



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

2005

RAPORT ROCZNY

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

RAPORT ROCZNY
2005

BCE ECB EZB EKT EKP





EUROPEJSKI BANK CENTRALNY



W 2006 roku
wszystkie
publikacje EBC
będą przedstawiały
motyw z banknotu
5€.

**RAPORT ROCZNY
2005**

© Europejski Bank Centralny 2006

Adres

Kaiserstrasse 29
60066 Frankfurt am Main,
Niemcy

Adres do korespondencji

Postfach 16 03 19
60311 Frankfurt am Main,
Niemcy

Telefon

+49 69 1344 0

Serwis internetowy

<http://www.ecb.int>

Faks

+49 69 1344 6000

Teleks

411 144 ecb d

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

Zdjęcia:

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

Dane zawarte w niniejszym Raporcie obejmują okres do 25 lutego 2006 r.

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

SPIS TREŚCI

PRZEDMOWA	11	4 STATYSTYKA	115
		4.1 Zmiany w statystyce w strefie euro	115
		4.2 Nowe lub rozszerzone statystyki	116
		4.3 Statystyka służąca ocenie konwergencji	117
ROZDZIAŁ 1 SYTUACJA GOSPODARCZA I POLITYKA PIENIĘŻNA		5 BADANIA EKONOMICZNE	118
I DECYZJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ	20	5.1 Program badań	118
2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA	24	5.2 Sieci badawcze	120
2.1 Globalne środowisko makroekonomiczne	24	6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA	122
2.2 Sytuacja monetarna i finansowa	27	6.1 Przestrzeganie zakazu finansowania i uprzywilejowanego dostępu	122
2.3 Zmiany cen	54	6.2 Funkcje doradcze	122
2.4 Produkcja, popyt i sytuacja na rynku pracy	59	6.3 Administrowanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek przez Wspólnotę Europejską	124
2.5 Sytuacja fiskalna	68		
2.6 Kursy walutowe i bilans płatniczy	74		
3 SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA W PAŃSTWACH CZŁONKOWSKICH UE SPOZA STREFY EURO	83	ROZDZIAŁ 3 STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA	
		I STABILNOŚĆ FINANSOWA	128
ROZDZIAŁ 2 OPERACJE I DZIAŁALNOŚĆ BANKU CENTRALNEGO		1.1 Monitorowanie stabilności finansowej	128
I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA	96	1.2 Współpraca w sytuacjach kryzysu finansowego	131
1.1 Polityka pieniężna	96	2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR	132
1.2 Działalność dewizowa	102	2.1 Zagadnienia ogólne	132
1.3 Działalność inwestycyjna	102	2.2 Bankowość	132
2 SYSTEMY PŁATNICZE I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	104	2.3 Papiery wartościowe	133
2.1 System TARGET	104	2.4 Rachunkowość	133
2.2 System TARGET2	106	3 INTEGRACJA FINANSOWA	135
2.3 Transgraniczne wykorzystanie zabezpieczeń	108	4 NADZÓR NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ	141
3 BANKNOTY I MONETY	110	4.1 Nadzór nad systemami i infrastrukturą wysokokwotowych płatności w euro	141
3.1 Banknoty i monety euro w obiegu oraz obrót gotówką	110	4.2 Detaliczne usługi płatnicze	143
3.2 Fałszerstwa i przeciwdziałanie fałszerstwom banknotów	111	4.3 Rozliczanie i rozrachunek papierów wartościowych	143
3.3 Emisja i produkcja banknotów	112		

ROZDZIAŁ 4			
STOSUNKI EUROPEJSKIE I MIĘDZYNARODOWE			
I	ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE	148	
1.1	Zagadnienia strategiczne	148	
1.2	Zagadnienia instytucjonalne	152	
1.3	Wydarzenia w państwach przystępujących i kandydujących do członkostwa w UE oraz kontakty z nimi	153	
2	ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE	155	
2.1	Najważniejsze kierunki rozwoju międzynarodowego systemu monetarnego i finansowego	155	
2.2	Współpraca z krajami spoza UE	158	
			1.5 Komitety Eurosystemu/ESBC, Komitet Budżetowy oraz Konferencja ds. Zasobów Ludzkich 183
			1.6 Ład korporacyjny 184
2	SYTUACJA ORGANIZACYJNA	186	
2.1	Zasoby ludzkie	186	
2.2	Ocena skuteczności i efektywności EBC	188	
2.3	Nowa siedziba EBC	188	
3	DIALOG SPOŁECZNY ESBC	191	
4	ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC	193	
	Sprawozdanie z działalności	194	
	Bilans na dzień 31 grudnia 2005 r.	196	
	Rachunek zysków i strat za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2005 r.	198	
	Przyjęte zasady rachunkowości	199	
	Informacja dodatkowa do bilansu	204	
	Informacja dodatkowa do rachunku zysków i strat	211	
	Informacja o podziale zysku	215	
	Raport biegłego rewidenta	217	
5	SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSYSTEMU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2005 R.	218	
ROZDZIAŁ 5			
ODPOWIEDZIALNOŚĆ			
I	ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC SPOŁECZEŃSTWA I PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO	164	
2	WYBRANE TEMATY PORUSZANE PODCZAS SPOTKAŃ Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM	165	
ROZDZIAŁ 6			
KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA			
I	POLITYKA KOMUNIKACJI	170	
2	DZIAŁALNOŚĆ KOMUNIKACYJNA	171	
ROZDZIAŁ 7			
RAMY INSTYTUCJONALNE, ORGANIZACJA I ROCZNE SPRAWOZDANIA FINANSOWE			
I	ORGANY DECYZYJNE I ŁAD KORPORACYJNY W EUROPEJSKIM BANKU CENTRALNYM	177	
1.1	Eurosystem i Europejski System Banków Centralnych	177	
1.2	Rada Prezesów	178	
1.3	Zarząd	180	
1.4	Rada Ogólna	182	
			ZAŁĄCZNIKI
			INSTRUMENTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC 222
			OPINIE WYDANE PRZEZ EBC 225
			DZIAŁANIA EUROSYSTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM 231
			DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EBC 233
			GLOSARIUSZ 239

RAMKI

1	Zmienny charakter szybkiego wzrostu podaży pieniądza w ostatnich latach	31	4	Sieć badawcza ds. uporczywości inflacji i kształtowania się cen w strefie euro	56
	Wykres A: Składniki M3	32	5	Struktura sektorowa wzrostu gospodarczego w strefie euro	62
	Wykres B: Zmiany M3 i czynników jego kreacji	32		Wykres A: Struktura realnej wartości dodanej brutto ogółem	62
	Wykres C: Struktura sektorowa depozytów sektora prywatnego	33		Wykres B: Struktura realnej wartości dodanej brutto w usługach	62
2	Wpływ rosnących cen ropy naftowej na rentowność obligacji i ceny akcji: porównanie między strefą euro a Stanami Zjednoczonymi w perspektywie historycznej	40		Tabela: Tendencje sektorowe w zakresie realnej wartości dodanej brutto w strefie euro	63
	Tabela A: Zmiany rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wzrost cen ropy naftowej	41		Wykres C: Wartość dodana w sektorze usługowym strefy euro	64
	Tabela B: Zmiany cen akcji w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wzrost cen ropy naftowej	42		Wykres D: Wartość dodana w sektorze przemysłowym strefy euro	64
3	Różnice w zakresie wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych pomiędzy krajami strefy euro	46	6	Postępy we wdrażaniu reform strukturalnych na rynkach pracy i produktów w Unii Europejskiej	67
	Wykres A: Przedział wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych w krajach strefy euro	47	7	Zmiany w zakresie emisji dłużnych papierów wartościowych przez instytucje rządowe i samorządowe w strefie euro	70
	Wykres B: Ważony współczynnik zmienności rocznego wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych	47		Tabela A: Roczne stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro	71
	Wykres C: Wzrost kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych a zadłużenie gospodarstw domowych w strefie euro	48		Tabela B: Struktura dłużnych papierów wartościowych w obiegu wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro	71
	Wykres D: Dynamika rynku nieruchomości mieszkaniowych a kredyty w strefie euro w latach 1999-2004	49		Wykres A: Dłużne skarbowe papiery wartościowe krajów strefy euro w obiegu, według krajów emitujących we wrześniu 2005 r.	72
				Wykres B: Emisje netto dłużnych skarbowych papierów wartościowych krajów strefy euro, według krajów emitujących we wrześniu 2005 r.	72
			8	Ponowne inwestycje przychodów ze sprzedaży ropy i ich wpływ	77

Wykres A: Przychody z eksportu ropy naftowej	77	6	Wzrost realnego PKB w państwach członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	83
Wykres B: Aktywa netto i struktura walutowa depozytów OPEC	78	7	Inflacja HICP w państwach członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	84
Wykres C: Aktywa netto i struktura walutowa depozytów Rosji	79	8	Pozycja fiskalna państw członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	86
Tabela A: Udziały wybranych gospodarek w imporcie krajów OPEC i WNP	79	9	Bilans płatniczy państw członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	87
9 Usługi zarządzania rezerwami w Eurosystemie	124	10	Zmiany w systemie ERM II	88
10 Sieć badawcza ds. rynków kapitałowych oraz integracji finansowej w Europie	135	11	Oficjalne strategie polityki pieniężnej państw członkowskich UE spoza strefy euro	91
11 Porównanie oprocentowania kredytów hipotecznych w poszczególnych regionach strefy euro i Stanów Zjednoczonych	137	12	Przepływ płatności w ramach systemu TARGET	105
Wykres A: Zróżnicowanie zmiennego i krótkoterminowego oprocentowania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych oraz odpowiedniego oprocentowania rynkowego w regionach Stanów Zjednoczonych i krajach strefy euro	137	13	Całkowita dostępność systemu TARGET	105
Wykres B: Zróżnicowanie oprocentowania długoterminowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych oraz odpowiedniego oprocentowania rynkowego w regionach Stanów Zjednoczonych i krajach strefy euro	137	14	Fałszywe banknoty według nominałów	111
12 Publiczne oświadczenia EBC dotyczące nowelizacji Paktu Stabilności i Wzrostu	149	15	Przydziały produkcji banknotów euro w 2005 r.	114
TABELE		WYKRESY		
1	Zmiany cen	1	Stopy procentowe EBC i stopy rynku pieniężnego	21
2	Wskaźniki kosztów pracy	2	Główne zmiany wskaźników w najważniejszych gospodarkach uprzemysłowionych	24
3	Składniki wzrostu realnego PKB	3	Główne zmiany wskaźników na rynkach surowców	27
4	Sytuacja na rynku pracy	4	M3 i kredyty dla sektora prywatnego	28
5	Pozycja fiskalna krajów strefy euro	5	Udział poszczególnych czynników w rocznym wzroście M3	29
		6	Krótkoterminowe stopy procentowe dla depozytów	29
		7	Udział poszczególnych czynników w rocznym przyroście depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu	30
		8	Czynniki kreacji M3	34
		9	Dane szacunkowe dotyczące luki pieniężnej	35
		10	Krótkoterminowe stopy procentowe w strefie euro i nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego	37
		11	Kontrakty terminowe na 3-miesięczny EURIBOR i zmienność implikowana wynikająca z opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczny EURIBOR	38

12	Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych	38	39	Zbywalne aktywa kwalifikowane w strefie euro w 2005 r.	96
13	Realna rentowność obligacji i progowa stopa inflacji w strefie euro	39	40	Zbywalne aktywa kwalifikowane wykorzystane jako zabezpieczenie	99
14	Indeksy cen akcji	44	41	Różnica między udziałem zbywalnych aktywów kwalifikowanych a udziałem aktywów wykorzystanych jako zabezpieczenie w 2005 r.	100
15	Wzrost rzeczywistych i oczekiwanych zysków przedsiębiorstw	44	42	Łączna wartość banknotów w obiegu w latach 2000–2005	110
16	Kredyty i pożyczki MIF dla gospodarstw domowych	45	43	Łączna liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2005	110
17	Stopy procentowe kredytów udzielonych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom	45	44	Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2005	111
18	Zadłużenie gospodarstw domowych i ciężar obsługi długu	50	45	Liczba fałszywych banknotów euro wycofanych z obiegu w latach 2002–2005	112
19	Realny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w strefie euro	50	46	Seria dokumentów roboczych EBC: system klasyfikacji literatury ekonomicznej	119
20	Wskaźniki zysku notowanych na giełdzie przedsiębiorstw strefy euro	52			
21	Struktura realnej rocznej stopy wzrostu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw	52			
22	Wskaźniki zadłużenia sektora przedsiębiorstw	53			
23	Struktura inflacji HICP – główne składniki cząstkowe	55			
24	Udział najważniejszych składników inflacji HICP	55			
25	Ceny nieruchomości mieszkaniowych	58			
26	Struktura cen producentów	58			
27	Wynagrodzenie na pracownika w poszczególnych sektorach	59			
28	Udział we wzroście kwartalnego realnego PKB	60			
29	Wskaźniki zaufania	60			
30	Bezrobocie	65			
31	Wydajność pracy	66			
32	Nominalne i realne efektywne kursy wymiany euro	75			
33	Saldo rachunku obrotów bieżących i jego komponenty	76			
34	Rachunek finansowy strefy euro	81			
35	Przepływy finansowe ze strefy euro do nowych państw członkowskich UE	81			
36	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	82			
37	Zmiany kursu euro wobec walut UE spoza systemu ERM II	89			
38	Czynniki wpływające na płynność				

SKRÓTY

PAŃSTWA

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

INNE

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

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

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

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

Autor: Peter Sauerer

Tytuł: Grossmarkthalle, 2004

Materiał: Drewno i sznurek, Format: 90 x 20 x 15 cm 18

Autor: Ilse Haider

Tytuł: Kopf eines Athleten, 1994

Materiał: Pręty wierzbowe, emulsja światłoczuła, Format: 180 x 120 x 40 cm 94

Autor: Pep Agut

Tytuł: Read your voice, 2000

Materiał: Techniki mieszane, Format: 190 x 195 cm 126

Autor: Maria Hedlund

Tytuł: Loosing Ground, 2003

Materiał: 4 wydruki komputerowe na aluminium, Format: każdy 85 x 76 cm 146

Autor: David Farrell

Tytuł: Ballynultagh, 2000 (z cyklu „Innocent Landscapes”)

Materiał: Fotografia, Format: 100 x 100 cm 162

Autor: Natividad Bermejo

Tytuł: Duérmete niño, 2000

Materiał: Grafika na papierze, Format: 145 x 212 cm 168

Autor: Pedro Proença

Tytuł: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Materiał: Akryl na płótnie, Format: 200 x 150 cm 174

PRZEDMOWA



Na wstępie pragnę oddać hołd zmarłemu w zeszłym roku mojemu poprzednikowi i naszemu pierwszemu Prezesowi Wimowi Duisenbergowi. Jak wielokrotnie podkreślałem, przemawiając w Amsterdamie, Frankfurtie i wielu innych miastach Europy, instytucja ta, Europejski Bank Centralny, jej personel, moi koledzy z Zarządu, Rady Prezesów i Rady Ogólnej oraz ja – wszyscy mamy wobec Wima wielki dług wdzięczności. Pamięć o nim na zawsze pozostanie z nami, a jak powiedziała Chateaubriand, „śmierć go nie pokonała, jedynie uczyniła niewidzialnym”.

W 2005 r. realny wzrost PKB w strefie euro wyniósł 1,4%, w porównaniu z 1,8% w 2004 r. oraz 0,7% w 2003 r. W pierwszej połowie roku tempo rozwoju gospodarczego było umiarkowane, lecz w drugiej zaczęło przyspieszać, na co korzystny wpływ miały utrzymujący się silny wzrost popytu globalnego, znaczna poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw oraz bardzo korzystne warunki finansowania. Gospodarka okazała się zatem stosunkowo odporna na

wysoki i niestabilny poziom cen ropy naftowej. Duży wzrost cen surowców i nośników energii, oraz – w mniejszym stopniu – podwyżki cen kontrolowanych i podatków pośrednich spowodowały jednak, że w 2005 r. roczna inflacja mierzona zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych HICP wyniosła 2,2% – nieco powyżej stopy 2,1% odnotowanej w dwóch poprzednich latach. Wewnętrzna presja inflacyjna pozostawała jednak pod kontrolą, ponieważ utrzymujący się umiarkowany wzrost płac oraz korzystne tendencje w zakresie cen importowanych towarów przemysłowych kompensowały w pewnym stopniu wpływ wzrostu cen surowców i nośników energii.

W związku z ograniczoną wewnętrzną presją inflacyjną, przez większą część roku Rada Prezesów utrzymywała podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian, na historycznie niskim poziomie 2%, nadal uważnie monitorując długoterminowe oczekiwania inflacyjne. Z upływem roku wyniki analizy makroekonomicznej EBC zaczęły wskazywać na coraz silniejsze zwyżkowe zagrożenia dla stabilności cen w średnim okresie; ocenę tę potwierdziły wyniki analizy monetarnej, jako że zaznaczył się silny wzrost podaży pieniądza oraz wzrost kredytów w warunkach bardzo wysokiej płynności. Pod koniec 2005 r., regularnie przygotowywane zestawienia wyników analiz ekonomicznych i monetarnych wskazywały, że w celu zapobieżenia tym zagrożeniom uzasadniona jest korekta łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej EBC. W związku z tym 1 grudnia 2005 r. Rada Prezesów postanowiła, po dwuipółletnim okresie bez dokonywania zmian, podnieść podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych.

Badania ankietowe oraz wskaźniki finansowe pokazują, że oczekiwania inflacyjne w strefie euro są obecnie na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Przyczyniło się to do utrzymania niskiego poziomu premii za ryzyko

wyrażanego nominalnymi stopami procentowymi instrumentów o wszystkich terminach zapadalności, skutkując z kolei niższymi poziomami krótko- i długoterminowych stóp procentowych. Wysoki stopień wiarygodności EBC oraz ukierunkowana na zapewnienie stabilności polityka banku, przyczyniły się do utrzymania bardzo korzystnych warunków finansowania dla inwestorów, przez co wspierały wzrost gospodarczy oraz tworzenie nowych miejsc pracy. Wpłynęły również pozytywnie na zachowanie siły nabywczej konsumentów, co ma duże znaczenie dla wszystkich rezydentów strefy euro, zwłaszcza tych o niższych dochodach. Jest bardzo ważne, by chronić ten atut gospodarki strefy euro. W tym celu Rada Prezesów będzie nadal uważnie monitorować wszystkie istotne tendencje, aby zapewnić stabilizację średnio- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen.

