadku rozbieżności obowiązuje wersja angielska podpisana przez KPMG.**

Raport niezależnego 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 2007 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

Zarząd odpowiada za sporządzenie oraz rzetelne przedstawienie niniejszego rocznego sprawozdania finansowego, zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów w decyzji EBC/2006/17 (z późniejszymi zmianami) w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego. 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 danych 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 2007 r. oraz jego wynik z działalności za rok obrotowy zakończony tą datą, zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów w decyzji EBC/2006/17 (z późniejszymi zmianami) w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego.

Frankfurt nad Menem, 26 lutego 2008 r.

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

INFORMACJA O SPOSOBIE PODZIAŁU ZYSKU LUB POKRYCIA STRATY

Informacja ta nie wchodzi w skład sprawozdania finansowego EBC za 2007 r.

DOCHÓD Z TYTUŁU UDZIAŁU EBC W BANKNOTACH W OBIEGU

W 2006 r., na podstawie decyzji Rady Prezesów, kwota 1.319 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 roku 2007 wyłączono z podziału kwotę 2.004 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 20% zysku netto) zostanie przeniesiona do ogólnego funduszu rezerwowego, którego wysokość nie może przekroczyć 100% kapitału; oraz
- (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 w odpowiednim roku obrotowym proporcjonalnie i do wysokości kwot podzielonych pomiędzy krajowe banki centralne zgodnie z art. 32 ust. 5 Statutu ESBC¹⁸.

W 2007 r. utworzenie rezerwy w kwocie 286 mln euro na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota spowodowało obniżenie zysku netto do zera. W związku z tym, podobnie jak w latach 2005 i 2006, nie dokonano wypłat z zysku na rzecz udziałowców ani zwiększenia ogólnego funduszu rezerwowego. Nie wystąpiła również konieczność pokrycia straty.

¹⁸ Zgodnie z art. 32 ust. 5 Statutu ESBC, suma dochodu pieniężnego krajowych banków centralnych zostaje rozdzielona pomiędzy krajowe banki centralne proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów w kapitale EBC.

5 SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSISTEMU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2007 R.

(W MLN EURO)

AKTYWA	31 GRUDNIA 2007 R. ¹	31 GRUDNIA 2006 R.
1 Złoto i należności w zlocie	201.545	176.768
2 Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych	135.133	142.288
2.1 Należności od MFW	9.058	10.658
2.2 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne	126.075	131.630
3 Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	41.973	23.404
4 Należności od nierezydentów strefy euro w euro	13.835	12.292
4.1 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe oraz udzielone kredyty	13.835	12.292
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	637.175	450.541
5.1 Podstawowe operacje refinansujące	368.606	330.453
5.2 Dłuższe operacje refinansujące	268.476	120.000
5.3 Operacje dostrajające z przyrzeczeniem odkupu	0	0
5.4 Operacje strukturalne z przyrzeczeniem odkupu	0	0
5.5 Kredyt w banku centralnym na koniec dnia	91	88
5.6 Kredyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	2	0
6 Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro	23.898	11.036
7 Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro	96.044	77.614
8 Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych w euro	37.063	39.359
9 Pozostałe aktywa	321.315	216.728
Aktywa ogółem	1.507.981	1.150.030

Poszczególne pozycje mogą nie sumować się do kwot ogółem ze względu na zaokrąglenia.

PASYWA	31 GRUDNIA 2007 R.	31 GRUDNIA 2006 R.
1 Banknoty w obiegu	676.678	628.238
2 Zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro z tytułu operacji polityki pieniężnej w euro	379.181	174.051
2.1 Rachunki bieżące (w tym rachunki rezerw obowiązkowych)	267.335	173.482
2.2 Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	8.831	567
2.3 Depozyty terminowe	101.580	0
2.4 Operacje dostrajające z przyrzeczeniem odkupu	0	0
2.5 Depozyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	1.435	2
3 Pozostałe zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro w euro	126	65
4 Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0	0
5 Zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro w euro	46.183	53.374
5.1 Zobowiązania wobec sektora instytucji rządowych i samorządowych	38.116	45.166
5.2 Pozostałe zobowiązania	8.067	8.208
6 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro	45.095	16.614
7 Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych	2.490	89
8 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych	15.552	12.621
8.1 Zobowiązania z tytułu depozytów, prowadzonych rachunków oraz pozostałe zobowiązania	15.552	12.621
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)	5.278	5.582
10 Pozostałe pasywa	123.174	71.352
11 Różnice z aktualizacji wyceny	147.122	121.887
12 Fundusze i rezerwy	67.102	66.157
Pasywa ogółem	1.507.981	1.150.030