Sukces UGW zależy również od stabilnej polityki fiskalnej oraz kompleksowych reform strukturalnych mających na celu zwiększenie potencjału wzrostu gospodarki. Połączenie tych dwóch rzeczy nie tylko sprzyja spójności i elastyczności gospodarki strefy euro, ale także wspomaga działania w ramach polityki pieniężnej ukierunkowanej na utrzymanie stabilności cen, zwiększając przez to jej skuteczność oraz przyczyniając się do trwałego wzrostu produkcji i liczby nowych miejsc pracy.

Dostosowanie się do uzgodnionych zasad polityki fiskalnej sprzyja stabilności finansów publicznych co ma istotne znaczenie zwłaszcza w związku ze spodziewanym wpływem starzenia się społeczeństw na sytuację budżetową. W tym kontekście Eurosystem zawsze zdecydowanie popierał Pakt Stabilności i Wzrostu. Rygorystyczne i konsekwentne wprowadzanie w życie znowelizowanych zasad sprzyja dyscyplinie fiskalnej i pomaga przywrócić wiarygodność obowiązującego systemu fiskalnego UE, jak również odbudować

zaufanie w możliwość prowadzenia ostrożnej polityki fiskalnej. Ważnym elementem europejskiego systemu fiskalnego i czynnikiem przyczyniającym się do skutecznego funkcjonowania procesów wzajemnego monitorowania jest również rzetelne opracowywanie oraz terminowe publikowanie statystyk finansów publicznych.

W ostatnich latach osiągnięto pewien postęp dotyczący reform strukturalnych, lecz dokonany w marcu 2005 r. średniookresowy przegląd strategii lizbońskiej wykazał, że potrzebne są o wiele bardziej intensywne działania celem zwiększenia europejskiego potencjału w zakresie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Bardziej elastyczne rynki pracy, produktów oraz rynki finansowe przyczyniają się do lepszej alokacji zasobów, a bardziej stymulujące otoczenie działalności gospodarczej sprzyja innowacjom, inwestycjom i tworzeniu nowych miejsc pracy. Stoi przed nami także zadanie ukończenia integracji rynku wewnętrznego, w tym rynku usług, co pozwoliłoby firmom korzystać z efektu skali oraz zwiększyłoby efektywność gospodarowania. Ogólnie, najlepszym sposobem na wykorzystanie możliwości wynikających z globalizacji i szybkiego postępu technicznego jest wprowadzenie i przyspieszenie zmian strukturalnych. Stwarza to najlepsze perspektywy dla zapewnienia w przyszłości dobrobytu obywatelom Europy.

Eurosystem uważnie monitoruje tendencje związane z integracją finansową w Europie. Integracja finansowa przyczynia się do sprawnego wprowadzania w życie wspólnej polityki pieniężnej w strefie euro, jak też wydajnej alokacji zasobów finansowych, a co za tym idzie, przyczynia się do wzrostu gospodarczego. Wpływa również na działania Eurosystemu w zakresie utrzymywania stabilności finansowej i jest istotna dla sprawnego działania systemów płatniczych i systemów rozrachunku. We wrześniu 2005 r. EBC opublikował pierwszy raport przedstawiający zestaw wskaźników

dotyczących integracji finansowej w strefie euro. Wskaźniki te sugerowały postęp w zakresie integracji finansowej, chociaż w różnym stopniu w poszczególnych segmentach rynku. Bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ESBC wspiera również ogólne cele Unii Europejskiej, w tym integrację finansową.

Integracja została już w pełni osiągnięta w obszarze systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym, czego przykładem jest funkcjonowanie systemu TARGET. Eurosystem intensywnie przygotowuje do wdrożenia systemu TARGET2, który umożliwi rozszerzenie zakresu usług oraz będzie się wiązał z nowym cennikiem na podstawowe usługi. Pierwsza grupa krajów przejdzie na system TARGET2 19 listopada 2007 r. Przewiduje się, że wszystkie banki centralne uczestniczące w systemie TARGET2 wraz z krajowymi sektorami bankowymi rozpoczną korzystanie z nowego systemu do maja 2008 r.

Głównym priorytetem w odniesieniu do systemów płatności detalicznych nadal pozostaje utworzenie Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (SEPA). W ramach SEPA klienci będą mogli dokonywać płatności w całej strefie euro za pomocą jednego rachunku bankowego i przy użyciu jednolitego zestawu instrumentów płatniczych; równie sprawnie i bezpiecznie jak czynią to obecnie w skali krajowej. Przewiduje się, że opcja taka będzie dostępna dla obywateli do 2008 r. Eurosystem całkowicie popiera ten termin, którego dotrzymanie będzie jednak wymagać pełnego zaangażowania wszystkich zainteresowanych podmiotów.

Po podpisaniu w październiku 2004 r. Traktatu ustanawiającego Konstytucję dla Europy (Konstytucję Europejską) państwa członkowskie rozpoczęły niezbędne procedury ratyfikacyjne. Konstytucję dotychczas ratyfikowało lub jest bardzo blisko zakończenia tego procesu piętnaście państw członkowskich. We Francji i Holandii Konstytucja nie uzyskała poparcia większości obywateli. W opinii EBC

Konstytucja Europejska jasno precyzuje prawną i instytucjonalną strukturę UE i zwiększa zdolność Unii do działania na poziomie zarówno europejskim, jak i międzynarodowym, a równocześnie umacnia dotychczasowe ramy polityki pieniężnej. Należy podkreślić, że proces ratyfikacyjny nie ma wpływu na funkcjonowanie Unii Walutowej ani na stabilność euro. Niezależnie od tego, czy będzie działać na mocy obecnego Traktatu, czy też Konstytucji Europejskiej, EBC będzie nadal bronić wiarygodności euro i zapewniać stabilność cen, która jest koniecznym warunkiem występowania bezinflacyjnego, sprzyjającego wzrostowi gospodarczemu oraz zatrudnieniu środowiska makroekonomicznego.

W 2005 r. cztery państwa członkowskie UE przystąpiły do mechanizmu kursowego ERM II, z zamiarem wejścia do strefy euro po trwałym spełnieniu wszystkich kryteriów konwergencji. Jesienią 2006 r. EBC oraz Komisja Europejska opublikują raport o konwergencji, który ukazuje się regularnie co dwa lata. Warto podkreślić, że państwa członkowskie będą oceniane indywidualnie na podstawie osiągniętych wyników gospodarczych i efektów polityki pieniężnej, przy pełnym poszanowaniu zasady równego traktowania. W takich warunkach rozszerzenie strefy euro będzie korzystne zarówno dla obecnych krajów strefy, jak i dla państw przystępujących do strefy euro.

W 2005 r. EBC zanotował nadwyżkę w wysokości 992 mln euro. Taka sama kwota została skierowana na utworzenie rezerwy z tytułu ryzyka kursowego, stopy procentowej oraz cen złota, co w efekcie doprowadziło do wykazania dokładnie zerowego zysku netto w 2005 r. Rezerwa zostanie wykorzystana na pokrycie strat powstałych w wyniku ekspozycji na wspomniane rodzaje ryzyka, a zwłaszcza strat z tytułu wyceny nie pokrytych saldem rachunku różnic z aktualizacji wyceny. Nadwyżka w 2005 r. następuje po stracie netto w wysokości 1.636 mln euro w 2004 r., która w głównej mierze była wynikiem aprecjacji

euro w stosunku do dolara amerykańskiego. W 2005 r. euro uległo deprecjacji w stosunku do tej waluty.

Całkowita liczba stanowisk przewidziana w budżecie EBC na 2005 r. wynosiła 1.369,5 pełnych etatów, w porównaniu z 1.362,5 w 2004 r. Na koniec 2005 r. EBC zatrudniał na umowy o pracę na czas nieokreślony lub określony (na minimum 1 rok) 1.360 pracowników, co odpowiadało 1.351 pełnym etatom. Od 15 maja 2005 r. EBC przyjmuje podania o pracę od obywateli Bułgarii i Rumunii – dwóch przyszłych członków UE. W 2005 r. trwało wdrażanie zainicjowanej w 2004 r. nowej strategii w zakresie zasobów ludzkich. Oprócz promowania mobilności, strategia ta koncentruje się na rozwoju kadry kierowniczej EBC oraz nieustannym kształceniu i rozwijaniu umiejętności i kwalifikacji przez pracowników banku. Ponadto stopniowo wprowadzana była polityka w zakresie zasobów ludzkich pod kątem sześciu określonych w 2004 r. najważniejszych wartości EBC, którymi personel banku cały czas kieruje się w codziennej pracy.

Zagadnienia zarządzania zasobami ludzkimi są także omawiane na szczeblu Eurosystemu. W ramach działań na rzecz ściślejszej współpracy między bankami centralnymi Eurosystemu/ESBC w tym obszarze Rada Prezesów powołała w 2005 r. Konferencję ds. Zasobów Ludzkich. Bez uszczerbku dla wyłącznych kompetencji krajowych banków centralnych i EBC w zakresie zarządzania kadrami, w ramach Konferencji odbywać się będzie wymiana doświadczeń, wiedzy i informacji w zakresie polityki i praktyki zarządzania zasobami ludzkimi, przyczyniając się między innymi do identyfikowania możliwości organizowania wspólnych szkoleń oraz rozwijania działań na rzecz wymiany pracowników między instytucjami. Konferencja ds. Zasobów Ludzkich oraz Komitet ds. Komunikacji Eurosystemu/ESBC zostały także zobowiązane do wdrożenia konkretnych działań mających na celu promowanie treści zawartych w oświadczeniu o misji Eurosystemu

opublikowanym w styczniu 2005 r. Przekładanie tej misji na konkretne działania przejawiające się w codziennej pracy pracowników Eurosystemu będzie procesem ciągłym, który umocni etos pracy zespołowej w odniesieniu do współpracy EBC z krajowymi bankami centralnymi strefy euro.

EBC jako instytucja publiczna jest zobowiązana do świadczenia najwyższej jakości usług przy najniższych kosztach. Mając na względzie to trwałe zobowiązanie, Zarząd postanowił ocenić skuteczność i efektywność EBC przy zastosowaniu metody budżetowania zerowego (*zero-based budgeting*). W ocenie tej aktywny udział brali pracownicy oraz kierownictwo banku. Na podstawie wyników wspomnianej oceny, Zarząd zdecydował, że możliwe jest znaczne ograniczenie liczby etatów lub zmiana ich charakteru, jednak bez potrzeby redukcji personelu. Tymczasowo zawieszono rekrutację pracowników. W celu poprawy skuteczności i efektywności banku Zarząd wdrożył również inne działania obejmujące szerszy zakres zagadnień organizacyjnych dotyczących różnych obszarów działalności EBC, co pozwoli tej instytucji poprawić swoją skuteczność i wydajność działania.

Stopniowo wprowadzane są zmiany organizacyjne wynikające z powyższej oceny, takie jak restrukturyzacja niektórych obszarów biznesowych w celu lepszego wykorzystania efektu synergii, koncentracja wiedzy specjalistycznej i umiejętności, uproszczenie procesów biznesowych oraz zmiana polegająca na skoncentrowaniu się na średnioterminowym planowaniu strategicznym. Impuls do zmian, jaki zapewniła ocena, doprowadzi do wzmocnienia kultury zarządczej ukierunkowanej na jak najlepsze wykorzystanie istniejących zasobów.

Po wyborze na początku 2005 r. architekta, który przedstawi projekt przyszłej siedziby EBC, Rada Prezesów postanowiła dokonać przeglądu ogólnych wymagań i skali tego przedsięwzięcia. Wspomniany etap optymalizacji

zaowocował znaczną redukcją szacowanych kosztów budowy. W grudniu 2005 r. Rada Prezesów zaakceptowała poprawiony projekt i zainicjowała etap planowania. EBC zdecydowany jest prowadzić i monitorować projekt z najwyższą starannością w odniesieniu do całkowitego kosztu i terminowego zakończenia poszczególnych jego etapów.

Frankfurt nad Menem, marzec 2006 r.



Jean-Claude Trichet

Autor

Peter Sauerer

Tytuł

Grossmarkthalle, 2004

Materiał

Drewno i sznurek

Format

90 x 20 x 15 cm

© EBC i autor



ROZDZIAŁ I

**SYTUACJA
GOSPODARCZA
I POLITYKA
PIENIĘŻNA**

I DECYZJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Zmniejszenie tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro, które nastąpiło w drugiej połowie 2004 r. i pierwszej połowie 2005 r., wynikało częściowo z rosnących cen ropy naftowej, przejściowego spowolnienia w handlu światowym oraz opóźnionego wpływu wcześniejszej aprecjacji euro. Natomiast w drugiej połowie 2005 r. gospodarka strefy euro ponownie przyspieszyła dzięki utrzymującemu się silnemu wzrostowi popytu na świecie, znacznej poprawie wyników finansowych przedsiębiorstw oraz bardzo korzystnym warunkom finansowania. Ogólnie, realny PKB (uwzględniając częściową korektę pod względem liczby dni roboczych) wzrósł w 2005 r. o 1,4% w porównaniu z 1,8% w 2004 r. i 0,7% w 2003 r. W 2005 r. gospodarka okazała się więc stosunkowo odporna na wysokie i niestabilne ceny ropy naftowej.

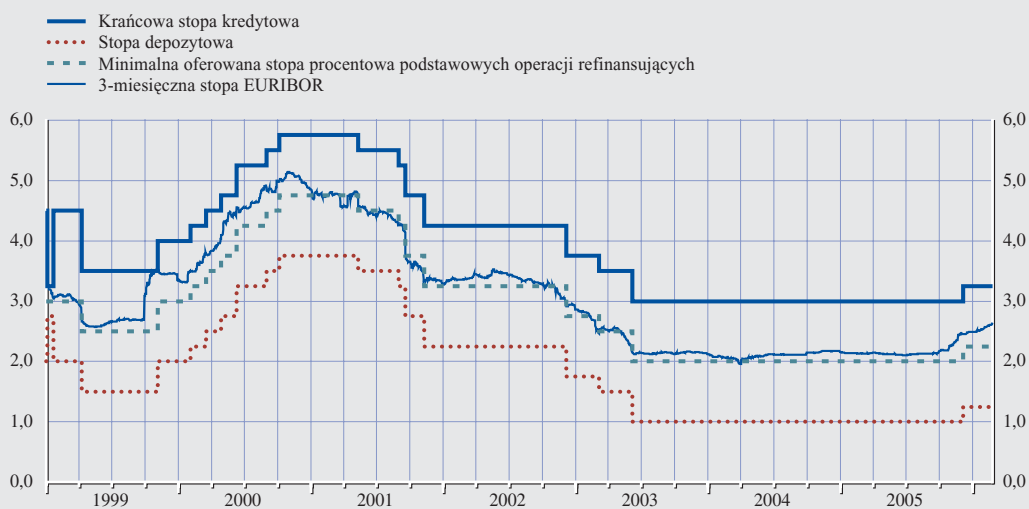
Pomimo znacznego wzrostu cen surowców i nośników energii, wewnętrzna presja inflacyjna była ograniczona w warunkach powracającego, lecz nadal stosunkowo umiarkowanego wzrostu gospodarczego. W szczególności wzrost płac był nadal umiarkowany. Presję inflacyjną ograniczały również korzystne tendencje w zakresie cen importowanych towarów przemysłowych. Długoterminowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro pozostały na stabilnym poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Pomimo tego inflacja zasadnicza utrzymywała się w 2005 r. na nieco podwyższonym poziomie, przede wszystkim w związku ze znacznym wzrostem cen nośników energii oraz – w mniejszym stopniu – wzrostem cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Ogólnie, roczna inflacja mierzona zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych (HICP) w 2005 r. wyniosła 2,2% – nieco więcej niż w dwóch poprzednich latach (2,1%). Nadal występowało zwykłe zagrożenie związane w szczególności z wystąpieniem potencjalnych efektów drugiej rundy wyższych cen ropy naftowej dotyczących wzrostu płac i cen.

Obserwowany od połowy 2004 r. wzrost podaży pieniądza był jeszcze silniejszy w 2005 r., słabnąc nieco dopiero w trzech ostatnich miesiącach roku. To przyspieszenie odzwierciedlało po części stymulujący wpływ utrzymujących się niskich stóp procentowych na popyt na pieniądz i kredyty. Silny wzrost podaży pieniądza przyczynił się do podwyższenia i tak już wysokiej płynności w strefie euro, co świadczy o występowaniu zwykłych zagrożeń dla stabilności cen w średnim i długim okresie.

W tych okolicznościach minimalna stopa oferowana podstawowych operacji refinansujących EBC pozostawała przez większą część roku niezmienną, na niskim z perspektywy historycznej poziomie 2%. Na początku roku analizy ekonomiczne wskazywały na niewielką wewnętrzną presję inflacyjną. Jednak wobec szybkiego wzrostu podaży pieniądza i wysokiej płynności, Rada Prezesów zwróciła uwagę na potrzebę zachowania stałej czujności w związku ze zwykłymi zagrożeniami dla stabilności cen. Ponadto projekcje dotyczące inflacji podlegały na przestrzeni roku sukcesywnej korekcie w górę – po części dlatego, że stawało się oczywiste, że znacznie wyższe ceny ropy naftowej utrzymają się dłużej, niż początkowo sądzono – co potwierdziło występowanie zwykłych zagrożeń dla stabilności cen. Do grudnia 2005 r. regularne analizy ekonomiczne i monetarne oraz ich zestawienia doprowadziły do powstania poglądu, że ze względu na wspomniane zagrożenia uzasadniona jest korekta bardzo łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej. W związku z tym 1 grudnia 2005 r. Rada Prezesów postanowiła podnieść podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych, po okresie dwóch i pół lat kiedy to nie dokonywano zmian. Minimalna oferowana stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu została podniesiona do 2,25%, a stopy depozytów i kredytów w banku centralnym na koniec dnia wzrosły odpowiednio do 1,25% i 3,25% (zob. wykres 1).

Wykres I Stopy procentowe EBC i stopy rynku pieniężnego

(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



Źródło: EBC.