ZAŁĄCZNIKI

INSTRUMENTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC

Poniższa tabela zawiera listę opublikowanych w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej instrumentów prawnych przyjętych przez EBC w 2007 r. i na początku 2008 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/2007/1	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 kwietnia 2007 r. przyjmująca zasady wykonawcze w zakresie ochrony danych w Europejskim Banku Centralnym	Dz. U. L 116, 4.5.2007, s. 64
EBC/2007/2	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 26 kwietnia 2007 r. w sprawie transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (TARGET2)	Dz. U. L 237, 8.9.2007, s. 1
EBC/2007/3	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 31 maja 2007 r. zmieniające wytyczne EBC/2004/15 w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego w zakresie bilansu płatniczego, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej oraz płynnych aktywów i pasywów w walutach obcych	Dz. U. L 159, 20.6.2007, s. 48
EBC/2007/4	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 31 maja 2007 r. zmieniające zalecenie EBC/2004/16 w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego w zakresie bilansu płatniczego, międzynarodowej pozycji inwestycyjnej oraz płynnych aktywów i pasywów w walutach obcych	Dz. U. C 136, 20.6.2007, s. 6
EBC/2007/5	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 3 lipca 2007 r. określająca zasady udzielania zamówień publicznych	Dz. U. L 184, 14.7.2007, s. 34
EBC/2007/6	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 lipca 2007 r. zmieniające wytyczne EBC/2006/28 w sprawie zarządzania aktywami rezerwy walutowej Europejskiego Banku Centralnego oraz dokumentacji prawnej dla operacji dotyczących takich aktywów	Dz. U. L 196, 28.7.2007, s. 46
EBC/2007/7	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 24 lipca 2007 r. w sprawie warunków uczestnictwa w systemie TARGET2-EBC	Dz. U. L 237, 8.9.2007, s. 71
EBC/2007/8	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 27 lipca 2007 r. dotyczące danych statystycznych w zakresie aktywów i zobowiązań funduszy inwestycyjnych	Dz. U. L 211, 11.8.2007, s. 8

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2007/9	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 1 sierpnia 2007 r. w sprawie statystyki pieniężnej oraz instytucji i rynków finansowych (nowa wersja)	Dz. U. 341, 27.12.2007, s. 1
EBC/2007/10	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 września 2007 r. zmieniające załączniki I i II do wytycznych EBC/2000/7 dotyczących instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu	Dz. U. L 284, 30.10.2007, s. 34
EBC/2007/11	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 9 listopada 2007 r. dotyczące przepisów przejściowych w zakresie stosowania rezerw obowiązkowych przez Europejski Bank Centralny po wprowadzeniu waluty euro na Cyprze i na Malcie	Dz. U. L 300, 17.11.2007, s. 44
EBC/2007/12	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 listopada 2007 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Central Bank of Cyprus	Dz. U. C 277, 20.11.2007, s. 1
EBC/2007/13	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 listopada 2007 r. zmieniające wytyczne EBC/2002/7 w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej EBC w zakresie kwartalnych rachunków finansowych	Dz. U. L 311, 29.11.2007, s. 47
EBC/2007/14	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 listopada 2007 r. zmieniające wytyczne EBC/2005/5 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 311, 29.11.2007, s. 49
EBC/2007/15	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 22 listopada 2007 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 333, 19.12.2007, s. 86
EBC/2007/16	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 23 listopada 2007 r. dotycząca zatwierdzenia wielkości emisji monet euro w 2008 r.	Dz. U. L 317, 5.12.2007, s. 81
EBC/2007/17	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 29 listopada 2007 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	Dz. U. C 304, 15.12.2007, s. 1

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2007/18	Rozporządzenie EBC z dnia 29 listopada 2007 r. zmieniające rozporządzenie EBC/2001/13 w sprawie bilansu skonsolidowanego sektora monetarnych instytucji finansowych	Dz. U. L 330, 15.12.2007, s. 20
EBC/2007/19	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 7 grudnia 2007 r. zmieniająca Decyzję EBC/2001/15 z dnia 6 grudnia 2001 r. w sprawie emisji banknotów euro	Dz. U. L 1, 4.01.2008, s. 7
EBC/2007/20	Wytoczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 grudnia 2007 r. zmieniające Decyzję EBC/2006/16 w sprawie ram prawnych rachunkowości i sprawozdawczości finansowej w Europejskim Systemie Banków Centralnych	Dz. U. L 42, 16.02.2008 s. 85
EBC/2007/21	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 grudnia 2007 r. zmieniająca Decyzję EBC/2006/17 w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego	Dz. U. L 42, 16.02.2008, s. 83
EBC/2007/22	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 31 grudnia 2007 r. w sprawie wpłacenia przez Central Bank of Cyprus i Bank Ćentrali ta' Malta/Central Bank of Malta kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw oraz zasobów Europejskiego Banku Centralnego	Dz. U. L 28, 1.2.2008, s. 36
EBC/2008/1	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 28 stycznia 2008 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Suomen Pankki	Dz. U. C 29, 1.2.2008, s. 1

OPINIE WYDANE PRZEZ EBC

Poniższa tabela zawiera listę opinii wydanych przez EBC w 2007 r. i na początku 2008 r. zgodnie z art. 105 ust. 4 Traktatu oraz art. 4 Statutu ESBC i EBC, 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 wydane przez EBC na wniosek państwa członkowskiego¹

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON 2007/1	Cypr	Ramy prawne dla przyjęcia euro oraz sprawnego przejścia na nową walutę
CON/2007/2	Węgry	Ustanowienie systemu sprawozdawczości bezpośredniej w odniesieniu do statystyki bilansu płatniczego
CON/2007/3	Irlandia	Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami
CON/2007/5	Słowenia	Emisja pamiątkowych i kolekcjonerskich monet euro
CON/2007/6	Niemcy	Zmiany do statutu Deutsche Bundesbank w przedmiocie liczby oraz powoływania członków Zarządu
CON/2007/7	Holandia	Nadzór nad usługami rozliczeniowymi i rozrachunkowymi
CON/2007/8	Republika Czeska	Niektóre zadania Česká národní banka w zakresie ochrony konsumentów
CON/2007/10	Węgry	Zmiana ustawy o zapobieganiu i zwalczaniu prania brudnych pieniędzy odnosząca się do nakładanych sankcji oraz zasad nadzoru, a także zakresu ich zastosowania w odniesieniu do krajowego banku centralnego
CON/2007/12	Łotwa	Instrumenty polityki pieniężnej oraz system rozrachunku papierów wartościowych Latvijas Banka
CON/2007/13	Grecja	Zmiany statutu Bank of Greece celem przystosowania go do zmian w systemie zabezpieczeń Eurosystemu oraz zapewnienia sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych
CON/2007/14	Węgry	Zmiany statutu Magyar Nemzeti Bank dotyczące struktury banku oraz zasad zarządzania
CON/2007/15	Grecja	Nadzór nad instytucjami kredytowymi i finansowymi oraz zabezpieczenia kwalifikowane dla operacji polityki pieniężnej
CON/2007/16	Malta	Obliczanie rezerwy obowiązkowej oraz związane z tym procedury

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/2007/17	Włochy	Regulacja i nadzór nad rynkami oraz działalność właściwych niezależnych organów nadzorczych
CON/2007/18	Słowenia	Zmiana ustawy o transakcjach płatniczych w zakresie dostępu do danych z rejestru rachunków transakcyjnych
CON/2007/21	Niemcy	Wprowadzenie nowego otoczenia regulacyjnego i nadzorczego w celu poprawy międzynarodowej konkurencyjności sektora funduszy inwestycyjnych oraz dostosowanie prawa do Dyrektywy Rady 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)
CON/2007/22	Rumunia	Zasady dotyczące rezerwy obowiązkowej
CON/2007/23	Rumunia	Kontrola banku centralnego nad działalnością niebankowych instytucji finansowych
CON/2007/24	Rumunia	Sprawozdawczość statystyczna dotycząca aktywów i pasywów wykazywanych w bilansie niebankowych instytucji finansowych
CON/2007/25	Hiszpania	Zmiany w regulacjach dotyczących systemów płatniczych i rozrachunku papierów wartościowych w związku z przygotowaniem do wprowadzenia systemu TARGET2
CON/2007/26	Polska	Zmiany dotyczące zarządzania, nadzoru oraz sposobu finansowania systemu ochrony wkładów bankowych, w szczególności odnoszące się do udziału Narodowego Banku Polskiego
CON/2007/27	Rumunia	Nadzór Banca Națională a României nad systemami płatniczymi, systemami rozrachunku papierów wartościowych oraz instrumentami płatniczymi
CON/2007/28	Polska	Zasady sortowania i pakowania banknotów i monet
CON/2007/29	Portugalia	Ustanowienie systemu ochrony konsumentów w ramach nadzoru ostrożnościowego sprawowanego przez Banco de Portugal
CON/2007/31	Polska	Reforma nadzoru finansowego, w szczególności w odniesieniu do Narodowego Banku Polskiego
CON/2007/32	Niemcy	Modernizacja struktury nadzorczej Federalnego Urzędu Nadzoru Finansowego (BaFin)
CON/2007/33	Austria	Reforma nadzoru finansowego

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON/2007/34	Polska	Zmiany wymogów dotyczących rezerwy obowiązkowej w związku z podziałem banków
CON/2007/36	Słowenia	Nowe zadania Banka Slovenije dotyczące zapobiegania praniu brudnych pieniędzy
CON/2007/37	Belgia	Wycofywanie papierów wartościowych na okaziciela w związku z akcjami wyemitowanymi przez Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
CON/2007/38	Słowenia	Nadzór nad gotówkowymi operacjami walutowymi
CON/2007/39	Cypr	Zakres ochrony znaków pieniężnych przed fałszowaniem i innymi bezprawnymi działaniami
CON/2007/40	Bułgaria	Wprowadzenie zasad udzielania licencji jednostkom świadczącym usługi w zakresie przekazów pieniężnych
CON/2007/41	Niemcy	Przepisy sprawozdawcze dotyczące płatności i inwestycji bezpośrednich na rynku krajowym oraz na rynkach zagranicznych w związku z utworzeniem Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (SEPA)
CON/2007/43	Słowacja	Podstawy prawne związane z przygotowaniem do przyjęcia waluty euro
CON/2008/1	Cypr	Kontrola reprodukcji banknotów i monet na Cyprze
CON/2008/2	Republika Czeska	Podział uprawnień pomiędzy Česká národní banka a Ministerstwem Finansów w celu przygotowania i przedłożenia rządowi projektów pewnych ustaw
CON/2008/3	Niemcy	Ustawodawstwo dotyczące monet
CON/2008/4	Szwecja	Zmiany statutu Sveriges Riksbank w zakresie kadencji członków jego Zarządu
CON/2008/5	Polska	Zmiany dotyczące zarządzania, nadzoru oraz sposobu finansowania systemu gwarantowania wkładów (bankowych), w szczególności odnoszące się do udziału Narodowego Banku Polskiego
CON/2008/6	Portugalia	Zasady, przepisy oraz struktura Krajowego Systemu Statystycznego a zadania Banco de Portugal
CON/2008/7	Rumunia	Zmiany do ustawy o czekach, wekslach trasowanych oraz wekslach własnych
CON/2008/8	Francja	Konsekwencje zmiany statusu Wyspy Świętego Marcina oraz Ziemi Świętego Bartłomieja we francuskim systemie prawnym dla ich systemu monetarnego