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

Do celów bardziej wnikliwej analizy decyzji podjętych w 2005 r. w zakresie polityki pieniężnej dogodnie jest podzielić rok na dwie części. W przypadku pierwszego półrocza, dane dostępne w pierwszych miesiącach 2005 r. dawały powody do przypuszczeń, że zaobserwowane w drugiej połowie 2004 r. spowolnienie tempa wzrostu realnego PKB będzie krótkotrwałe. Jednak głównie w związku z utrzymującymi się na wysokim poziomie i niestabilnymi cenami ropy naftowej, ocena w drugim kwartale 2005 r. stała się bardziej pesymistyczna, ponieważ zwiększyła się niepewność co do krótkoterminowego kształtowania się popytu krajowego. W czerwcu 2005 r. projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dotyczące tempa wzrostu realnego PKB sukcesywnie obniżano w porównaniu do projekcji z grudnia 2004 r. Przewidywano, że roczne tempo wzrostu realnego PKB spadnie z 1,8% w 2004 r. do ok. 1,1%-1,7% w 2005 r., a w 2006 r. wzrośnie do 1,5%-2,5%. Prognozy międzynarodowych i prywatnych instytucji były podobne. Pomimo tego uważano, że mimo ryzyka spowolnienia wzrostu gospodarczego, związanego z niskim poziomem zaufania

konsumentów, wysokimi i niestabilnymi cenami ropy naftowej oraz stanami nierównowagi na świecie, nadal występują czynniki mogące wspomniany wzrost przyspieszyć. Po stronie czynników zewnętrznych utrzymujące się szybkie światowe tempo wzrostu gospodarczego sprzyjało rozwojowi eksportu ze strefy euro. Po stronie czynników wewnętrznych bardzo korzystne warunki finansowania, dobre wyniki finansowe oraz restrukturyzacja przedsiębiorstw tworzyły sprzyjające warunki dla inwestycji. Przewidywany wzrost realnych dochodów do dyspozycji związany z szybszym wzrostem zatrudnienia i niższą inflacją miał korzystnie wpłynąć na zwiększenie spożycia prywatnego. Skorygowane statystyki (opublikowane dopiero pod koniec roku) wskazują, że tempo wzrostu realnego PKB, choć pozostawało umiarkowane, w rzeczywistości stopniowo zwiększało się w pierwszej połowie 2005 r. (z 0,2% w ostatnim kwartale 2004 r. do 0,3 i 0,4% odpowiednio w pierwszym i drugim kwartale 2005 r.), co odzwierciedlało przede wszystkim większy udział eksportu netto.

Jeżeli chodzi o tendencje cenowe, roczna inflacja HICP spadła w pierwszej połowie 2005 r. do średniej wartości 2,0% w porównaniu z ok. 2,3% w drugiej połowie 2004 r. Wspomniany spadek wynikał głównie z efektu bazy. Silny wzrost cen ropy naftowej nadal wywierał znaczną presję na wzrost inflacji. Wzrost płac pozostawał jednak umiarkowany, brak więc było dowodów na narastanie wewnętrznej presji inflacyjnej w strefie euro. Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu opublikowane w czerwcu 2005 r. przewidywały więc, że średnia roczna inflacja HICP wyniesie w 2005 r. od 1,8% do 2,2%, a w 2006 r. – od 0,9% do 2,1%. Choć w podstawowym scenariuszu wewnętrzna presja inflacyjna pozostawała ograniczona, zwrócono uwagę na zwykłe zagrożenia dotyczące poziomu określonego w projekcjach, w szczególności związane z przyszłymi zmianami cen ropy naftowej oraz potencjalnym wzrostem podatków pośrednich i cen kontrolowanych. Ponadto Rada Prezesów położyła nacisk na potrzebę zachowania stałej czujności w odniesieniu do potencjalnych efektów drugiej rundy wyższych cen ropy naftowej dotyczących wzrostu płac i cen.

Silniejsze tempo wzrostu podaży pieniądza, które obserwowano od połowy 2004 r., utrzymało się w pierwszej połowie 2005 r. W przeciwieństwie do poprzedniego okresu przyspieszonego tempa wzrostu podaży pieniądza między 2001 r. a połową 2003 r., omawiane tempo wzrostu było stymulowane przez najbardziej płynne składniki M3 i wiązało się (po stronie czynników kreacji pieniądza) ze wzrostem wartości kredytów udzielanych sektorowi prywatnemu. Tendencja ta odzwierciedlała stymulujący wpływ bardzo niskich z perspektywy historycznej stóp procentowych w strefie euro. W wyniku silnego tempa wzrostu M3 w ostatnich latach płynność w strefie euro znacznie przewyższała poziom niezbędny do finansowania nieinflacyjnego wzrostu gospodarczego. Ponadto utrzymywał się silny popyt na kredyty na cele mieszkaniowe, przyczyniający się do szybkiego wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych

w niektórych regionach strefy euro, podczas gdy roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw zaczęło się ponownie zwiększać.

Ogólnie rzecz biorąc Rada Prezesów uznała, że chociaż w związku z ograniczoną wewnętrzną presją inflacyjną utrzymywanie stóp procentowych na niskim z perspektywy historycznej poziomie pozostaje właściwą strategią, zestawienie wyników analizy ekonomicznej z monetarną uzasadnia potrzebę zachowania stałej czujności, gdyż może dojść do zagrożenia dla stabilności cen w średnim i długim okresie. Dlatego też bardzo dokładnie monitorowano zmiany długoterminowych oczekiwań inflacyjnych.

W drugiej połowie 2005 r. analizy ekonomiczne zaczęły stopniowo potwierdzać zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego przewidywane w projekcjach ekspertów Eurosystemu z czerwca tego roku. Kwartalny wzrost realnego PKB w strefie euro w trzecim kwartale 2005 r. zwiększył się do 0,7%. Ponadto utrzymywały się określone w poprzednich projekcjach ekspertów Eurosystemu warunki sprzyjające trwałemu wzrostowi. Na tej podstawie opublikowane w grudniu 2005 r. projekcje ekspertów Eurosystemu prognozowały tempo wzrostu realnego PKB między 1,2% a 1,6% w 2005 r. oraz między 1,4% a 2,4% w latach 2006-2007, czyli pozostawały w tym zakresie zasadniczo zgodne z projekcjami z czerwca. Prognozy międzynarodowych i prywatnych instytucji były podobne. Na pogorszenie perspektyw dla aktywności gospodarczej mogą natomiast wpłynąć głównie wyższe niż oczekiwano ceny ropy naftowej, stany nierównowagi na świecie oraz nadal niski, choć rosnący, poziom zaufania konsumentów.

Jeżeli chodzi o zmiany cen, w drugiej połowie 2005 r. inflacja HICP znacznie przekroczyła poziom 2%, osiągając we wrześniu rekordowy poziom 2,6%, głównie wskutek wzrostu cen nośników energii. Ponadto, wbrew wcześniejszym oczekiwaniom z 2005 r., coraz wyraźniejsze stawało się, że wyższe ceny ropy

naftowej utrzymają się przez dłuższy czas. W związku z tym, mimo że projekcje i prognozy publikowane na początku 2005 r. wskazywały na stosunkowo znaczny spadek inflacji HICP w 2006 r., pogląd ten znacznie się zmienił na przestrzeni roku. W drugiej połowie 2005 r. za prawdopodobne uważano, że średnia roczna inflacja HICP w 2006 r. może utrzymywać się na poziomie powyżej 2%, nawet przy obecnym założeniu, że wzrost płac będzie nadal ograniczony. Warto zauważyć, że projekcje ekspertów Eurosystemu z grudnia 2005 r. przewidywały średni wskaźnik inflacji HICP w 2006 r. na poziomie od 1,6% do 2,6%, a w 2007 r. – od 1,4% do 2,6%. Prognozy międzynarodowych i prywatnych instytucji były zasadniczo podobne. Ponadto Rada Prezesów potwierdziła, że na scenariusz ten mogą wpłynąć zidentyfikowane wcześniej zwykłe zagrożenia.

W drugiej połowie 2005 r. wyniki analizy monetarnej nadal wskazywały na występowanie zwykłych zagrożeń dla stabilności cen w perspektywie średnio i długookresowej. Poziom płynności w obszarze euro był wysoki według wszelkich wiarygodnych miar. Ponadto obserwowane od połowy 2004 r. przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza dodatkowo nabrało tempa w trzecim kwartale 2005 r. Wzrost szerokiego agregatu pieniężnego M3 nadal stymulowały jego najbardziej płynne składniki, co wynika z niskiego poziomu stóp procentowych. Ponadto nadal miał miejsce bardzo silny wzrost zaciąganych kredytów, w szczególności hipotecznych. Dlatego konieczne było uważne monitorowanie dynamiki cen na rynkach nieruchomości mieszkaniowych w niektórych krajach.

W związku z tym w drugiej połowie 2005 r. Rada Prezesów wyraziła rosnące zaniepokojenie zwykłymi zagrożeniami dla stabilności cen i położyła nacisk na potrzebę zachowania wzmoczonej czujności w zakresie zmian długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. W grudniu uznano, że korekta bardzo łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej EBC jest uzasadniona ze względu na

zagrożenia dla stabilności cen stwierdzone w toku analizy ekonomicznej i potwierdzone w zestawieniu z wynikami analizy monetarnej. W tych okolicznościach Rada Prezesów podjęła 1 grudnia decyzję o podniesieniu podstawowych stóp procentowych EBC o 25 punktów bazowych. Rada uznała, że decyzja ta przyczyni się do stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie zgodnym ze stabilnością cen. Stabilizacja oczekiwań inflacyjnych jest niezbędna, jeśli polityka pieniężna ma w dalszym ciągu wspierać wzrost gospodarczy w strefie euro. Po ogłoszeniu decyzji z 1 grudnia 2005 r. stopy procentowe instrumentów o wszystkich terminach zapadalności w strefie euro były nadal bardzo niskie, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Polityka pieniężna EBC pozostała zatem łagodna i w istotny sposób przyczyniała się do utrzymania aktywności gospodarczej oraz tworzenia miejsc pracy. Rada Prezesów podkreśliła, że będzie w dalszym ciągu uważnie monitorować wszystkie zmiany sytuacji gospodarczej pod kątem zagrożeń dla stabilności cen.

2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA

2.1 GLOBALNE ŚRODOWISKO MAKROEKONOMICZNE

UTRZYMUJĄCY SIĘ SZYBKI WZROST GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

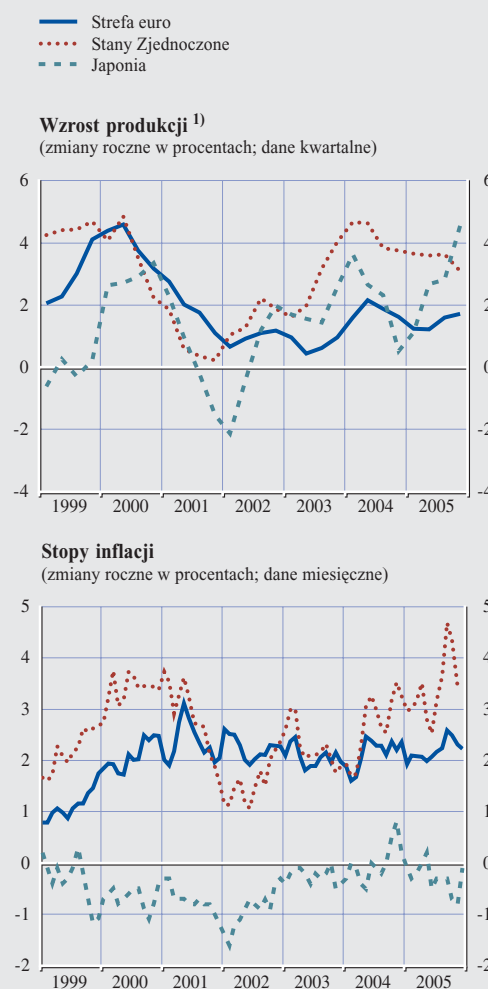
W 2005 r. gospodarka światowa utrzymywała szybkie tempo wzrostu, tylko nieznacznie ustępujące niezwykle wysokiemu wskaźnikowi z 2004 r. Podobnie jak w 2004 r., wzrost ten był szczególnie silny w Azji. W szczególności gospodarka chińska rosła w zasadniczo niezmiennym tempie, podczas gdy gospodarka japońska przyspieszyła, zwłaszcza w pierwszym półroczu. Na gospodarkę światową nadal pozytywnie wpływały korzystne warunki finansowania i wysoka rentowność przedsiębiorstw w wielu krajach. Szybki rozwój gospodarki Stanów Zjednoczonych również przyczyniał się do wzrostu na świecie.

Ceny ropy naftowej rosły przez większą część roku, osiągając na początku września rekordowy poziom w historii – 67,5 dolara za baryłkę (Brent). Tendencja ta w dużej mierze odzwierciedlała szybki rozwój gospodarki światowej oraz związany z nim wzrost popytu na nośniki energii, jak również stopniowe zmniejszanie się wolnych mocy produkcyjnych. Wpływ wysokich cen ropy na światowy wzrost gospodarczy i inflację wydaje się jednak być jak dotąd stosunkowo niewielki. Chociaż wzrost cen nośników energii miał wpływ na zasadniczy wskaźnik inflacji mierzonej wzrostem cen konsumpcyjnych (CPI), presja inflacyjna w większości krajów utrzymywała się na umiarkowanym poziomie. W krajach należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) roczna zasadnicza inflacja CPI wyniosła jedynie 2,7% za cały rok.

Gospodarka Stanów Zjednoczonych odnotowała w 2005 r. szybki wzrost. Roczne tempo wzrostu realnego PKB osiągnęło tam 3,5%. Wzrostowi realnego PKB sprzyjał nadal wysoki wskaźnik spożycia prywatnego i inwestycji, podczas gdy obroty handlowe netto miały nań niewielki negatywny wpływ. Spożycie prywatne pozostawało na wysokim poziomie przez

większą część roku, na co wpłynęły korzystne warunki finansowania, wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych oraz nadal utrzymująca się poprawa na rynku pracy. Wzrost płac był raczej niewielki, a wyższe ceny nośników energii spowolniły wzrost realnych dochodów do dyspozycji, przyczyniając się do dalszego spadku i tak niskiego wskaźnika oszczędności prywatnych. W 2005 r. stosunek zadłużenia gospodarstw domowych do

Wykres 2 Główne zmiany wskaźników w najważniejszych gospodarkach przemysłowych



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

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

dochodów do dyspozycji ponownie wzrósł. Inwestycje przedsiębiorstw szybko rosły dzięki korzystnym warunkom finansowania i wysokiej rentowności. Mimo wysokich cen ropy naftowej i wzrostu kosztów surowców, niewielki wzrost płac wraz z szybkim (choć malejącym z upływem czasu) wzrostem wydajności pracy przyczyniły się do zwiększenia marż zysku w ciągu roku.

W 2005 r. bilans handlu zagranicznego Stanów Zjednoczonych nadal się pogarszał. Deficyt obrotów bieżących w stosunku do PKB wzrósł do rekordowego poziomu 6,4%. Wzrost importu był większy niż wzrost eksportu, co doprowadziło do pogłębienia deficytu w handlu zagranicznym.

Wskaźnik cen konsumpcyjnych wzrósł przejściowo w trzecim kwartale wskutek negatywnego wpływu zakłóceń związanych z huraganami oraz utrzymujących się wysokich cen nośników energii. Presja cenowa zmalała jednak pod koniec roku; roczna inflacja mierzona wzrostem cen konsumpcyjnych wyniosła 3,4%. Inflacja z wyłączeniem cen żywności i nośników energii pozostawała na umiarkowanym poziomie 2,2%. Pomimo wzrostu cen ropy naftowej i surowców, jak również negatywnego wpływu huraganów, aprecjacja nominalnego efektywnego kursu dolara oraz umiarkowany wzrost jednostkowych kosztów pracy pomogły w opanowaniu presji inflacyjnej, a oczekiwania inflacyjne pozostawały ograniczone.

W 2005 r. Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) Systemu Rezerwy Federalnej podniósł docelową stopę funduszy federalnych o 200 punktów bazowych, w ośmiu etapach po 25 punktów. Do końca roku docelowa stopa funduszy federalnych wzrosła więc do 4,25%. W komunikacie wydanym po ostatnim posiedzeniu w roku Komitet zaznaczył, że zapewne niezbędne będzie dalsze wyważone zaostrożenie polityki. Jeżeli chodzi o politykę fiskalną, w roku budżetowym 2005 deficyt budżetu federalnego obniżył się w stosunku do 2004 r., głównie dzięki wzrostowi wpływów

z tytułu podatków od osób prawnych i fizycznych. W roku budżetowym 2005 deficyt budżetu federalnego wyniósł 2,6% PKB.

W Japonii w 2005 r. nadal utrzymywało się ożywienie gospodarcze – realny PKB rósł drugi rok z rzędu w tempie szybszym od potencjalnego (2,8% w porównaniu z 2,3% w 2004 r.). Na początku 2005 r. gospodarka, wspierana przez wysoki wzrost spożycia prywatnego oraz inwestycji z wyłączeniem inwestycji mieszkaniowych, szybko nabierała rozpędu. Znaczny wzrost wydatków konsumpcyjnych odzwierciedlał ciągłą poprawę dochodów i sytuacji na rynku pracy, a nakłady inwestycyjne z wyłączeniem inwestycji mieszkaniowych szybko się zwiększały dzięki korzystnym warunkom finansowania oraz dobrym wynikom przedsiębiorstw i poprawie ich pozycji finansowej, jak również wymianie starzejących się zasobów kapitałowych. Chociaż w 2005 r. głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostawał popyt krajowy, pod koniec roku pojawiły się pierwsze sygnały ożywienia w eksporcie (szczególnie do Chin). W tym samym roku na stopniowej poprawie warunków makroekonomicznych oraz zmniejszeniu się ryzyka kredytowego zyskał również sektor bankowy.

Obawy dotyczące deflacji uległy w 2005 r. dalszemu złagodzeniu. Roczny wskaźnik zmian cen konsumpcyjnych wykazywał zaledwie niewielki spadek na przestrzeni całego roku (-0,3% w porównaniu z 0,0% w 2004 r.), a pod koniec roku poziom cen konsumpcyjnych z wyłączeniem żywności nieprzetworzonej przestał spadać. Na przestrzeni roku Bank Japonii utrzymywał docelowe saldo zobowiązań na rachunku obrotów bieżących na niezmiennym poziomie 30-35 bilionów jenów. Pod koniec 2005 r. Bank Japonii zasygnalizował jednak, że w roku budżetowym 2006 prawdopodobnie zaprzestanie stosowania (wdrażanego od marca 2001 r.) łagodnego ilościowego nastawienia w polityce pieniężnej, o ile sprawdzą się optymistyczne projekcje dotyczące zmian cen (Bank Japonii ogłosił, że warunkiem niezbędnym zmiany obecnej

strategii w polityce pieniężnej będzie utrzymujący się wzrost cen konsumpcyjnych).