(b) Opinie wydane przez EBC na wniosek instytucji europejskiej³

Numer⁴	Inicjator	Przedmiot	Nr Dz. U.
CON/2007/4	Rada Unii Europejskiej	Wprowadzenie nowej procedury komitologii w ośmiu dyrektywach w sprawie Planu działań w zakresie usług finansowych (ang. <i>Financial Services Action Plan - FSAP</i>)	Dz. U. C 39 z 23.2.2007, s. 1
CON/2007/9	Rada Unii Europejskiej	Rozporządzenie w sprawie statystyk kwartalnych w zakresie wolnych miejsc pracy we Wspólnocie	Dz. U. C 86 z 20.4.2007, s. 1
CON/2007/11	Rada Unii Europejskiej	Rozpoznanie i określenie europejskiej infrastruktury krytycznej oraz oceny potrzeb w zakresie jej ochrony	Dz. U. C 116 z 26.5.2007, s. 1
CON/2007/19	Rada Unii Europejskiej	Wprowadzenie euro na Cyprze i Malcie oraz kurs wymiany euro w odniesieniu do funta cypryjskiego i lira maltańskiego	Dz. U. C 160 z 13.7.2007, s. 1
CON/2007/20	Rada Unii Europejskiej	Mandat udzielony Konferencji Międzyrządowej na przygotowanie projektu Traktatu zmieniającego obowiązujące Traktaty	Dz. U. C 160 z 13.7.2007, s. 2
CON/2007/30	Rada Unii Europejskiej	Ustalanie i aktualizowanie próby statystycznej oraz dokonywanie dostosowań jakościowych wobec zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych	Dz. U. C 248 z 23.10.2007, s. 1
CON/2007/35	Rada Unii Europejskiej	Projekt rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie statystyk europejskich	Dz. U. C 291 z 5.12.2007, s. 1
CON/2007/42	Rada Unii Europejskiej	Zezwolenie na transport fałszywych banknotów i monet pomiędzy właściwymi władzami krajowymi, jak również pomiędzy instytucjami UE oraz ich organami jako sposób wykrywania fałszerstw	Dz.U. C 27, z 31.1.2008, s. 1

3 Również dostępne w serwisie internetowym EBC.

4 Opinie są numerowane w kolejności wydania przez Radę Prezesów.

DZIAŁANIA EUROSISTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM¹

11 STYCZNIA I 8 LUTEGO 2007 R.

Rada Prezesów postanawia, że minimalna oferowana stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących, a także stopa kredytu w banku centralnym na koniec dnia oraz stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,50%, 4,50% i 2,50%.

8 MARCA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia podwyższyć minimalną oferowaną stopę podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do 3,75%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona 14 marca 2007 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopę kredytu w banku centralnym na koniec dnia oraz stopę depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (odpowiednio do wysokości 4,75% i 2,75%), z mocą obowiązującą od 14 marca 2007 r.

12 KWIETNIA I 10 MAJA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia, że minimalna oferowana stopa podstawowych operacji refinansujących oraz stopa kredytu w banku centralnym na koniec dnia i stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,75%, 4,75% i 2,75%.

6 CZERWCA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia podwyższyć minimalną oferowaną stopę podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do 4%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 13 czerwca 2007 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopę kredytu w banku centralnym na koniec dnia oraz stopę depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (odpowiednio do

wysokości 5% i 3%), z mocą obowiązującą od dnia 13 czerwca 2007 r.

5 LIPCA, 2 SIERPNI, 6 WRZEŚNIA, 4 PAŹDZIERNIKA, 8 LISTOPADA, 6 GRUDNIA 2007 R., 10 STYCZNIA, 7 LUTEGO I 6 MARCA 2008 R.

Rada Prezesów postanawia, że minimalna oferowana stopa podstawowych operacji refinansujących, a także stopa kredytu w banku centralnym na koniec dnia oraz stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 4,00%, 5,00% i 3,00%.

¹ Chronologiczne ujęcie działań Eurosystemu w zakresie polityki pieniężnej, podjętych w latach 1999-2005 można znaleźć w odpowiednich wydaniach Raportu Roczny z tych lat.

DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY OD 2007 R.

Poniższa lista zawiera wybrane dokumenty opublikowane przez Europejski Bank Centralny od stycznia 2007 r. W przypadku Dokumentów Roboczych lista zawiera tylko publikacje wydane w okresie pomiędzy grudniem 2007 r. a lutym 2008 r. Jeśli nie zaznaczono inaczej, publikacje w formie papierowej są dostępne bezpłatnie do wyczerpania zapasów i można je zamówić lub zaprenumerować pisząc na adres info@ecb.europa.eu.

Pełna lista dokumentów opublikowanych przez Europejski Bank Centralny i Europejski Instytut Walutowy dostępna jest w serwisie internetowym EBC (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPORT ROCZNY

„Annual Report 2006”, kwiecień 2007.

RAPORT O KONWERCENCJI

„Convergence Report”, maj 2007.

ARTYKUŁY BIULETYNU MIESIĘCZNEGO

„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.

„Communicating monetary policy to financial markets”, kwiecień 2007.

„Output growth differentials in the euro area: sources and implications”, kwiecień 2007.

„From government deficit to debt: bridging the gap”, kwiecień 2007.

„Measured inflation and inflation perceptions in the euro area”, maj 2007.

„Competition in and economic performance of the euro area services sector”, maj 2007.

„Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe”, maj 2007.

„Share buybacks in the euro area”, maj 2007.

„Interpreting monetary developments since mid-2004”, lipiec 2007.

„Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling”, lipiec 2007.

„Adjustment of global imbalances in a financially integrating world”, sierpień 2007.

„The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area”, sierpień 2007.

„Leveraged buyouts and financial stability”, sierpień 2007.

„Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants”, październik 2007.

„The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem”, październik 2007.

„Circulation and supply of euro banknotes and preparations for the second series of banknotes”, październik 2007.

„The stock market’s changing structure and its consolidation: implications for the efficiency of the financial system and monetary policy”, listopad 2007.

„The introduction of quarterly sectoral accounts statistics for the euro area”, listopad 2007.

„Productivity developments and monetary policy”, styczeń 2008.

- „Globalisation, trade and the euro area macroeconomy”, styczeń 2008.
- „The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves”, styczeń 2008.
- „The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, luty 2008.
- „Securitisation in the euro area”, luty 2008.
- „The new euro area yield curves”, luty 2008.

MAŁA KSIĄŻECZKA STATYSTYCZNA

Dostępna co miesiąc od sierpnia 2003 r.

PRAWNE DOKUMENTY ROBOCZE

- 4 „Privileges and immunities of the European Central Bank” G. Gruber i M. Benisch, czerwiec 2007.
- 5 „Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States” K. 47. Drēviņa, K. Laurinavičius i A. Tupits, czerwiec 2007.

DOKUMENTY OKOLICZNOŚCIOWE

- 55 „Globalisation and euro area trade: Interactions and challenges” U. Baumann i F. di Mauro, luty 2007.
- 56 „Assessing fiscal soundness: theory and practice” N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother i J.-P. Vidal, marzec 2007.
- 57 „Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe” S. Herrmann i E. K. Polgar, marzec 2007.
- 58 „Long-term growth prospects for the Russian economy” R. Beck, A. Kamps i E. Mileva, marzec 2007.
- 59 „The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years’ experience” C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler i T. Rautanen, kwiecień 2007.
- 60 „Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa” U. Böwer, A. Geis i A. Winkler, kwiecień 2007.
- 61 „Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach” O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyła, L. Rawdanowicz, R. Serafini i T. Zumer, kwiecień 2007.
- 62 „Inflation-linked bonds from a central bank perspective” J.A. Garcia i A. van Rixtel, czerwiec 2007.
- 63 „Corporate finance in the euro area – including background material” Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, czerwiec 2007.
- 64 „The use of portfolio credit risk models in central banks” Task Force of the Market Operations Committee of the ESCB, lipiec 2007.
- 65 „The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations” F. Coppens, F. González i G. Winkler, lipiec 2007.
- 66 „Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature” N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert i G. Vitale, lipiec 2007.
- 67 „Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers” J.-M. Israël i C. Sánchez Muñoz, lipiec 2007.
- 68 „The securities custody industry” D. Chan, F. Fontan, S. Rosati i D. Russo, sierpień 2007.
- 69 „Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for

- monetary policy” M. Sturm i F. Gurtner, sierpień 2007.
- 70 „The search for Columbus’ egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF” M. Skala, C. Thimann i R. Wölfinger, sierpień 2007.
- 71 „The economic impact of the Single Euro Payments Area” H. Schmiedel, sierpień 2007.
- 72 „The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe” P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou i M. Lo Duca, wrzesień 2007.
- 73 „Reserve accumulation: objective or by-product?” J.O. de Beaufort Wijnholds i L. Søndergaard, wrzesień 2007.
- 74 „Analysis of revisions to general economic statistics” H.C. Dieden i A. Kanutin, październik 2007.
- 75 „The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area” wydany przez P. Moutot we współpracy z D. Gerdesmeier, A. Lojschová i J. von Landesberger, październik 2007.
- 76 „Prudential and oversight requirements for securities settlement” D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou i S. Rosati, listopad 2007.
- 77 „Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing” E. Mileva i N. Siegfried, listopad 2007.
- 78 „A framework for assessing global imbalances” T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora i R. Straub, styczeń 2008.
- 79 „The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues” P. Moutot, A. Jung i F. P. Mongelli, styczeń 2008.
- 80 „China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?” M. Bussière i A. Mehl, styczeń 2008.

RESEARCH BULLETIN

„Research Bulletin”, nr 6, czerwiec 2007.

DOKUMENTY ROBOCZE

- 836 „Reporting biases and survey results: evidence from European professional forecasters” J.A. García i A. Manzanares, grudzień 2007.
- 837 „Monetary policy and core inflation” M. Lenza, grudzień 2007.
- 838 „Securitisation and the bank lending channel” Y. Altunbas, L. Gambacorta i D. Marqués, grudzień 2007.
- 839 „Are there oil currencies? The real exchange rate of oil exporting countries” M.M. Habib i M. Manolova Kalamova, grudzień 2007.
- 840 „Downward wage rigidity for different workers and firms: an evaluation for Belgium using the IWFP procedure” P. Du Caju, C. Fuss i L. Wintr, grudzień 2007.
- 841 „Should we take inside money seriously?” L. Stracca, grudzień 2007.
- 842 „Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies” G. Ferrucci i C. Miralles, grudzień 2007.
- 843 „Fiscal forecasting: lessons from the literature and challenges” T. Leal, J.J. Pérez, M. Tujula i J.-P. Vidal, grudzień 2007.
- 844 „Business cycle synchronisation and insurance mechanisms in the EU” A. Afonso i D. Furceri, grudzień 2007.
- 845 „Run-prone banking and asset markets” M. Hoerova, grudzień 2007.
- 846 „Information combination and forecast (st)ability: evidence from vintages of time-series data” C. Altavilla i M. Ciccarelli, grudzień 2007.