W pozostałych krajach azjatyckich wzrost, mimo że nadal był znaczny, nieco się zmniejszył w 2005 r. w stosunku do bardzo wysokich wskaźników odnotowanych w zeszłym roku, głównie w związku ze spadkiem popytu zewnętrznego, z niższym popytem krajowym i wyższymi cenami ropy naftowej. Jeżeli chodzi o zmiany cen, podwyższone ceny ropy zaowocowały w wielu dużych gospodarkach regionu (z wyjątkiem Chin) wysoką inflacją, a władze monetarne zaczęły stopniowo podwyższać stopy procentowe. Gospodarka chińska nadal rosła w szybkim tempie dzięki zwyżkującemu popytowi zewnętrznemu i wysokiemu popytowi krajowemu. Zaostrzenie polityki makroekonomicznej spowodowało spadek tempa wzrostu inwestycji, szczególnie w sektorze nieruchomości, stabilizując równocześnie inflację. Przejście do bardziej elastycznej (nadal jednak ściśle kontrolowanej) polityki kursowej w lipcu 2005 r. nie wywarło, jak się wydaje, znacznego wpływu na gospodarkę. W grudniu, po przeprowadzeniu pierwszych ogólnokrajowych kompleksowych badań gospodarczych, chińskie Państwoowe Biuro Statystyczne skorygowało poziom PKB za 2004 r. w górę o 2,3 biliona juanów, czyli o 16,8% poprzednio podawanej nominalnej wartości PKB. Biuro uaktualniło również dane dotyczące wzrostu chińskiego PKB od 1993 r., podwyższając je średnio o 0,5 punktu procentowego w stosunku do poprzednich danych. Korekta była przede wszystkim skutkiem udoskonalonych metod pomiaru chińskiego sektora usługowego, który okazał się niemal o 50% większy niż poprzednio uważano. W ciągu całego 2005 roku chiński PKB wzrósł o 9,9%.

W Ameryce Łacińskiej sytuacja gospodarcza nadal wykazywała znaczną poprawę, choć tempo wzrostu było nieco niższe niż w 2004 r. Region skorzystał na bardzo dogodnych warunkach zewnętrznych oraz wyższych cenach surowców, które pozwoliły zredukować jego słabości finansowe. Chociaż wzrost

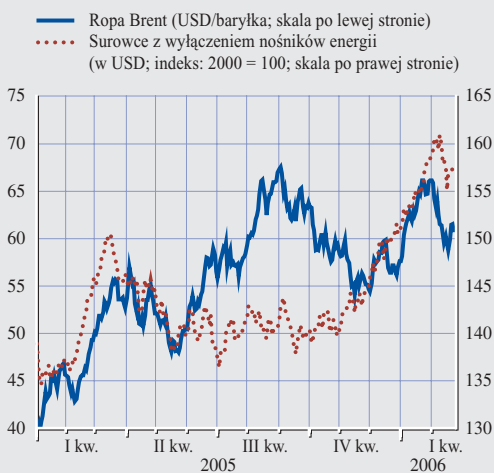
gospodarczy Ameryki Łacińskiej był stymulowany szybko rosnącym eksportem, miał tam również miejsce wzrost popytu konsumpcyjnego i pojawiły się nowe możliwości inwestycyjne. Argentyna odnotowała szybki realny wzrost produkcji, co przyczyniło się do wystąpienia wyższej inflacji. Kraj ten pomyślnie zakończył proces restrukturyzacji zadłużenia zagranicznego, co zmniejszyło jego podatność na wstrząsy zewnętrzne. W dwóch największych krajach regionu – Brazylii i Meksyku – tempo wzrostu gospodarczego było bardziej umiarkowane.

SILNY WZROST CEN SUROWCÓW W 2005 R.

W 2005 r. ceny ropy naftowej gwałtownie rosły drugi rok z rzędu. Na początku września cena ropy Brent osiągnęła nowy historyczny rekord wynoszący 67,5 dolara za baryłkę. Później ceny nieco spadły do 58 dolarów na koniec roku. Na przestrzeni całego roku średnia cena ropy naftowej Brent wyniosła 55 dolarów, czyli o 45% więcej niż w 2004 r.

Mimo że tempo wzrostu popytu na ropę spadało w 2005 r., wolne moce produkcyjne w całym cyklu dostaw tego surowca nadal się zmniejszały. Ceny ropy pozostawały bardzo wrażliwe na zmiany podaży i popytu. Niewielki wzrost podaży z krajów spoza OPEC przyczynił się do pogorszenia się czynników o podstawowym znaczeniu na rynku ropy. Wzrost produkcji w krajach Wspólnoty Niepodległych Państw (będących w poprzednich latach najważniejszym źródłem rosnących dostaw spoza OPEC) zwolnił, a wydobywanie ropy na Morzu Północnym spadło w 2005 r. Ponadto ekstremalne warunki pogodowe (huragany) poważnie zmniejszyły wydobywanie na amerykańskich wodach Zatoki Meksykańskiej. W związku z tym zwiększył się popyt na ropę z krajów OPEC (tzw. *call on OPEC*). Wzrost wydobywania w krajach OPEC nie był jednak w stanie doprowadzić do obniżki cen, ponieważ zmniejszające się wolne moce produkcyjne członków OPEC powodowały wśród uczestników rynku powstawanie obaw związanych z brakiem marginesu

Wykres 3 Główne zmiany wskaźników na rynkach surowców



Źródła: Bloomberg i Hamburski Instytut Gospodarki Międzynarodowej (HWWA).

bezpieczeństwa na wypadek przyszłych zakłóceń podaży.

Rosnący popyt na produkty rafinacji ropy naftowej zmniejszył wolne moce przetwórcze, pojawiło się również coraz więcej wąskich gardeł związanych z niewystarczającą wydajnością instalacji przetwarzających ropę zasiarzoną i ciężką. Do wzrostu cen lekkich, niskosiarkowych odmian ropy (np. Brent) przyczynił się też fakt, że nowe dostawy ropy nie odpowiadają jakością zapotrzebowaniu. Dodatkową presję na ceny ropy wywarły obawy natury geopolitycznej o bezpieczeństwo przyszłych dostaw ropy naftowej związane z (ponownym) pojawieniem się zagrożeń w różnych krajach produkujących ten surowiec.

Mierzone indeksem Hamburskiego Instytutu Gospodarki Międzynarodowej (HWWA) ceny surowców z wyłączeniem nośników energii rosły od 2003 r. i osiągnęły najwyższy poziom w marcu 2005 r. Ogólnie ceny surowców z wyłączeniem nośników energii nieco zmalały w kwietniu i maju, pozostając na mniej więcej stałym poziomie przez następne sześć miesięcy. Ponowny silny wzrost cen wspomnianych surowców rozpoczął się w listopadzie 2005 r.

Ceny surowców z wyłączeniem nośników energii wyrażone w dolarach były w 2005 r. średnio o 9,5% wyższe niż przed rokiem. Ceny złota wzrosły w 2005 r. do najwyższego poziomu od 1981 r., osiągając na początku lutego 2006 r. 538 dolarów za uncję troy.

2.2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

CORAZ SZYBSZY WZROST M3 STYMULOWANY

UTRZYMUJĄCYMI SIĘ NISKIMI STOPAMI PROCENTOWYMI

W 2005 r. nastąpił silny wzrost podaży pieniądza, stymulowany niskim poziomem stóp procentowych w strefie euro. Równocześnie kompensujący i ograniczający wpływ na wzrost agregatu M3 związany z normalizacją zachowań rezydentów strefy euro w zakresie alokacji portfela (po okresie wyraźnego preferowania inwestycji w instrumenty płynne w okresie od 2001 r. do połowy 2003 r.) osłabł, szczególnie w pierwszej połowie roku. Ogólnie rzecz biorąc, przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza w 2005 r. przyczyniło się do wzrostu i tak wysokiej płynności w strefie euro.

Po przyspieszeniu w drugiej połowie 2004 r. tempo wzrostu M3 w pierwszych miesiącach 2005 r. pozostawało wysokie. Od kwietnia 2005 r. ponownie nastąpił znaczny wzrost dynamiki podaży pieniądza – roczna stopa wzrostu M3 wzrosła do 8,0% w trzecim kwartale 2005 r. Krótkoterminowy wzrost podaży pieniądza był szczególnie silny w połowie roku – 6-miesięczna stopa wzrostu M3 w ujęciu rocznym osiągnęła we wrześniu 2005 r. najwyższy poziom od momentu wdrożenia trzeciego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej. W ostatnim kwartale 2005 r. wzrost podaży pieniądza stał się jednak bardziej umiarkowany, choć M3 nadal rósł w szybkim tempie – 7,8% w ujęciu rocznym.

Jeżeli chodzi o udział poszczególnych składników, do całkowitego wzrostu M3 najsilniej przyczyniły się najbardziej płynne aktywa M3 zawarte w wąskim agregacie M1. W zakresie czynników kreacji wzrost podaży pieniądza był w dużej mierze stymulowany

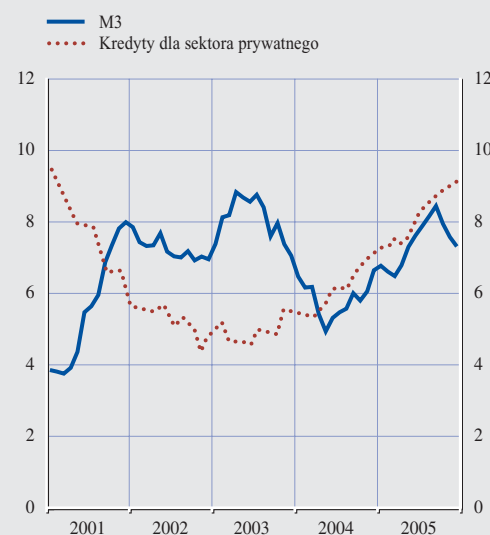
kretytami MIF dla sektora prywatnego. Obydwe tendencje sygnalizują, iż utrzymujący się niski poziom stóp procentowych w strefie euro, oznaczający niski koszt utraconych możliwości utrzymywania środków pieniężnych oraz niższe koszty kredytowania, pozostawał głównym czynnikiem kształtującym dynamikę podaży pieniądza w 2005 r.

Powyższe tendencje wskazują również, że znaczne zwiększenie tempa wzrostu M3 występujące od połowy 2004 r. miało inny charakter niż przyspieszenie zaobserwowane między 2001 r. a początkiem 2003 r. We wcześniejszym okresie, który charakteryzował się zwiększoną niepewnością gospodarczą i finansową, zwiększeniu tempa wzrostu M3 w ujęciu rocznym towarzyszył stały spadek rocznej stopy wzrostu kredytów dla sektora prywatnego (zob. wykres 4). Z kolei przyspieszenie wzrostu podaży pieniądza obserwowane od połowy 2004 r. wiąże się z szybszym wzrostem kredytów dla sektora prywatnego, z większym zatem prawdopodobieństwem odzwierciedla czynniki, o podstawowym znaczeniu, w szczególności niski poziom stóp procentowych, nie zaś wpływ zmian portfeli (jak od 2001 r. do połowy 2003 r.) wywołanych zmiennością na rynkach finansowych. (Analizę czynników kształtujących trwający od połowy 2004 r. wzrost M3 przedstawiono w ramce 1: Zmienny charakter szybkiego wzrostu podaży pieniądza w ostatnich latach).

Na przestrzeni 2005 r. nastąpiła dalsza normalizacja zachowań rezydentów strefy euro w zakresie alokacji portfela po okresie wyraźnej skłonności do inwestycji w instrumenty płynne w okresie od 2001 r. do połowy 2003 r., lecz jej tempo było bardzo powolne. Następowaly przesunięcia portfelowe z gotówki w stronę aktywów długoterminowych, co spowalniało nieco wzrost M3, efekt ten był jednak znacznie bardziej umiarkowany, niż można byłoby to przewidywać na podstawie doświadczeń z przeszłości. W szczególności sektor utrzymujący zasoby pieniężne (ang. *money-holding sector*, tzn. przedsiębiorstwa,

Wykres 4 M3 i kredyty dla sektora prywatnego

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



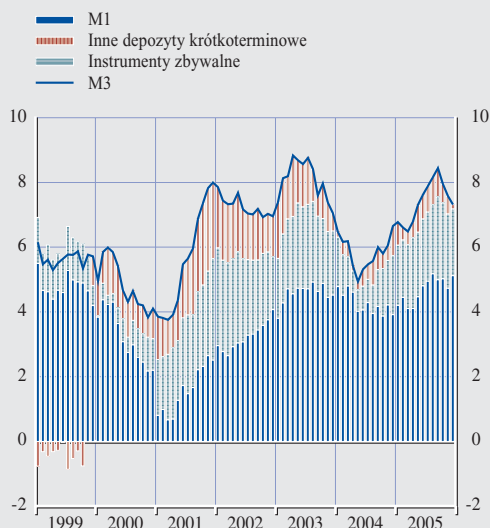
Źródło: EBC.

gospodarstwa domowe, pozostali pośrednicy finansowi, ubezpieczyciele etc.) strefy euro nadal niechętnie inwestował w aktywa zagraniczne; z kolei cudzoziemcy chętnie inwestowali w aktywa strefy euro. Pod koniec roku pojawiły się jednak wstępne oznaki świadczące o tym, że odwrót od wcześniejszych zmian portfeli w stronę gotówki może zacząć się ponownie – wskazywały na to tendencje w zakresie aktywów zagranicznych netto MIF. Ponieważ ruchy takie spowalniają wzrost podaży pieniądza, wydaje się, że oficjalny szereg opisujący wzrost M3 nie w pełni oddaje rzeczywiste tempo wzrostu tej podaży.

Podobnie jak w 2003 i 2004 r., największy udział w rocznym wzroście M3 w 2005 r. miały jego najbardziej płynne składniki zawarte w M1 (zob. wykres 5). Utrzymujący się wysoki ogólny udział M1 zatarł pewne różnice w zmianach poszczególnych składników. Z jednej strony roczna stopa wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu zmalała w 2005 r. do 13,7% w grudniu w porównaniu z 18,5% w styczniu. Zmiana ta była zgodna z oczekiwaniami dotyczącymi długotrwałego

Wykres 5 Udział poszczególnych czynników w rocznym wzroście M3

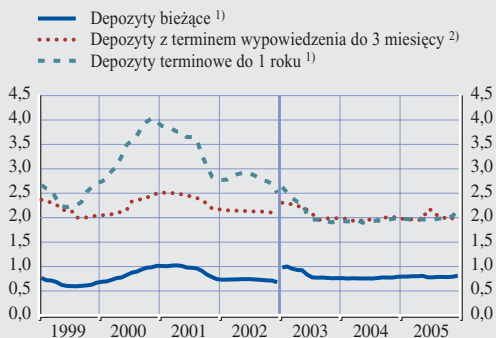
(zmiany roczne w procentach; udział w punktach procentowych; skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC

Wykres 6 Krótkoterminowe stopy procentowe dla depozytów

(oprocentowanie roczne)



Źródło: EBC.

Uwagi: Dane o detalicznych stopach procentowych do grudnia 2002 r. oraz o stopach procentowych MIF dla nowych umów z wyłączeniem kredytów w rachunku bieżącym od stycznia 2003 r. (od grudnia 2003 r. dane ważone). Więcej informacji o statystykach stóp procentowych MIF i metodach ważenia znajduje się odpowiednio w ramce 2 Biuletynu Miesięcznego EBC z grudnia 2003 r. oraz w ramce 3 Biuletynu Miesięcznego EBC z sierpnia 2004 r.

1) Do 2003 r. stopy procentowe dla depozytów przedsiębiorstw. Od stycznia 2003 r. stopy procentowe dla depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

2) Do 2003 r. stopy procentowe dla depozytów przedsiębiorstw. Od stycznia 2003 r. stopy procentowe dla depozytów gospodarstw domowych.

procesu dostosowania ilości znaków pieniężnych w obiegu po wprowadzeniu euro w styczniu 2002 r. Z drugiej strony w 2005 r. zwiększyła się roczna stopa wzrostu depozytów bieżących w związku z bardzo niskimi kosztami utraconych możliwości utrzymywania tych instrumentów w warunkach bardzo niskich stóp procentowych. Przeciętne stopy procentowe dla depozytów bieżących gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw pozostawały zasadniczo bez zmian w porównaniu z końcem 2003 r., osiągając na koniec 2005 r. poziom około 0,81% (zob. wykres 6). Pewną rolę mogły tutaj również odegrać innowacje finansowe, takie jak upowszechnienie się bardzo płynnych i wysokooprocentowanych internetowych rachunków depozytowych, które są po części odnotowywane jako depozyty bieżące.

Chociaż największy ogólny udział we wzroście M3 w 2005 r. miał M1, przyspieszenie rocznego wzrostu M3 w 2005 r. w dużej mierze wiązało się ze zmianami w zakresie depozytów

krótkoterminowych z wyłączeniem depozytów bieżących (zob. wykres 5). Ich przeciętny udział w rocznym wzroście M3 wyniósł w 2005 r. około 2,1 punktu procentowego i był niemal dwukrotnie wyższy niż w 2004 r. Ten wysoki udział odzwierciedlał stałe zwiększanie się rocznej stopy wzrostu depozytów krótkoterminowych (tj. depozytów z terminem pierwotnym do dwóch lat włącznie), podczas gdy stopa wzrostu krótkoterminowych depozytów oszczędnościowych (tj. depozytów z terminem wypowiedzenia do trzech miesięcy włącznie) stopniowo malała na przestrzeni roku. Ogólnie rzecz biorąc, względny popyt na te rodzaje depozytów odzwierciedla zapewne niski koszt utraconych możliwości utrzymywania tych dość nisko oprocentowanych, lecz również stosunkowo płynnych aktywów w warunkach niskich stóp procentowych.