- 847 „Deeper, wider and more competitive? Monetary integration, eastern enlargement and competitiveness in the European Union” G. Ottaviano, D. Taglioni i F. di Mauro, grudzień 2007.
- 848 „Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU” A. Afonso J. González Alegre, styczeń 2008.
- 849 „Government size, composition, volatility and economic growth” A. Afonso i D. Furceri, styczeń 2008.
- 850 “Statistical tests and estimators of the rank of a matrix and their applications in econometric modelling” G. Camba-Méndez i G. Kapetanios, styczeń 2008.
- 851 „Investigating inflation persistence across monetary regimes” L. Benati, styczeń 2008.
- 852 „Determinants of economic growth: will data tell?” A. Ciccone i M. Jarocinski, styczeń 2008.
- 853 “The cyclical behaviour of equilibrium unemployment and vacancies revisited” M. Hagedorn i I. Manovskii, styczeń 2008.
- 854 „How do firms adjust their wage bill in Belgium? A decomposition along the intensive and extensive margins” C. Fuss, styczeń 2008.
- 855 „Assessing the factors behind oil price changes” S. Déés, A. Gasteuil, R.K. Kaufmann i M. Mann, styczeń 2008.
- 856 „Markups in the euro area and the United States over the period 1981-2004: a comparison of 50 sectors” R. Christopoulou i P. Vermeulen, styczeń 2008.
- 857 „Housing and equity wealth effects of Italian households” C. Grant i T. Peltonen, styczeń 2008.
- 858 „International transmission and monetary policy cooperation” G. Coenen, G. Lombardo, F. Smets i R. Straub, styczeń 2008.
- 859 „Assessing the compensation for volatility risk implicit in interest rate derivatives” F. Fornari, styczeń 2008.
- 860 „Oil shocks and endogenous markups: results from an estimated euro area DSGE model” M. Sánchez, styczeń 2008.
- 861 „Income distribution determinants and public spending efficiency” A. Afonso, L. Schuknecht i V. Tanzi, styczeń 2008.
- 862 „Stock market volatility and learning” K. Adam, A. Marcet i J. P. Nicolini, luty 2008.
- 863 „Population ageing and public pension reforms in a small open economy” C. Nickel, P. Rother i A. Theophilopoulou, luty 2008.
- 864 „Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects” A. Afonso i M. St. Aubyn, luty 2008.
- 865 „Explaining the Great Moderation: it is not the shocks” D. Giannone, M. Lenza i L. Reichlin, luty 2008.
- 866 „VAR analysis and the Great Moderation” L. Benati i P. Surico, luty 2008.
- 867 „Do monetary indicators lead euro area inflation?” B. Hofmann, luty 2008.
- 868 „Purdah: on the rationale for central bank silence around policy meetings” M. Ehrmann i M. Fratzscher, luty 2008.
- 869 „The reserve fulfilment path of euro area commercial banks: empirical testing using panel data” N. Cassola, luty 2008.
- 870 „Risk management in action: robust monetary policy rules under structured uncertainty” P. Levine, P. McAdam, J. Pearlman i R. Pierse, luty 2008.
- 871 „The impact of capital flows on domestic investment in transition economies” E. Mileva, luty 2008.
- 872 „Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis” H. Buddelmeyer, G. Mourre i M. Ward, luty 2008.

- 873 „The Feldstein-Horioka fact” D. Giannone and M. Lenza, luty 2008.
- 874 “How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model?” L. Coroneo, K. Nyholm i R. Vidova-Koleva, luty 2008.
- 875 „Global macro-financial shocks and expected default frequencies in the euro area” O. Castrén, S. Déés i F. Zaher, luty 2008.
- 876 „Are sectoral stock prices useful for predicting euro area GDP?” M. Andersson i A. D’Agostino, luty 2008.

INNE PUBLIKACJE

- „Government finance statistics guide”, styczeń 2007.
- „Letter from the ECB President to Ms Perwenche 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 Perwenche Berès Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament”, luty 2007.
- „Monetary financial institutions and markets statistics sector manual”, marzec 2007.
- „Financial integration in Europe”, marzec 2007.
- „TARGET2-Securities - The blueprint”, marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
- „TARGET2-Securities - Technical feasibility”, marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
- „TARGET2-Securities - Operational feasibility”, marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
- „TARGET2-Securities - Legal feasibility”, marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
- „TARGET2-Securities - Economic feasibility”, marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System”, kwiecień 2007.
- „How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins”, kwiecień 2007.
- „Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU”, kwiecień 2007.
- „TARGET Annual Report 2006”, maj 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
- „European Union balance of payments: international investment position statistical methods”, maj 2007.
- „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables”, maj 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
- „The euro bonds and derivatives markets”, czerwiec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Review of the international role of the euro”, czerwiec 2007.
- „Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications”, czerwiec 2007.
- „Financial Stability Review”, czerwiec 2007.
- „Monetary policy: a journey from theory to practice”, czerwiec 2007.
- „The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions”, czerwiec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).

„Fifth SEPA progress report”, lipiec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„Potential impact of Solvency II on financial stability”, lipiec 2007.
„The role of central counterparties – issues related to central counterparty clearing”, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, lipiec 2007.
„European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions”, lipiec 2007.
„Payment and securities settlement systems in the European Union” (Blue Book), Vol. 1: Euro area countries, vol. 2: Non-euro area countries, sierpień 2007.
„EU banking structures”, październik 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„TARGET2-Securities progress report”, październik 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„Fifth progress report on TARGET2”, załącznik 1 “Information guide for TARGET2 users” (wersja 1.0), załącznik 2 “User information guide to TARGET2 pricing” i załącznik 3 „TARGET2 compensation scheme, claim form”, październik 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„EU banking sector stability, listopad 2007 (tylko w wersji elektronicznej)
„Euro money market survey”, listopad 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution”, listopad 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties”, grudzień 2007.
„Financial Stability Review”, grudzień 2007.
„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, styczeń 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
„Oversight framework for card payment schemes – standards”, styczeń 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
„The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006”, luty 2008.

BROSZURY INFORMACYJNE

„A single currency: an integrated market infrastructure”, wrzesień 2007.

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 włącznie).

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 ekonomiczna 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 pozostałych gospodarek 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 regularnej analizy czynników kreacji **M3**.

Centralny depozyt papierów wartościowych (ang. *central securities depository - CSD*) – podmiot a) umożliwiający przetwarzanie i rozliczanie transakcji obrotu tymi papierami w formie zapisu księgowego oraz b) odgrywający aktywną rolę w zapewnianiu integralności emisji papierów wartościowych. Papiery wartościowe mogą być przechowywane w postaci materialnej (lecz nieruchomości) lub niematerialnej (wyłącznie jako zapis elektroniczny).

Centralny partner rozliczeniowy – podmiot, który pośredniczy między **kontrahentami** w transakcjach przeprowadzanych na jednym lub wielu rynkach finansowych, 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.

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.

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.

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-22 (obejmującej 12 państw członkowskich UE spoza strefy euro i 10 głównych partnerów handlowych spoza UE) oraz EER-42 (obejmującej EER-22 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. Realne kursy efektywne to nominalne kursy efektywne pomniejszone o 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. ERM II jest wielostronnym porozumieniem

przewidującym stałe, lecz z możliwością dostosowania, kursy centralne oraz standardowe pasmo wahań wynoszące $\pm 15\%$. Decyzje dotyczące kursów centralnych oraz ewentualnie zawężenia pasma wahań podejmowane są za wspólnym porozumieniem zainteresowanych państw członkowskich UE, krajów należących do strefy euro, **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)** oraz pozostałych państw członkowskich UE uczestniczących w mechanizmie. Wszyscy uczestnicy ERM II (także EBC) mają prawo do wszczęcia poufnej procedury w celu zmiany danego kursu centralnego (korekta).

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) – stanowi centralną część **Eurosystemu** i **Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC)**. W świetle Traktatu (art. 107 ust. 2) ma osobowość prawną. Gwarantuje, że zadania powierzone Eurosystemowi i ESBC będą realizowane zarówno w ramach jego działalności, jak i przez 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** 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 wprowadziły 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 1995 – 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 jednolitego 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 wprowadziły euro.

Inny pośrednik finansowy (IPF) – korporacja lub quasi-korporacja inna niż firma ubezpieczeniowa czy fundusz emerytalny, która zajmuje się przede wszystkim pośrednictwem finansowym drogą przyjmowania zobowiązań w formach innych niż waluta, depozyty i/lub bliskie substytuty depozytów od podmiotów instytucjonalnych innych niż MIF. IPF obejmuje w szczególności korporacje zaangażowane głównie w finansowanie długoterminowe, takie 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, regionalnego, instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych. Wyłączone są też jednostki stanowiące własność publiczną, które prowadzą działalność komercyjną, np. przedsiębiorstwa państwowe.

Instytucje rządowe szczebla centralnego – instytucje rządowe zdefiniowane w **Europejskim Systemie Rachunków 1995** z wyłączeniem instytucji regionalnych i samorządowych (zob. też **instytucje rządowe i samorządowe**).

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 i **dłużne papiery wartościowe** (obligacje i bony 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 zawierająca transakcję z bankiem centralnym).

Koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw (realny) – koszt ponoszony przez przedsiębiorstwa przy pozyskiwaniu nowych funduszy zewnętrznych. W przypadku przedsiębiorstwa 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 (korygowany o skutki wyceny), pomniejszona o oczekiwania inflacyjne.

Kraje kandydujące – kraje, w przypadku których UE przyjęła wniosek o członkostwo w UE. 3 października 2005 r. rozpoczęto negocjacje akcesyjne z Chorwacją i Turcją, natomiast nie rozpoczęły się jeszcze negocjacje z byłą Jugosłowiańską Republiką Macedonii.

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 i pożyczki MIF udzielone rezydentom strefy euro – kredyty i pożyczki udzielone przez instytucje sektora **MIF** rezydentom **strefy euro** spoza sektora MIF (w tym także **instytucjom rządowym i samorządowym** oraz sektorowi prywatnemu) oraz wyemitowane 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.