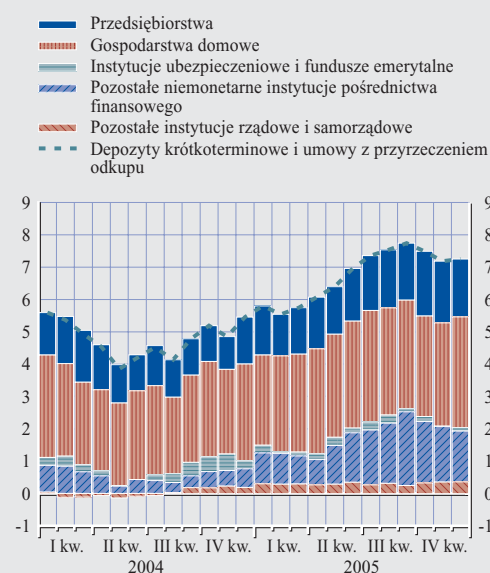
Średni udział instrumentów zbywalnych w rocznej stopie wzrostu M3 nieznacznie wzrósł w 2005 r. do 0,6 punktu procentowego

z poziomu 0,5 punktu procentowego w roku poprzednim. Za wzrostem tym stoją rozbieżne tendencje w zakresie poszczególnych składników. Z jednej strony roczna stopa wzrostu jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Ponieważ gospodarstwa domowe i firmy często korzystają z tych aktywów jako bezpiecznego instrumentu oszczędzania w warunkach niepewności gospodarczej i finansowej, ich umiarkowany wzrost odzwierciedla trwającą, lecz powolną normalizację zachowań w zakresie alokacji portfela rezydentów strefy euro w 2005 r. Z drugiej strony znacznie wzrósł popyt na dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do dwóch lat, co może odzwierciedlać pojawienie się nowych produktów strukturyzowanych łączących takie papiery wartościowe z instrumentami pochodnymi, które są w pewnej mierze powiązane z tendencjami na rynkach akcji, a równocześnie zabezpieczają inwestorów przed dużymi stratami kapitałowymi. Średnia roczna stopa wzrostu umów z przyrzeczeniem odkupu również znacznie się zwiększyła w 2005 r. w porównaniu z rokiem poprzednim, choć w przypadku tych instrumentów dynamika wzrostu może wykazywać znaczną zmienność.

Analiza sektorowa depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu (tj. największej agregacji składników M3, dla której dostępny jest wiarygodny podział na sektory) wskazuje, że przyspieszony wzrost podaży pieniądza w 2005 r. wiązał się w dużej mierze z depozytami instytucji pośrednictwa finansowego spoza sektora MIF (zob. wykres 7). Mimo że przypada na nie niewielka część całkowitych aktywów pieniężnych, niemonetarne instytucje pośrednictwa finansowego z wyłączeniem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych (określanych mianem pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego *Other Financial Intermediaries – OFI*) były w dużej mierze odpowiedzialne za obserwowany przez większą część 2005 r. przyspieszony wzrost M3. Odnotowany w ostatnich latach wzrost

Wykres 7 Udział poszczególnych czynników w rocznym przyroście depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu

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



Źródło: EBC.

Uwaga: Sektor podmiotów sprawozdawczych obejmuje MIF, nie obejmuje Eurosystemu i instytucji rządowych szczebla centralnego.

znaczenia pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego jako sektora utrzymującego zasoby pieniężne może w dużej mierze odzwierciedlać deregulację i liberalizację finansową oraz związany z nią rozwój głębszych i bardziej płynnych rynków papierów wartościowych.

Jednocześnie udział depozytów utrzymywanych przez przedsiębiorstwa we wzroście depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu również nieco wzrósł w porównaniu z 2004 r. Aktywa przedsiębiorstw są na ogół skoncentrowane w najbardziej płynnych rodzajach depozytów, co wskazuje na to, że są one zazwyczaj przeznaczone na cele transakcyjne i związane z krótkoterminowymi potrzebami finansowymi oraz zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy. Ponadto szybsze tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw może również wynikać z ostrożności, ponieważ przedsiębiorstwa mogą

utrzymywać płynne depozyty, aby uniknąć kosztów utraconych możliwości związanych z niewykorzystaniem potencjalnych okazji inwestycyjnych lub kosztów finansowania zewnętrznego w przypadku wystąpienia nieprzewidzianego zapotrzebowania na gotówkę.

Wreszcie analiza sektorowa depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu wskazuje, że gospodarstwa domowe nadal miały największy udział w wysokiej dynamice tych instrumentów na przestrzeni 2005 r.

Ramka I

ZMIENNY CHARAKTER SZYBKIEGO WZROSTU PODAŻY PIENIĄDZA W OSTATNICH LATACH

W rozwoju sytuacji monetarnej w ostatnich latach można wyróżnić dwa okresy znacznego przyspieszenia rocznej stopy wzrostu M3. Pierwszy z nich zapoczątkowało podwojenie rocznej stopy wzrostu M3 z około 4% do około 8% w 2001 r., zakończył go zaś dalszy wzrost do niemal 9% w pierwszej połowie 2003 r. Drugi okres rozpoczął się w połowie 2004 r. – od tego momentu roczna stopa wzrostu M3 stale rosła z poziomu około 5%, osiągając najwyższą wartość na poziomie 8% w trzecim kwartale 2005 r. Niniejsza ramka wykorzystuje dane o składnikach i czynnikach kreacji M3 oraz wyniki analizy sektorowej depozytów w celu zilustrowania odmiennego charakteru przyspieszenia wzrostu podaży pieniądza w tych dwóch okresach.

Najważniejszym czynnikiem przyspieszenia wzrostu M3 między 2001 r. a pierwszą połową 2003 r. była ówczesna podwyższona niepewność geopolityczna, gospodarcza, a szczególnie finansowa, związana z wieloma poważnymi wstrząsami, które dotknęły gospodarkę światową¹. Wśród tych wstrząsów można wymienić znaczny spadek cen akcji, ataki terrorystyczne w Stanach Zjednoczonych z 11 września 2001 r., serię skandali księgowych po obydwu stronach Atlantyku, które wyszły na jaw po korekcie na rynku akcji, oraz wojen w Afganistanie (pod koniec 2001 r.) i w Iraku (na początku 2003 r.). W poszukiwaniu bezpiecznego schronienia dla oszczędności w obliczu tych wydarzeń, sektor utrzymujący zasoby pieniężne (przede wszystkim gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa) dokonywał zmiany portfeli pozbywając się ryzykownych aktywów długoterminowych oraz nabywając bezpieczne i płynne aktywa pieniężne, przyczyniając się tym samym do wzrostu podaży pieniądza. Z kolei w okresie od połowy 2004 r. przyspieszony wzrost podaży pieniądza wydawał się uwarunkowany bardziej fundamentalnymi czynnikami – niskimi stopami procentowymi, a zatem niskim kosztem utraconych możliwości utrzymywania gotówki.

Dokładna analiza składników M3 pokazuje, że następujące od 2001 r. do połowy 2003 r. zmiany portfeli z ryzykownych aktywów w stronę gotówki zwiększyły wartość nabywanych dłużnych papierów wartościowych z terminem pierwotnym do dwóch lat oraz udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego; gospodarstwa domowe i firmy utrzymują takie aktywa w celu tymczasowego przechowania płynnych środków w okresach zwiększonej niepewności. W związku z tym tendencje dotyczące tych dwóch składników wywarły znaczny wpływ na ogólną dynamikę podaży pieniądza, podczas gdy udział najbardziej płynnych składników odegrał mniejszą rolę. Z kolei szybszy wzrost M3 od połowy 2004 r. był stymulowany przez najbardziej płynne składniki wchodzące w skład wąskiego agregatu M1. Równocześnie napływ środków do dłużnych papierów wartościowych z terminem pierwotnym

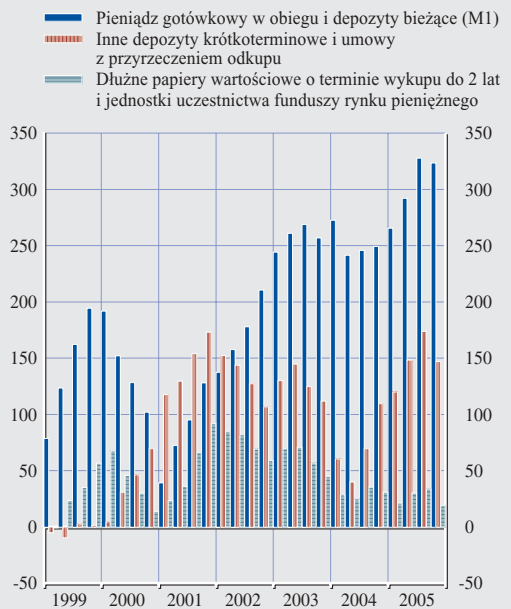
¹ Zob. artykuł zatytułowany *Money demand and uncertainty* w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2005 r.

do dwóch lat oraz jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego w ujęciu rocznym jest umiarkowany (zob. wykres A).

W przypadku czynników kreacji M3 odmienna natura silnego wzrostu podaży pieniądza w obydwu okresach jest widoczna na przykładzie tendencji dotyczących kredytów dla sektora prywatnego (zob. wykres 4 w tekście głównym). W okresie od 2001 r. do połowy 2003 r. przyspieszeniu wzrostu M3 towarzyszył stały spadek rocznej stopy wzrostu kredytów dla sektora prywatnego. Innymi słowy, podczas przedłużającego się okresu zwiększonej niepewności gospodarczej i finansowej stopy wzrostu M3 oraz zadłużenia sektora prywatnego podążały w przeciwnych kierunkach. Z kolei w okresie od połowy 2004 r. nastąpiło przyspieszenie zarówno wzrostu podaży pieniądza, jak i wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, co odzwierciedlało niski koszt utraconych możliwości utrzymywania aktywów pieniężnych oraz korzystne warunki finansowania związane z niskimi stopami procentowymi.

Wykres A Składniki M3

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

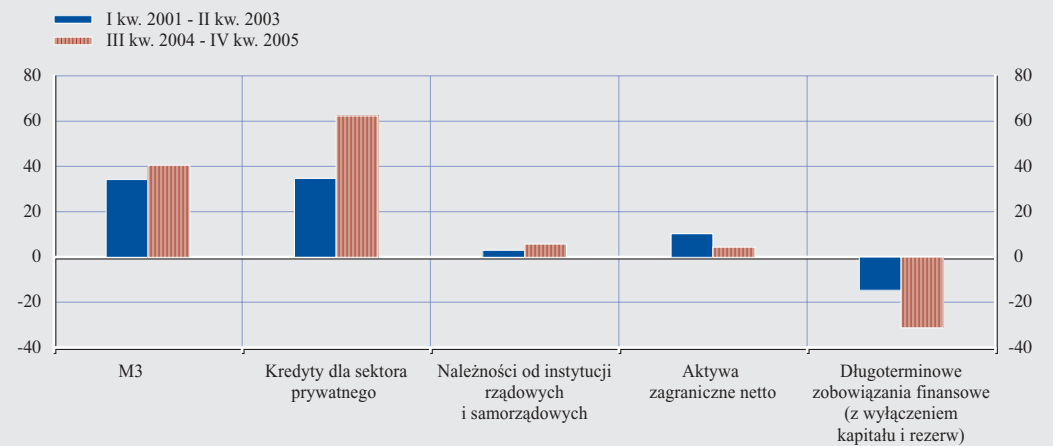


Źródło: EBC.

Wykres B przedstawia podstawową rolę, jaką w przyspieszeniu wzrostu podaży pieniądza w okresie od 2001 r. do połowy 2003 r. odegrał duży napływ kapitału do strefy euro

Wykres B Zmiany M3 i czynników jego kreacji

(przepływy miesięczne; średnie za okres; w mld euro; skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane o M3 podano wyłącznie w celach informacyjnych. Długoterminowe zobowiązania finansowe (z wyłączeniem kapitału i rezerw) przedstawiono z odwrotnym znakiem, ponieważ są one zobowiązaniami sektora MIF.

(reprezentują go zmiany aktywów zagranicznych netto w tym okresie). W sytuacji podwyższonej niepewności geopolitycznej i niepewności związanej z rynkami finansowymi rezydenci strefy euro ponownie ściągnęli do niej środki zainwestowane uprzednio w akcje zagraniczne, szukając schronienia przed wstrząsami dotyczącymi gospodarkę światową. W okresie od połowy 2004 r. zmiany salda aktywów zagranicznych netto odegrały znacznie mniejszą rolę w przyspieszeniu wzrostu podaży pieniądza, pomimo iż pozostały dodatnie. Choć sugeruje to, że sektor utrzymujący zasoby pieniężne strefy euro nadal niechętnie inwestuje w aktywa zagraniczne (przynajmniej w porównaniu z popytem nierezydentów strefy euro na jej aktywa), wpływ tego czynnika na wzrost M3 jest niewielki w stosunku do dynamiki, jaką nadaje temu procesowi wzrost zaciąganych kredytów.

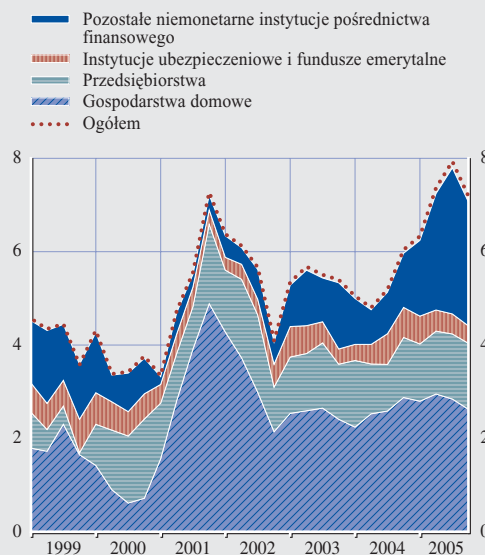
W odniesieniu do ogólnych tendencji dotyczących czynników kreacji M3 wcześniejszy okres można opisać jako odejście od ryzykownych aktywów długoterminowych w stronę krótkoterminowych aktywów pieniężnych, co ilustruje niewielki napływ środków w kierunku długoterminowych zobowiązań finansowych MIF. W okresie od połowy 2004 r., w kontekście wzrostu ogólnych skonsolidowanych wartości bilansowych MIF, można było zaobserwować równoczesny znaczny napływ środków w kierunku długoterminowych zobowiązań finansowych MIF oraz silny wzrost podaży pieniądza.

Dokonując wreszcie analizy sektorowej depozytów o wszystkich pierwotnych terminach zapadalności (agregat obejmujący depozyty długoterminowe spoza M3, dla którego podział na sektory jest dostępny od 1999 r.), można zauważyć, że w pierwszym okresie wzrost popytu na depozyty (w tym umowy z przyrzeczeniem odkupu) pojawił się przede wszystkim w sektorze gospodarstw domowych (zob. wykres C). Ozwierciedla to zwiększoną niechęć gospodarstw domowych do podejmowania ryzyka oraz ich preferencję dla płynności w okresie po pęknięciu bańki na rynku akcji i pojawieniu się niepewności co do sytuacji geopolitycznej. W drugim okresie przyspieszenie wzrostu depozytów o wszystkich pierwotnych terminach zapadalności cechuje rosnący udział „pozostałych niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego”, natomiast udział depozytów gospodarstw domowych jest niewielki. Dane o depozytach krótkoterminowych i umowach z przyrzeczeniem odkupu (tj. badanych dopiero od 2003 r. składnikach M3, dla których dostępny jest podział na sektory) wskazują jednak, że w tym okresie udział gospodarstw domowych w depozytach zawartych w M3 jest większy niż dla wszystkich depozytów.

Podsumowując, analiza sektorowa depozytów, składników i czynników kreacji M3

Wykres C Struktura sektorowa depozytów sektora prywatnego

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



Źródło: EBC.

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

potwierdza, że opisywane dwa okresy szybkiego wzrostu M3 w ostatnich latach – od 2001 r. do połowy 2003 r. oraz od połowy 2004 r. – miały odmienny charakter. W szczególności duży wkład najbardziej płynnych składników oraz dynamika popytu na kredyt sugerują, że wzrost podaży pieniądza w drugim z wymienionych okresów napędzają przede wszystkim niskie stopy procentowe. Jeżeli chodzi o skutki dla stabilności cen, wcześniejsze silne przyspieszenie wzrostu M3 w warunkach wyjątkowej niepewności finansowej i geopolitycznej, która prowadziła do zwiększenia preferencji dla płynności, wydaje się odzwierciedlać ruchy portfelowe i może być uznane za mające stosunkowo niewielki wpływ na ceny, podczas gdy bardziej fundamentalny charakter silnego wzrostu podaży pieniądza od połowy 2004 r. sugeruje wyższe ryzyko wystąpienia presji inflacyjnej w perspektywie średnio- i długoterminowej.

CORAZ SZYBSZY WZROST KREDYTÓW MIF DLA SEKTORA PRYWATNEGO

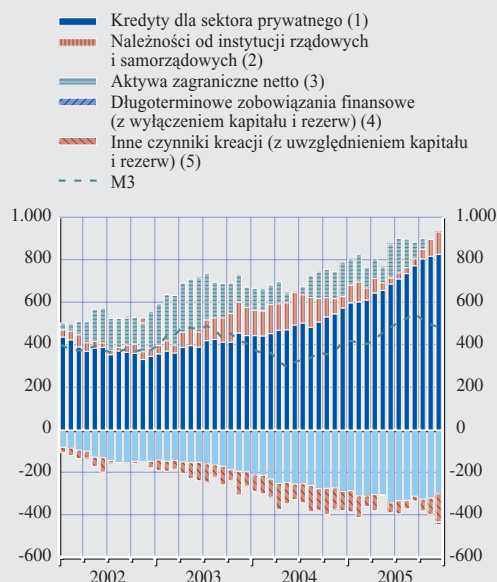
Dynamika podaży pieniądza w zakresie czynników jego kreacji była stymulowana ciągłym wzrostem kredytów MIF dla sektora prywatnego (zob. wykres 8). Odzwierciedlało to znaczne zwiększenie rocznej stopy wzrostu kredytów MIF dla sektora prywatnego w warunkach niskich stóp procentowych, poprawy w zakresie podaży kredytów (jak wynika z badania ankietowego Eurosystemu dotyczącego akcji kredytowej banków) oraz wyraźnego wzrostu cen aktywów, szczególnie na rynku mieszkaniowym. Roczna stopa wzrostu kredytów dla sektora prywatnego zwiększyła się do 9,1% na koniec 2005 r. z poziomu 7,1% w grudniu 2004 r. Wzrost kredytów MIF dla sektora prywatnego w 2005 r. był równomiernie rozłożony między najważniejsze sektory utrzymujące zasoby pieniężne. Chociaż największy udział we wzroście kredytów dla sektora prywatnego miał sektor gospodarstw domowych (głównie w związku z kredytami na cele mieszkaniowe), utrzymujące się przyspieszenie wzrostu kredytów odzwierciedlało również w dużej mierze tendencje w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw i pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego.

Jeżeli chodzi o inne czynniki kreacji M3, w 2005 r., po znacznym wzroście w roku poprzednim, dynamika długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw) była nadal wysoka. Wskazywało to na trwałą skłonność sektora strefy euro utrzymującego zasoby pieniężne do

inwestowania w długoterminowe aktywa denominowane w euro. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że w 2005 r., w porównaniu z 2004 r., nie wystąpiło przyspieszenie w zakresie wzrostu długoterminowych zobowiązań finansowych MIF, dawało się zauważyć zmniejszone tempo normalizacji zachowań rezydentów strefy euro w zakresie alokacji portfela, charakteryzującej się przenoszeniem

Wykres 8 Czynniki kreacji M3

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



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane o M3 podano wyłącznie w celach porównawczych ($M3 = 1+2+3+4+5$). Długoterminowe zobowiązania finansowe (z wyłączeniem kapitału i rezerw) wykazano z odwrotnym znakiem, ponieważ są one zobowiązaniami sektora MIF.

funduszy z płynnych aktywów pieniężnych w stronę instrumentów o dłuższych pierwotnych terminach zapadalności.

Przez większą część 2005 r. aktywa zagraniczne netto MIF nadal wykazywały tendencję wzrostową w ujęciu rocznym, co wywierało presję na wzrost M3 (zob. wykres 8). Dane o bilansie płatniczym wskazują, że zjawisko to odzwierciedlało większą skłonność nierezydentów strefy euro do inwestowania w akcje i obligacje strefy euro w porównaniu ze skłonnością rezydentów strefy euro do inwestowania poza nią. W pierwszej połowie roku taka proporcja inwestycji mogła się wiązać ze zmianami kursu walutowego¹.

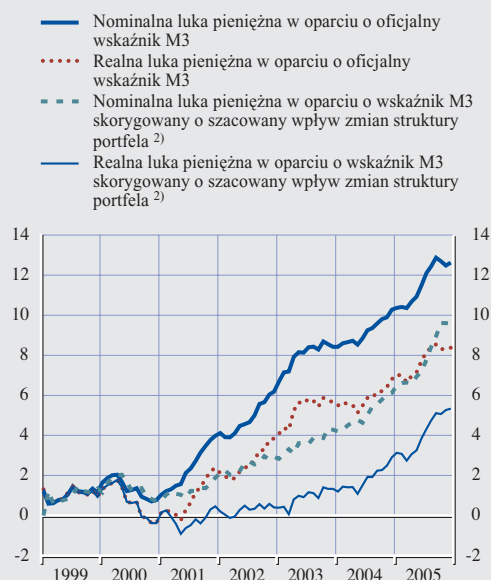
Natomiast w drugiej połowie roku przez wiele miesięcy następował odpływ kapitału netto ze strefy euro, być może w związku z dalszym pogłębieniem się różnicy w wysokości stóp procentowych między USA a strefą euro na krótkim końcu krzywej dochodowości. Mogło to się wiązać z częściowym odwróceniem dawnych zmian portfeli w stronę aktywów pieniężnych – fundusze te mogły zostać zainwestowane w bardziej ryzykowne zagraniczne papiery wartościowe wskutek zmniejszenia się niechęci inwestorów ze strefy euro do inwestycji zagranicznych. Wskutek takiego rozwoju wydarzeń przepływ aktywów zagranicznych netto MIF strefy euro ulegał stopniowej redukcji w ujęciu rocznym, osiągając ostatecznie w listopadzie 2005 r. wartość ujemną – po raz pierwszy od grudnia 2001 r. Pod koniec roku spowolnienie wzrostu M3 wynikające z tendencji w zakresie aktywów zagranicznych netto oraz długoterminowych zobowiązań finansowych z nadwyżką skompensowało przyspieszony wzrost kredytów.

NADAL BARDZO WYSOKA PŁYNNOŚĆ

Przyspieszenie wzrostu M3 w 2005 r. przyczyniło się do zwiększenia i tak bardzo wysokiej płynności w strefie euro. Dostępne dane szacunkowe dotyczące płynności (odzwierciedlone w nominalnej i realnej luce pieniężnej) – starające się mierzyć nadwyżkę

Wykres 9 Dane szacunkowe dotyczące luki pieniężnej¹⁾

(jako procent odpowiedniej miary agregatu M3; skorygowane o czynniki sezonowe i kalendarzowe; grudzień 1998 = 0)



Źródło: EBC.

1) Nominalna luka pieniężna to różnica między rzeczywistym poziomem M3 a poziomem M3, który wynikałby ze stałego wzrostu M3 o wartość referencyjną 4,5% od grudnia 1998 r. Realna luka pieniężna to różnica między rzeczywistym poziomem M3 deflowanym inflacją HICP a deflowanym poziomem M3, który wynikałby ze stałego wzrostu nominalnego M3 o wartość referencyjną 4,5% przy inflacji HICP zgodnej z definicją stabilności cen sformułowaną przez EBC, przyjmując za okres bazowy grudzień 1998 r.

2) Szacowane wielkości wpływu zmian struktury portfela w stronę agregatu M3 zostały obliczone przy zastosowaniu modelu przedstawionego w części 4 artykułu pt. *Monetary analysis in real time* opublikowanego w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2004 r.

płynności ponad kwotę konieczną do sfinansowania nieinflacyjnego wzrostu – w 2005 r. wzrosły po raz kolejny (zob. wykres 9). Nominalna luka pieniężna jest definiowana jako różnica między rzeczywistym poziomem M3 a poziomem M3, który wynikałby ze stałego wzrostu M3 na poziomie referencyjnym 4,5% od grudnia 1998 r., natomiast realna luka pieniężna, koryguje nominalną lukę pieniężną o nadwyżkę płynności zaabsorbowaną przez zmiany cen w przeszłości (tj. skumulowane

¹ Więcej informacji na temat związku między zmianami kursu walutowego a aktywami zagranicznymi netto MIF można znaleźć w ramce *Recent developments in MFI net external assets* w Biuletynie Miesięcznym EBC z lipca 2005 r.

odchylenie stóp inflacji od poziomu stabilności cen zdefiniowanego przez EBC). Pod koniec roku obydwa wskaźniki wydawały się stabilizować, aczkolwiek na wysokim poziomie.

EBC regularnie publikuje również dane o luce pieniężnej obliczane na podstawie skorygowanego szeregu M3, który uwzględnia szacowany wpływ zmian portfeli na aktywa pieniężne, wywołanych zwiększoną niepewnością gospodarczą i finansową w latach 2001-2003². Skorygowane wartości wykazały w 2005 r. tę samą tendencję zwykłą, lecz były nadal znacznie niższe niż odpowiednie luki pieniężne oparte na oficjalnych wartościach M3.

Przy ocenie tych wskaźników płynności należy jednak pamiętać, że stanowią one niedoskonałe oszacowania dotyczące poziomu płynności. Ponieważ wybór okresu bazowego jest w pewnym stopniu arbitralny, poziomowi tych wskaźników towarzyszy znaczny stopień niepewności i dlatego powinny być one ostrożnie interpretowane. Nie da się ponadto całkowicie wykluczyć, że obecna sytuacja w zakresie płynności odzwierciedla w pewnym stopniu trwałą zmianę zachowań podmiotów gospodarczych w odniesieniu do popytu na pieniądź, tj. strukturalnie wyższą preferencję płynności, a co za tym idzie – wzrost pożądanego poziomu aktywów pieniężnych. Wreszcie szacunek M3 skorygowany o zmiany portfeli charakteryzuje się znacznym stopniem niepewności, co się wiąże z oszacowaniem samych korekt M3.

Szeroki zakres szacunków opartych na omówionych powyżej czterech wskaźnikach płynności dobrze ilustruje tę niepewność. Jednak pomimo niepewności ogólny obraz uzyskany na podstawie tych wskaźników wskazuje, że poziom płynności w strefie euro wzrósł w 2005 r. W perspektywie średnio- i długoterminowej nadmierna płynność stwarza zagrożenie dla stabilności cen. Ponadto, biorąc pod uwagę potencjalne niedopasowania, silny wzrost podaży pieniądza i wzrost kredytów w warunkach bardzo wysokiej płynności wywołują potrzebę uważnego monitorowania

zmian cen aktywów, szczególnie na rynkach mieszkaniowych.

WZROST STÓP PROCENTOWYCH RYNKU PIENIĘŻNEGO POD KONIEC ROKU PO OKRESIE STABILIZACJI

Przez większą część 2005 r. Rada Prezesów utrzymywała podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie. 1 grudnia 2005 r. podstawowe stopy procentowe EBC wzrosły o 25 punktów bazowych, lecz z perspektywy historycznej pozostały na niskim poziomie. Zmiany stóp rynku pieniężnego na krótkim końcu krzywej dochodowości (np. 1-miesięcznej stopy EURIBOR przedstawionej na wykresie 10) dokładnie odzwierciedlały zmianę podstawowych stóp procentowych EBC. Stopy procentowe rynku pieniężnego pozostawały zasadniczo stabilne na poziomie nieco przewyższającym 2% do listopada, gdy wzrosły w związku z oczekiwaniami dotyczącymi podwyżki podstawowych stóp procentowych EBC.

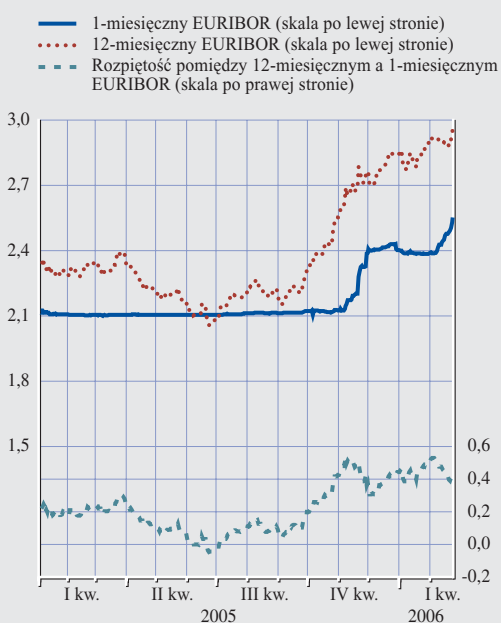
W pierwszym kwartale 2005 r. stopy procentowe rynku pieniężnego dla dłuższych terminów pierwotnych pozostawały na zasadniczo stabilnym poziomie, nieco powyżej stóp dla krótszych terminów pierwotnych. W drugim kwartale 2005 r. 12-miesięczna stopa EURIBOR zaczęła spadać, wskutek czego pod koniec czerwca osiągnęła poziom – a nawet przez krótki czas znalazła się poniżej niego – stóp procentowych na krótkim końcu krzywej dochodowości rynku pieniężnego. Spadek ten został odwrócony pod koniec lipca 2005 r., a od początku czwartego kwartału tendencja wzrostowa stóp dla dłuższych terminów pierwotnych uległa przyspieszeniu, które trwało aż do początku 2006 r.

Zmiany te znalazły odzwierciedlenie w nachyleniu krzywej dochodowości rynku pieniężnego. Pod koniec maja 2005 r. oczekiwania na obniżkę podstawowych stóp procentowych EBC spowodowały spadek stóp,

² Więcej informacji na ten temat znajduje się w części 4 artykułu *Monetary analysis in real time* w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2004 r.

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

(oprocenowanie roczne; w punktach procentowych; dane dzienne)



Źródło: Reuters.

szczególnie na długim końcu krzywej dochodowości rynku pieniężnego. Nachylenie wspomnianej krzywej (mierzone różnicą pomiędzy 12-miesięczną a 1-miesięczną stopą EURIBOR) stało się w czerwcu ujemne, osiągając najniższy poziom -5 punktów bazowych w dniu 23 czerwca 2005 r. Oczekiwania rynku na dalszą obniżkę podstawowych stóp procentowych EBC szybko jednak opadły w obliczu poprawy perspektywy wzrostu gospodarczego strefy euro. Spowodowało to wzrost nachylenia krzywej dochodowości rynku pieniężnego, który trwał do połowy listopada, gdy stopy krótkoterminowe zareagowały na rosnące oczekiwania związane z podwyższeniem podstawowych stóp procentowych, a krzywa dochodowości uległa nieznacznemu spłaszczeniu. Na przełomie roku krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego zasadniczo się ustabilizowały, podczas gdy długoterminowe nadal rosły. W związku z tym

nachylenie krzywej dochodowości wzrosło w styczniu 2006 r., osiągając poziom porównywalny poziomem w połowie listopada. W lutym jednak zmiany odwróciły się – stopy krótkoterminowe wzrosły, podczas gdy długoterminowe były nadal stabilne, co skutkowało tym, że 1-miesięczna i 12-miesięczna stopa EURIBOR wynosiły 24 lutego 2006 r. odpowiednio około 2,55% i 2,96%. W efekcie, w lutym nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego ponownie spadło o 10 punktów bazowych.

Zmienność implikowana obliczana na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR zmalała znacznie pomiędzy styczniem a majem 2005 r., co wskazywało na bardzo niewielką niepewność uczestników rynku co do przyszłych poziomów krótkoterminowych stóp procentowych. Z tego niskiego poziomu zmienność wzrastała jednak dwukrotnie: w czerwcu 2005 r. oraz, wyraźniej, w czwartym kwartale 2005 r. W obu przypadkach wzrost zmienności wiązał się z pojawieniem się na rynku oczekiwań dotyczących zmiany podstawowych stóp procentowych EBC. Pod koniec roku, a szczególnie po decyzji Rady Prezesów z 1 grudnia o podwyższeniu stóp procentowych, zmienność najpierw zmniejszyła się, po czym ustabilizowała. Na początku 2006 r. zmienność ponownie zmniejszyła się, osiągając bardzo niski poziom w porównaniu z poziomem obserwowanym w 2005 r. (zob. wykres 11).

SPADEK RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DŁUGOTERMINOWYCH W 2005 R. DO NAJNIŻSZEGO POZIOMU W HISTORII

W 2005 r. rentowność obligacji długoterminowych w strefie euro spadła do najniższego poziomu od stu lat³. Po osiągnięciu najniższego poziomu w historii (3,1%) we wrześniu 2005 r. rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro wzrosła do 3,4% na koniec roku i była nadal około 35 punktów bazowych poniżej poziomu

3 Zob. ramka *Long-term and short-term nominal interest rates in the largest euro area countries from a historical perspective* w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2005 r.

Wykres 11 Kontrakty terminowe na 3-miesięczny EURIBOR i zmienność implikowana wynikająca z opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczny EURIBOR

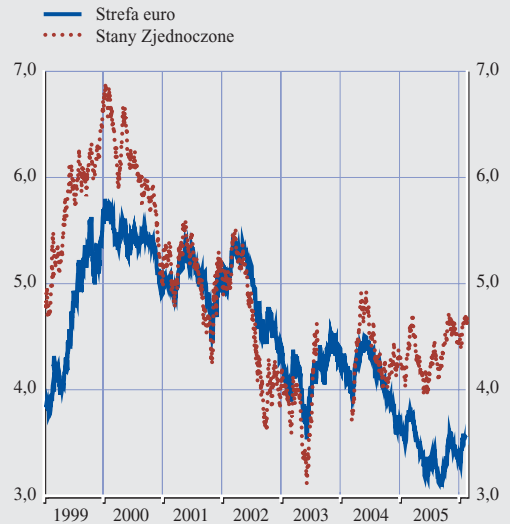
(oprocentowanie roczne; w punktach bazowych; dane dzienne)



Źródła: Reuters i Bloomberg.

Wykres 12 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych¹⁾

(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



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

notowanego pod koniec 2004 r. (zob. wykres 12).

Ogólnie rzecz biorąc, niski poziom rentowności obligacji długoterminowych w strefie euro w 2005 r. odzwierciedlał przekonanie uczestników rynku o niewielkiej presji inflacyjnej w perspektywie długoterminowej oraz niską rentowność w ujęciu realnym (zob. wykres 13). Długoterminowe oczekiwania inflacyjne (odzwierciedlane przez progowe stopy inflacji) wahały się w 2005 r. w niewielkim paśmie i utrzymywały się na stosunkowo niskim poziomie. Wydaje się, że na rentowność obligacji długoterminowych w ujęciu realnym wpłynęły nie tylko skorygowane w dół długoterminowe oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego, szczególnie w kontekście silnego wzrostu cen ropy naftowej (zob. ramka 2 zatytułowana Wpływ rosnących cen ropy naftowej na

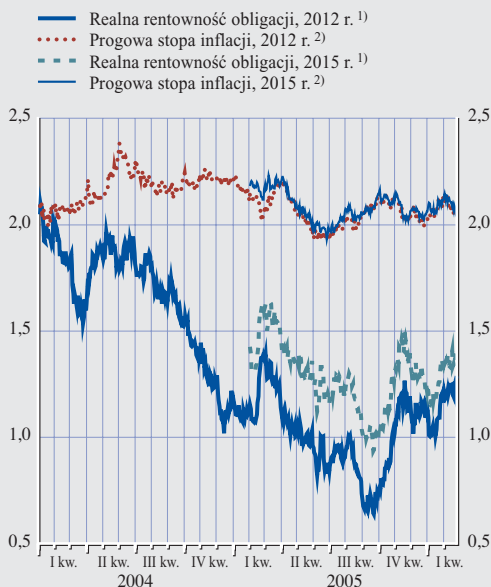
rentowność obligacji i ceny akcji: historyczne porównanie między strefą euro a Stanami Zjednoczonymi), lecz również wysoki popyt na obligacje skarbowe.

Pod koniec pierwszego kwartału rentowność obligacji długoterminowych w strefie euro osiągnęła najwyższy poziom w 2005 r. (3,8%), odzwierciedlając w szczególności wzrost rentowności długoterminowych amerykańskich obligacji skarbowych w warunkach rosnącej presji cenowej i publikacji ogólnie korzystnych danych dotyczących perspektyw gospodarczych w Stanach Zjednoczonych.

Od końca pierwszego do końca trzeciego kwartału rentowność obligacji długoterminowych w strefie euro ponownie wykazała tendencję zniżkową, osiągając pod koniec trzeciego kwartału 2005 r. jeden z najniższych poziomów w historii – 3,1%.

Wykres 13 Realna rentowność obligacji i progowa stopa inflacji w strefie euro

(w procentach w skali roku; dane dzienne)



Źródła: Reuters i obliczenia EBC.

1) Obliczono na podstawie rynkowych cen francuskich obligacji skarbowych indeksowanych do inflacji HICP w strefie euro z wyłączeniem cen wyrobów tytoniowych.

2) Metodę obliczania przedstawiono w ramce 2 w Biuletynie Miesięcznym EBC z lutego 2002 r.