Luka finansowa przedsiębiorstw – lukę finansową można definiować jako różnicę pomiędzy oszczędnościami przedsiębiorstw (uzyskanymi z zysków zatrzymanych oraz z odpisów amortyzacyjnych) a inwestycjami niefinansowymi przedsiębiorstw. Lukę finansową można także zdefiniować w oparciu o rachunek finansowy jako różnicę pomiędzy nabyciem netto aktywów finansowych przez przedsiębiorstwa a zaciągniętymi przez nie zobowiązaniami netto. Z powodu różnic w statystykach źródłowych pomiędzy tymi wartościami występują rozbieżności statystyczne.

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 **Eurosystem**, **instytucje kredytowe** będące rezydentami (zgodnie z definicją zawartą w prawie wspólnotowym) 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 z wyżej wymienionych grup obejmuje przede wszystkim fundusze **rynku pieniężnego**.

Nadwyżka operacyjna brutto – nadwyżka (lub deficyt) wartości produkcji po odjęciu kosztów spożycia pośredniego, wynagrodzenia pracowników oraz podatków pomniejszych 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 kalendarz 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 (zwaną 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 **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

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, które stawia państwom członkowskim UE wymóg 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 wchodziły 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 dochodów netto do funduszy akcjonariuszy). Z makroekonomicznego punktu widzenia jako wskaźnik rentowności często stosowana jest obliczana na podstawie rachunków narodowych **nadwyżka operacyjna brutto**, np. 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 płatności. Ryzyko płynności nie oznacza niewypłacalności kontrahenta lub instytucji, gdyż mogą oni uregulować należność w nieokreślonym terminie późniejszym.

Ryzyko rozrachunku – ryzyko, że rozliczenie w systemie transferu nie będzie przebiegało zgodnie z oczekiwaniami, na ogół w wyniku niewykonania przez stronę jednego lub większej liczby zobowiązań dotyczących rozliczenia. Ryzyko to obejmuje w szczególności ryzyko operacyjne, **kredytowe** i **ryzyko płynności**.

Ryzyko rynkowe – ryzyko, że wartość pozycji bilansowych i pozabilansowych spadnie w wyniku wahań cen rynkowych.

Ryzyko systemowe – ryzyko, że niezdolność jednego uczestnika do uregulowania zobowiązań w systemie spowoduje, że inni uczestnicy nie będą mogli uregulować w terminie swoich zobowiązań. Istnieje możliwość wystąpienia tzw. efektu przeniesienia (ang. *spillover effect*) w postaci znacznych problemów kredytowych lub związanych z płynnością, co może zagrozić stabilności systemu finansowego. Taka sytuacja może być spowodowana przez problemy operacyjne bądź finansowe.

Saldo pierwotne – kredyty i pożyczki netto zaciągnięte lub udzielone przez instytucje rządowe i samorządowe z wyłączeniem płatności z tytułu odsetek od skonsolidowanych zobowiązań tego sektora.

Stabilność cen – głównym celem **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 inwestycje.

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 MFI – stopy procentowe stosowane przez **instytucje kredytowe** oraz inne **MIF** będące rezydentami **strefy euro**, z wyłączeniem banków centralnych i funduszy **ryнку pieniężnego**, w odniesieniu do denominowanych w euro depozytów i kredytów przyjmowanych od/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** wprowadziły euro jako wspólną walutę i prowadzą wspólną politykę pieniężną pod kontrolą Rady Prezesów **Europejskiego Banku Centralnego**. Strefa euro obejmuje obecnie Belgię, Niemcy, Irlandię, Grecję, Hiszpanię, Francję, Włochy, Cypr, Luksemburg, Malte, Holandię, Austrię, Portugalię, Słowenię i Finlandię.

Swap walutowy – jednoczesne transakcje (natychmiastowa i terminowa) wymiany waluty.

System banków centralnych korespondentów (Correspondent central banking model – CCBM) – mechanizm **Eurosystemu**, którego celem jest umożliwienie **kontrahentom** transgranicznego wykorzystania aktywów kwalifikowanych. W ramach CCBM krajowe banki centralne pełnią wobec siebie funkcję powierniczą. Każdy krajowy bank centralny prowadzi rachunek papierów wartościowych dla każdego z pozostałych krajowych banków centralnych (oraz dla **Europejskiego Banku Centralnego**).

System rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (ang. real-time gross settlement – RTGS) – system rozrachunku, w którym przetwarzanie i rozrachunek zleceń są dokonywane pojedynczo (po poleceniu 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 utrzymywanie i transfer papierów wartościowych. Obejmuje wszelkie uzgodnienia instytucjonalne i techniczne wymagane w celu rozliczania i rozrachunku transakcji dotyczących papierów wartościowych oraz świadczenia usług powierniczych dotyczących papierów wartościowych

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 krajowych systemów RTGS, mechanizmu płatności EBC (EPM) oraz mechanizmu wzajemnych połączeń.

TARGET2 – nowa wersja systemu **TARGET**, w której obecna zdecentralizowana struktura techniczna zostaje zastąpiona jednolitą wspólną platformą oferującą skoordynowane 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 dokonuje się sprzedaży, a następnie odkupu papierów wartościowych w określonym terminie i po określonej cenie; zwana również umową repo.

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, 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 lub 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 1830-2912



9 771830 291005