Spadek rentowności obligacji długoterminowych odzwierciedlał trwający do końca trzeciego kwartału spadek rentowności w ujęciu realnym, podczas gdy obawy dotyczące inflacji utrzymywały się na niskim poziomie, pomimo silnego wzrostu cen ropy naftowej (zob. wykres 13). Spadek realnej rentowności wydawał się jedynie po części związany z fundamentalnymi czynnikami makroekonomicznymi, np. długoterminowymi perspektywami wzrostu, w większym zaś stopniu z innymi czynnikami, przede wszystkim niezwykle wysokim popytem na obligacje długoterminowe⁴. W strefie euro swoje portfele obligacji długoterminowych powiększyły w szczególności fundusze emerytalne, motywowane po części zmianami przepisów oraz rosnącą potrzebą dopasowania aktywów tych funduszy do ich (długoterminowych) zobowiązań. Inną zmianą strukturalną, która mogła w długoterminowej perspektywie

przyczynić się do niskiej rentowności obligacji, są rosnące oszczędności pokolenia wyżu demograficznego oraz generalnie starzenie się populacji. Zachowania spekulacyjne, takie jak strategie „carry trade” przy wykorzystaniu krzywej dochodowości, czyli zaciąganie niskooprocentowanych kredytów krótkoterminowych i inwestowanie w instrumenty długoterminowe, mogły pogłębić spadek rentowności obligacji długoterminowych.

Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych była niska na wszystkich ważnych rynkach. Może to sugerować, że rentowność obligacji w strefie euro spadła nie tylko z powodu czynników wewnętrznych, lecz również – i to w znacznym stopniu – wskutek zwiększonego ogólnoświatowego popytu na obligacje strefy euro. W tym zakresie rolę mógł odegrać wzrost popytu na obligacje ze strony krajów eksportujących ropę naftową oraz utrzymujący się wysoki popyt na te instrumenty zgłaszany ze strony azjatyckich i innych banków centralnych, a także rosnące różnicowanie kursów walutowych. Ponadto nie można wykluczyć, że niska rentowność obligacji długoterminowych w 2005 r. wiązała się również z bardzo wysokim poziomem płynności obserwowanym w ogólnoświatowym systemie finansowym po długim okresie łagodnej polityki pieniężnej.

Spadek nominalnej i realnej rentowności obligacji w strefie euro zakończył się pod koniec trzeciego kwartału 2005 r. Wzrost rentowności obligacji długoterminowych (zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w przypadku obligacji indeksowanych) w czwartym kwartale 2005 r. wskazuje, że rynki oczekują w krótkiej perspektywie pewnego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro. Wzrost nominalnej i realnej rentowności obligacji długoterminowych w strefie euro odzwierciedlał również

⁴ Zob. ramka zatytułowana *Recent developments in long-term real interest rates* w Biuletynie Miesięcznym EBC z kwietnia 2005 r.

skorygowane w górę przez uczestników rynku oczekiwania dotyczące przyszłych zmian krótkoterminowych stóp procentowych w perspektywie krótko- i średnioterminowej. Wskazuje na to stopniowe przesuwanie się w górę odcinków krzywej implikowanej przyszłej dochodowości odpowiadających tym okresom zapadalności w czwartym kwartale 2005 r.

Wskutek tych zmian nominalna rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro na koniec roku wyniosła 3,4% i była o około 35 punktów bazowych niższa niż na koniec 2004 r. Z kolei w Stanach Zjednoczonych rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wzrosła w tym samym okresie o około 20 punktów bazowych. W związku z tym rozpiętość między 10-letnimi stopami procentowymi w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro znacznie się zwiększyła w 2005 r. Wzrosła ona z 55 punktów bazowych na koniec 2004 r. do 120 punktów bazowych na początku czwartego kwartału 2005 r. Opisywana rozbieżność długoterminowych stóp procentowych odzwierciedlała zróżnicowane poglądy uczestników rynku co do perspektyw makroekonomicznych oraz krótkoterminowych oczekiwań dotyczących poziomu stóp procentowych w obydwu gospodarkach. W 2005 r. realna rentowność długoterminowych obligacji w strefie euro spadła, a w Stanach Zjednoczonych znacznie wzrosła.

W 2005 r., pomimo silnego wzrostu cen ropy naftowej, długoterminowe progowe stopy inflacji w strefie euro oscylowały w niewielkim przedziale między 1,9% a 2,2% (zob. wykres 13). Progowa stopa inflacji dla pierwotnego terminu zapadalności w 2012 r. wyniosła na koniec roku 2,0%, co oznaczało spadek o 20 punktów bazowych w porównaniu z końcem 2004 r.

W 2005 r. implikowana zmienność rynku obligacji – wskaźnik odzwierciedlający oczekiwania rynku co do zakresu zmian rentowności obligacji w krótkim okresie – utrzymywała się na niskim poziomie obserwowanym w drugiej połowie 2004 r. Wskazuje to, że w 2005 r. uczestnicy rynku oczekiwali jedynie niewielkich krótkookresowych wahań rentowności na rynku obligacji strefy euro.

W pierwszych dwóch miesiącach 2006 r. rentowność długoterminowych obligacji skarbowych na rynkach światowych wzrosła. W dniu 24 lutego rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro wynosiła 20 punktów bazowych powyżej poziomu obserwowanego pod koniec 2005 r. Wzrost ten znalazł odzwierciedlenie we wzroście rentowności długoterminowych obligacji indeksowanych stopą inflacji, natomiast długoterminowe oczekiwania inflacyjne mierzone progową stopą inflacji pozostały zasadniczo niezmiennione.

Ramka 2

WPŁYW ROSNĄCYCH CEN ROPY NAFTOWEJ NA RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI I CENY AKCJI: PORÓWNANIE MIĘDZY STREFĄ EURO A STANAMI ZJEDNOCZONYMI W PERSPEKTYWIE HISTORYCZNEJ

Niniejsza ramka koncentruje się na wpływie wyższych cen ropy naftowej na oczekiwania rynkowe dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji, odzwierciedlane przez rentowność obligacji długoterminowych i ceny akcji w strefie euro oraz Stanach Zjednoczonych. Reakcje rynków finansowych na ostatni silny wzrost cen ropy porównano do poprzednich okresów, gdy ceny tego surowca były wysokie. W przeciwieństwie do doświadczeń z przeszłości, w zeszłym roku reakcja w postaci zmian rentowności obligacji oraz cen akcji w strefie euro i Stanach Zjednoczonych była raczej umiarkowana.

W wyjaśnieniu powodu i sposobu reakcji rentowności obligacji na zmiany cen ropy naftowej pomaga tzw. hipoteza Fishera. Mówi ona, że długoterminową nominalną stopę procentową można rozbić na oczekiwaną realną stopę procentową oraz premię, której wymagają inwestorzy w ramach rekompensaty za przewidywaną inflację występującą w okresie ważności obligacji. Z kolei realną stopę procentową można m.in. powiązać z postrzeganymi przez inwestorów na rynku obligacji średnimi perspektywami wzrostu danej gospodarki w okresie ważności obligacji. Wyższe ceny ropy naftowej obniżają zazwyczaj krótko- i średnioterminowe perspektywy wzrostu krajów nieprodukcujących tego surowca, równocześnie zwiększając presję inflacyjną, a więc i oczekiwania inflacyjne. W teorii ogólna reakcja nominalnej rentowności obligacji na wyższe ceny ropy naftowej za pośrednictwem tzw. kanału oczekiwań nie jest więc jednoznaczna i zależy od relatywnej wielkości ich wpływu na oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego oraz inflacji.

W przeszłości nominalna rentowność obligacji zazwyczaj rosła wraz ze wzrostem cen ropy, ponieważ szybko rosnąca inflacja i oczekiwania inflacyjne całkowicie niwelowały związaną z równoczesnym spowolnieniem gospodarczym presję na obniżenie realnych stóp. Pierwsze trzy wiersze tabeli A pokazują zmiany rentowności 10-letnich obligacji w 12 miesiącach poprzedzających dwa okresy najwyższych cen ropy w czasie kryzysów lat siedemdziesiątych (w styczniu 1974 r. i listopadzie 1979 r.) oraz duży wzrost cen wywołany wojną w Zatoce Perskiej w październiku 1990 r.¹ Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych silnie wzrosła po obydwu stronach Atlantyku – o 90 do 180 punktów bazowych w przypadku Niemiec oraz o 50 do 150 punktów bazowych w przypadku Stanów Zjednoczonych. Podczas tych historycznych epizodów rzeczywista inflacja w obydwu gospodarkach znacznie wzrosła, podwyższając oczekiwania inflacyjne inwestorów. Recesja towarzysząca wspomnianym wydarzeniom wywierała najprawdopodobniej presję na obniżenie realnej stopy procentowej. W związku z tym zaobserwowany duży wzrost nominalnej rentowności obligacji wskazuje, że wyższe oczekiwania inflacyjne z nadwyżką skompensowały prawdopodobne spadki realnych długoterminowych stóp procentowych.

Jednak podczas ostatniego wzrostu cen ropy długoterminowe stopy procentowe zareagowały zupełnie inaczej, szczególnie w strefie euro (zob. wiersz czwarty w tabeli A). W 12 miesiącach poprzedzających okres najwyższej ceny ropy we wrześniu 2005 r. rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych spadła o około 90 punktów bazowych w strefie euro, a w Stanach Zjednoczonych wzrosła jedynie o 20 punktów bazowych. Wydaje się to odzwierciedlać przede wszystkim fakt, że w przeciwieństwie do poprzednich szoków naftowych inflacja rzeczywista i oczekiwana pozostały tym razem dosyć stabilne. Tabela A pokazuje również, że 10-letnie progowe stopy inflacji (choć nie są one doskonałą miarą oczekiwań inflacyjnych) zmieniły się w omawianym okresie w bardzo niewielkim stopniu². Poza tym wydaje się, że

Tabela A Zmiany rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wzrost cen ropy naftowej

(w punktach bazowych)

	Strefa euro	Stany Zjednoczone
sty. 1973 - sty. 1974	91	46
list. 1978 - list. 1979	117	152
paź. 1989 - paź. 1990	176	73
wrze. 2004 - wrze. 2005	-89	20
<i>z czego:</i>		
realne długoterminowe stopy procentowe	-79	-4
długoterminowe progowe stopy inflacji	-10	24

1 Rentowność obligacji strefy euro w tych trzech okresach jest reprezentowana przez rentowność 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych.

2 Rynek obligacji indeksowanych pojawił się stosunkowo niedawno i dlatego w przypadku trzech poprzednich wzrostów cen ropy naftowej nie można przeprowadzić takiej analizy.

Źródła: Bank Rozrachunków Międzynarodowych, Reuters i obliczenia EBC.

Uwaga: Dla trzech pierwszych okresów w strefie euro podano dane dotyczące niemieckich obligacji skarbowych.

wyższe ceny ropy naftowej również skorygowały w dół oczekiwania uczestników rynku dotyczące wzrostu i w związku z tym doprowadziły do obniżki długoterminowych realnych stóp procentowych. W okresie poprzedzającym najwyższą cenę ropy naftowej we wrześniu 2005 r. 10-letnie indeksowane obligacje w strefie euro odnotowały spadek o około 80 punktów bazowych, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych podobna reakcja raczej nie nastąpiła (zob. tabela A). W związku z tym spadek nominalnej rentowności obligacji długoterminowych w strefie euro w tym okresie odzwierciedla głównie niższą realną rentowność obligacji, podczas gdy oczekiwania inflacyjne pozostają zasadniczo niezmienione. Ponadto większa wiarygodność i przewidywalność banków centralnych mogła przyczynić się do zmniejszenia niepewności, tłumiąc tym samym zmiany rentowności obligacji w ubiegłym roku. Jednak próby wyjaśniania związku między niedawnymi zmianami rentowności obligacji długoterminowych a cenami ropy naftowej uwzględniające jedynie wpływ cen ropy na oczekiwania uczestników rynku co do wzrostu i inflacji pomijają kilka innych czynników, które mogły mieć bezpośredni wpływ na obydwie zmienne³.

Zmiany cen ropy mogą również wpływać na ceny akcji. Teoretycznie cena akcji jest równa sumie spodziewanych przyszłych dywidend zdyskontowanej o stopę procentową wolną od ryzyka oraz premii za ryzyko wymaganej przez inwestorów w zamian za nabycie akcji. Podczas wyceny spodziewane przyszłe dywidendy można zastąpić oczekiwaniami dotyczącymi wyników finansowych, przy założeniu, że pewna część zysków zostanie wypłacona w postaci dywidendy. Zmiany cen ropy mogą wpływać na wszystkie trzy powyższe składniki. Na przykład wyższe koszty nośników energii mogą spowolnić spodziewany wzrost zysków w przypadku niektórych przedsiębiorstw, lecz również przyspieszyć go w przypadku tych firm, które zazwyczaj zyskują na wzroście cen ropy, na przykład spółek zajmujących się poszukiwaniem złóż tego surowca. Zamiast realnej stopy wolnej od ryzyka często wykorzystywana jest realna rentowność długoterminowych obligacji skarbowych, a jak wyjaśniono powyżej, zmiany cen ropy mogą mieć również wpływ na ten składnik. Wreszcie, w okresach wysokich cen ropy naftowej inwestorzy wykazują zazwyczaj większą niepewność co do perspektyw zysków przedsiębiorstw, która może z kolei prowadzić do żądania wyższej premii za ryzyko. Chociaż niektóre z powyższych składników mogą wzajemnie się niwelować, wysokie i rosnące ceny ropy naftowej zwykle powodują spadek cen akcji, ponieważ z reguły najważniejszy okazuje się ich przyszły negatywny wpływ na postrzeganą rentowność przedsiębiorstw (zob. trzy pierwsze wiersze tabeli B).

Tabela B przedstawia stopy zwrotu osiągnięte na rynkach akcji w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w ujęciu rocznym w tych samych czterech okresach dużego wzrostu cen ropy naftowej. Pokazuje również znamienne różnice w kształtowaniu się cen akcji w okresie najnowszym i w okresach poprzednich, poprzedzających skoki cen ropy. Podczas gdy szoki naftowe w latach siedemdziesiątych i duży wzrost na początku lat dziewięćdziesiątych zbiegły się ze

Tabela B Zmiany cen akcji w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wzrost cen ropy naftowej

(w procentach)

	Strefa euro	Stany Zjednoczone
sty. 1973 - sty. 1974	-2	-19
list. 1978 - list. 1979	2	3
paź. 1989 - paź. 1990	-1	-9
wrze. 2004 - wrze. 2005	30	12

Źródła: Datastream, Reuters i obliczenia EBC.

Uwaga: Jako indeks rynków giełdowych w obliczeniach wykorzystano ogólny indeks rynków Datastream.

³ Jest to przykład prawdopodobny, że niedawne zmiany długoterminowych realnych stóp procentowych były również spowodowane czynnikami wpływającymi na poziom premii za ryzyko. Zob. także ramkę zatytułowaną *Recent developments in long-term real interest rates* w wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z kwietnia 2005 r.

stosunkowo niskimi stopami zwrotu odnotowanymi przez inwestorów na rynkach akcji, w okresie od września 2004 r. do września 2005 r. ceny akcji wzrosły, szczególnie w strefie euro. Wydaje się więc, że podczas ostatniego wzrostu uczestnicy rynku przywiązywali mniejszą wagę do tych czynników powiązanych z ceną ropy, które negatywnie wpływają na ceny akcji.

Jednym z powodów może być fakt, że w porównaniu z latami siedemdziesiątymi i wczesnymi osiemdziesiątymi dojrzałe gospodarki są w znacznie mniejszym stopniu zależne od ropy naftowej, a ostatnie podwyżki jej cen były w większym stopniu stymulowane czynnikami popytowymi wynikającymi z ożywionej aktywności gospodarczej na świecie. Ponadto zagrożenia związane z eskalacją procesu negocjacji płacowych i nakręcaniem spirali inflacyjnej wydają się obecnie mniejsze niż podczas poprzednich szoków naftowych. Jeżeli chodzi o porównanie wyników na obydwu rynkach, wyraźniejszy wzrost na rynku akcji strefy euro w porównaniu z rynkiem amerykańskim w latach 2004-2005 odzwierciedla w pewnej mierze głębszy spadek długoterminowych realnych stóp procentowych w strefie euro (zob. tabela A).

Podsumowując, w przeciwieństwie do poprzednich okresów wzrostu cen ropy, rynki obligacji i akcji w strefie euro oraz Stanach Zjednoczonych zareagowały na ostatni duży wzrost cen w sposób bardziej umiarkowany. Spadek realnej rentowności indeksowanych obligacji w strefie euro może wskazywać, że niedawna podwyżka cen ropy mogła wywołać pewne obawy co do perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro, chociaż w tym okresie rolę mogły też odegrać inne czynniki strukturalne i krótkoterminowe. W odniesieniu do stabilnej progowej stopy inflacji w strefie euro nie można wykluczyć, że zwiększona wiarygodność banków centralnych w zakresie utrzymywania niskiej i stabilnej inflacji stanowiła podstawę obserwowanej odporności cen aktywów finansowych na najnowszy szok naftowy.

DALSZY WZROST CEN AKCJI W STREFIE EURO W 2005 R.

W 2005 r. ceny akcji w strefie euro nadal rosły, kontynuując tendencję obserwowaną od początku 2003 r. (zob. wykres 14). Indeks Dow Jones EURO STOXX zamknął rok 23-procentowym wzrostem w porównaniu z końcem ubiegłego roku, osiągnął zatem wynik nieco słabszy w stosunku do indeksu Nikkei 225, lecz lepszy od indeksu Standard and Poor's 500, który w 2005 r. poruszał się w trendzie bocznym. Oprócz zmian stóp procentowych na obydwu rynkach słabe wyniki rynku akcji w Stanach Zjednoczonych można w pewnym stopniu wytłumaczyć również zmianami kursów walutowych: w 2005 r. wartość dolara w stosunku do euro i jena wzrosła odpowiednio o 13% i 15%.

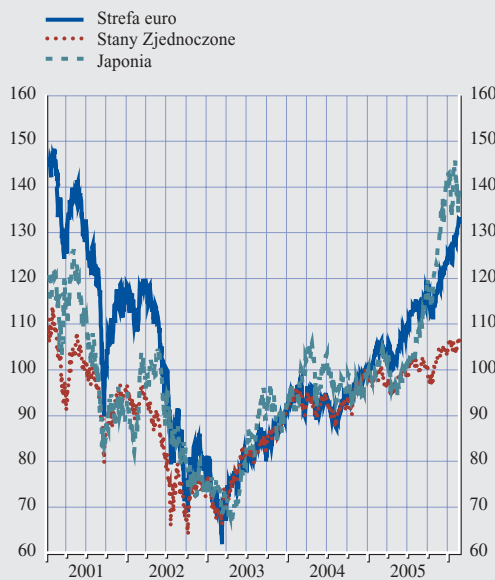
Dobre wyniki rynków akcji w strefie euro w 2005 r. wydawały się odzwierciedlać wpływ kilku czynników, a w szczególności spadku

dyskontujących spodziewane przyszłe przepływy pieniężne długoterminowych stóp procentowych oraz utrzymującego się dwucyfrowego rzeczywistego wzrostu zysku netto na akcję (zob. wykres 15). Analitycy rynku giełdowego ogólnie skorygowali w górę szacunki dotyczące wyników finansowych. Wydaje się także, że utrzymująca się niska zmienność rynku giełdowego, która wskazuje na niski poziom niepewności uczestników rynku co do jego krótkoterminowych perspektyw, wywarła korzystny wpływ na cenę akcji.

Potencjalnie niekorzystne czynniki, takie jak mniej optymistyczne perspektywy wzrostu gospodarczego w wyniku dużego wzrostu cen ropy naftowej (zob. ramka 2: Wpływ rosnących cen ropy naftowej na rentowność obligacji i ceny akcji), tylko częściowo spowalniały wzrost cen akcji.

Wykres 14 Indeksy cen akcji

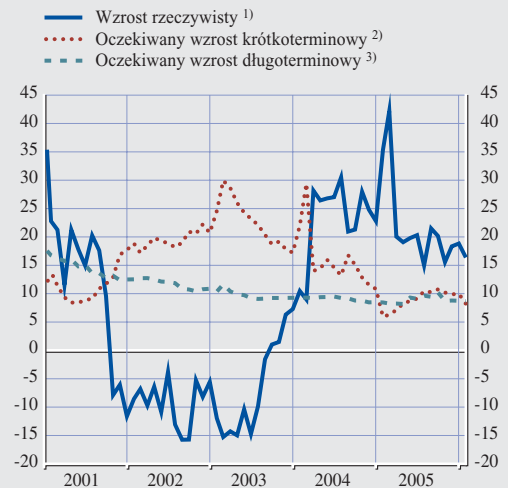
(indeks: 31 grudnia 2004 = 100; dane dzienne)



Źródła: Reuters i Thomson Financial Datastream.
Uwaga: Wykorzystano szeroki indeks Dow Jones EURO STOXX dla strefy euro, indeks Standard and Poor's 500 dla Stanów Zjednoczonych oraz indeks Nikkei 225 dla Japonii.

Wykres 15 Wzrost rzeczywistych i oczekiwanych zysków przedsiębiorstw

(w procentach w skali roku; dane miesięczne)



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwaga: Oczekiwany wzrost wyników wg indeksu Dow Jones EURO STOXX.
1) Dotyczy zysku na akcję z ostatnich 12 miesięcy.
2) Dotyczy przewidywań analityków na 12 miesięcy naprzód.
3) Dotyczy przewidywań analityków na 3 do 5 lat naprzód.

W ujęciu sektorowym wzrost cen akcji w strefie euro w 2005 r. był najbardziej widoczny w sektorach ropy naftowej i gazu (równoległe z szybkim wzrostem publikowanych wyników finansowych przedsiębiorstw, wynikającym w dużej mierze ze zmian cen ropy) oraz w sektorze finansowym. Z dziesięciu sektorów gospodarki ujętych w indeksie Dow Jones EURO STOXX tylko sektor telekomunikacyjny odnotował na koniec 2005 r. niższe ceny akcji niż rok wcześniej. Sektory usług konsumpcyjnych i ochrony zdrowia również osiągnęły w 2005 r. wyniki słabsze od indeksu. Sugeruje to, że perspektywy wyników finansowych firm bardziej zależnych od spożycia prywatnego były w 2005 r. stosunkowo słabe.

Na początku 2006 r. ceny akcji na świecie nadal rosły. Do 24 lutego 2006 r. indeks Dow Jones EURO STOXX zyskał na wartości 8%

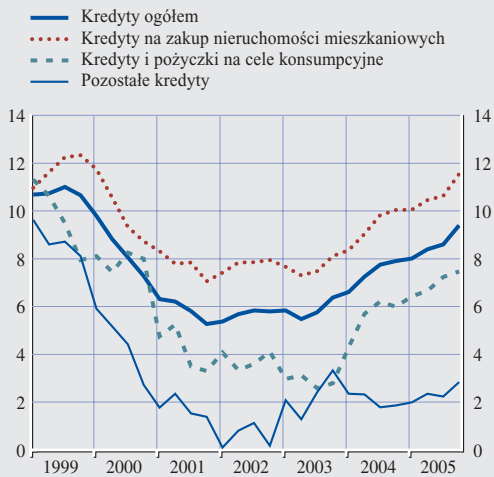
w porównaniu z końcem 2005 r. Indeksy Standard and Poor's 500 oraz Nikkei 225 odnotowały w tym samym okresie mniejsze wzrosty. Opisujący wzrost cen akcji można wyjaśnić ogólnym szybkim wzrostem zysków przedsiębiorstw i zwiększonym apetytem inwestorów na inwestycje w ryzykowne papiery wartościowe z prawem do kapitału.

SILNY POPYT GOSPODARSTW DOMOWYCH NA FINANSOWANIE

W 2005 r. zapoczątkowany w połowie 2003 r. wzrost kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe nadal się utrzymywał, odzwierciedlając szybki wzrost kredytów na cele mieszkaniowe oraz coraz szybszy wzrost kredytów i pożyczek na cele konsumpcyjne. Roczna dynamika kredytów MIF dla gospodarstw domowych zwiększyła się do 9,4% w grudniu 2005 r. z poziomu 7,9% na koniec 2004 r. Równocześnie tendencje na poziomie

Wykres 16 Kredyty i pożyczki MIF dla gospodarstw domowych

(zmiany roczne w procentach)



Źródło: EBC.

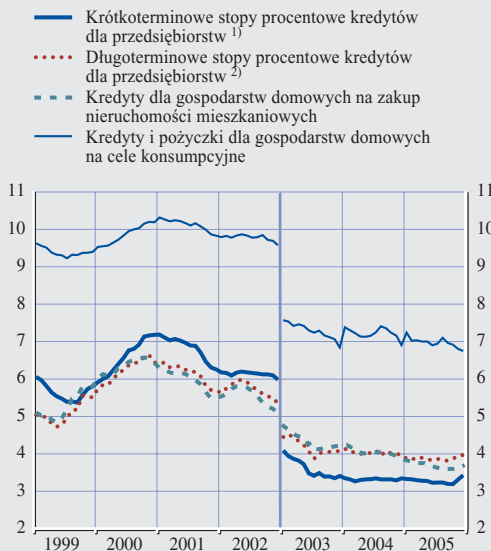
strefy euro zacierają różnice między poszczególnymi krajami (zob. ramka 3: Różnice w zakresie wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych pomiędzy krajami strefy euro).

Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych udzielanych przez pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego, która była w poprzednim roku znacznie wyższa od dynamiki kredytów udzielanych przez MIF, znacznie spadła w 2005 r., co spowodowało zbliżenie się rocznej dynamiki kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych ogółem i rocznej dynamiki kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych.

Jeżeli chodzi o strukturę kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych według przeznaczenia, wzrost kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe wydawał się w 2005 r. bardziej równomiernie rozkładać na różne kategorie kredytów niż w roku poprzednim. Mimo to dynamika kredytów była nadal stymulowana głównie wysokim popytem na kredyty na cele mieszkaniowe (zob. wykres 16). Prawdopodobne jest, że trwający wzrost kredytów hipotecznych wiąże się zarówno

Wykres 17 Stopy procentowe kredytów udzielonych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom

(oprocentowanie roczne)



Źródło: EBC.

Uwagi: Dane o detalicznych stopach procentowych do grudnia 2002 r. oraz o stopach procentowych MIF dla nowych umów z wyłączeniem kredytów w rachunku bieżącym od stycznia 2003 r. (od grudnia 2003 r. dane ważone). Więcej informacji o statystykach stóp procentowych MIF i metodach ważenia znajduje się odpowiednio w ramce 2 Biuletynu Miesięcznego EBC z grudnia 2003 r. oraz w ramce 3 Biuletynu Miesięcznego EBC z sierpnia 2004 r.

1) Do 2003 r. stopy procentowe kredytów dla przedsiębiorstw o pierwotnym terminie zapadalności do 1 roku. Od stycznia 2003 r. stopy procentowe kredytów dla przedsiębiorstw o zmiennym oprocentowaniu i okresie trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku.

2) Do 2003 r. stopy procentowe kredytów dla przedsiębiorstw o pierwotnym terminie zapadalności powyżej 1 roku. Od stycznia 2003 r. stopy procentowe kredytów dla przedsiębiorstw o okresie obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania powyżej 1 roku.

z dalszymi obniżkami oprocentowania tych kredytów w całej strefie euro, jak i dynamicznymi zmianami na rynku nieruchomości, które następują w wielu regionach (zob. podrozdział 2.3 niniejszego rozdziału).

W 2005 r. oprocentowanie kredytów hipotecznych nadal spadało, schodząc poniżej i tak niskiego poziomu osiągniętego w latach poprzednich (zob. wykres 17). Na przykład stopy procentowe MIF w odniesieniu do nowo zaciąganych kredytów na cele mieszkaniowe

z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania od 5 do 10 lat zmniejszyły się w ciągu roku o 13 punktów bazowych, osiągając w grudniu 2005 r. 3,7%.

Ponadto wyniki ankiety Eurosystemu dotyczącej akcji kredytowej banków sugerują, że szybki wzrost kredytów na cele mieszkaniowe (choć stymulowany głównie wysokim popytem ze strony gospodarstw domowych) mógł być związany z pewnym złagodzeniem w pierwszym i trzecim kwartale 2005 r. kryteriów stosowanych przez banki przy udzielaniu takich kredytów. Wspomniane złagodzenie kryteriów oraz wysoki popyt częściowo odzwierciedlały coraz bardziej

korzystną ocenę perspektyw rynku mieszkaniowego przez banki i kredytobiorców.

Pomimo stosunkowo niewielkiego wzrostu nominalnych wydatków konsumpcyjnych w strefie euro, roczna dynamika kredytów i pożyczek na cele konsumpcyjne wykazywała w 2005 r. tendencję zwyżkową, osiągając 7,5% w ostatnim kwartale 2005 r. Wzrost ten odpowiada utrzymującym się w 2005 r. niskim stopom oprocentowania kredytów i pożyczek na cele konsumpcyjne i znajduje potwierdzenie w wynikach ankiety Eurosystemu dotyczącej akcji kredytowej banków wskazującej na dogodniejsze warunki kredytowania.

Ramka 3

RÓŻNICE W ZAKRESIE WZROSTU KREDYTÓW I POŻYCZEK DLA GOSPODARSTW DOMOWYCH POMIĘDZY KRAJAMI STREFY EURO

Roczna dynamika kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych w strefie euro rosła w dość równomiernym tempie od połowy 2003 r., osiągając na koniec 2005 r. 9,4%. Ta wysoka dynamika kredytów w całej strefie euro zacierza jednak wyraźne różnice między stopami wzrostu w poszczególnych krajach strefy. W niniejszej ramce opisano wspomniane różnice w kategoriach statystycznych miar dyspersji i przedstawiono wyjaśnienia dotyczące różnic między krajami.

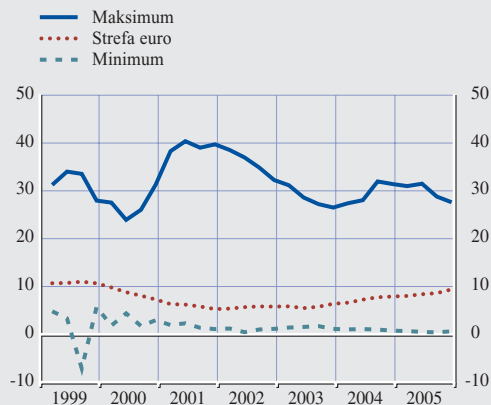
Pomiar różnic w zakresie wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych pomiędzy krajami strefy euro

Różnice dotyczące wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych pomiędzy krajami można analizować na kilka sposobów. Wykres A przedstawia przedział między najwyższą a najniższą roczną dynamiką kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych ogółem w krajach strefy euro od początku III etapu UGW. Przedział ten był zazwyczaj bardzo szeroki – w kilku przypadkach przekraczał 30 punktów procentowych. Podczas gdy roczne dynamiki w krajach charakteryzujących się najszybszym przyrostem kredytów i pożyczek wahały się od 25% do 40%, w krajach o najniższym przyroście w okresie referencyjnym dynamika kredytów i pożyczek zaciągniętych przez gospodarstwa domowe była bardzo niska i czasem spadała poniżej zera. Porównanie tych wartości z dynamiką dla całej strefy euro, która wahała się od 5% do 10%, sugeruje, że kraje o najwyższych dynamikach były przypadkami nietypowymi lub miały stosunkowo niewielki udział w wysokości kredytów dla gospodarstw domowych zaciągniętych w całej strefie euro.

Uwzględniając wagę poszczególnych krajów w agregacie strefy euro, wykres B przedstawia dyspersję rocznej dynamiki kredytów i pożyczek między krajami w okresie od 1999 do 2005 r.,

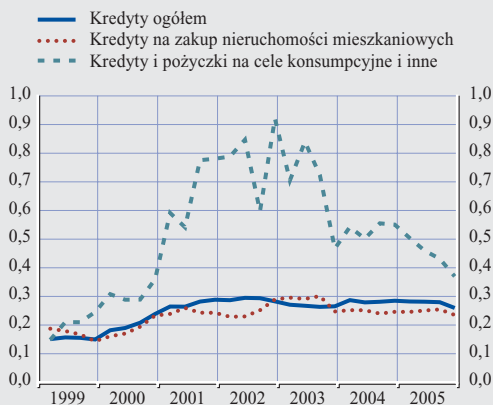
Wykres A Przedział wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych w krajach strefy euro

(zmiany roczne w procentach)



Źródło: EBC.

Wykres B Ważony współczynnik zmienności rocznego wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych



Źródło: EBC.

Uwaga: Ważony współczynnik zmienności danej zmiennej jest stosunkiem jej ważonego odchylenia standardowego do jej ważonej wartości średniej. Wagi odpowiadają udziałowi danego kraju w odpowiedniej kategorii kredytów.

mierzona za pomocą ważonego współczynnika zmienności. Zaletą tej miary jest jej mniejsza podatność na wpływ wartości skrajnych. Niemniej ewolucja tych dwóch miar dyspersji od 1999 r. jest w ogólnym zarysie podobna: po osiągnięciu najwyższego poziomu w połowie 2002 r. dyspersja wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych między krajami zmniejszyła się nieco w 2003 r., po czym zasadniczo ustabilizowała na poziomie wyższym od obserwowanego w 1999 r.

Łączną kwotę kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych można rozbić na kredyty na cele mieszkaniowe, kredyty i pożyczki na cele konsumpcyjne oraz pozostałe kredyty. Jak pokazuje wykres B, ważony współczynnik zmienności dla kredytów hipotecznych rósł do końca 2002 r., lecz od tego czasu pozostawał dość stabilny. Biorąc pod uwagę duży udział kredytów hipotecznych w łącznej kwocie kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych (niemal 70% na koniec 2005 r.), dyspersja wzrostu kredytów hipotecznych w dużej mierze determinuje dyspersję łącznego wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Ważony współczynnik zmienności wzrostu kredytów i pożyczek na cele konsumpcyjne oraz pozostałych kredytów wahał się w przeszłości znacznie bardziej niż ważony współczynnik zmienności dla wzrostu kredytów hipotecznych. Wydaje się jednak, że niedawno również się ustabilizował, choć na znacznie wyższym poziomie niż ważony współczynnik zmienności wzrostu kredytów hipotecznych.

Wzrost kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych i różnice w zadłużeniu pomiędzy krajami strefy euro

Występujące w ubiegłych latach różnice pomiędzy krajami w odniesieniu do wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych mogą odzwierciedlać wiele czynników, w tym różnice w sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz stopień konwergencji stóp procentowych przed wprowadzeniem Unii Walutowej, różnice w strukturze rynków finansowych (szczególnie w przypadku kredytów hipotecznych) oraz w zakresie podstawowych czynników

ekonomicznych determinujących ilość kredytów zaciągniętych przez gospodarstwa domowe – np. dynamiki rynków nieruchomości i cen nieruchomości mieszkaniowych.

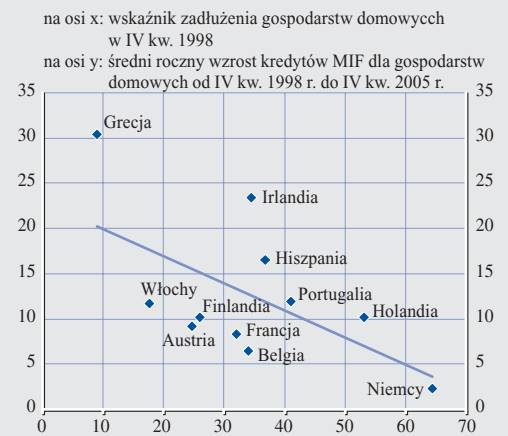
Wykres C przedstawia średni roczny wzrost łącznej kwoty kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych w krajach strefy euro w okresie od czwartego kwartału 1998 r. do czwartego kwartału 2005 r. na tle zadłużenia gospodarstw domowych w poszczególnych krajach na koniec 1998 r. Na początku III etapu UGW kraje strefy euro wykazywały znaczne zróżnicowanie poziomu zadłużenia gospodarstw domowych mierzonego jako stosunek kwoty kredytów i pożyczek MIF do PKB. Wykres wskazuje, że kraje o niższych początkowych wskaźnikach zadłużenia charakteryzowały się średnio szybszym wzrostem kredytów niż kraje o wyższych wskaźnikach początkowych. Tak więc za część rozbieżności w średnim wzroście kredytów i pożyczek zaobserwowanych od 1999 r. może odpowiadać proces „konwergencji” wskaźników zadłużenia, który nastąpił wraz z konwergencją stóp procentowych i poziomu inflacji.

W 1999 r. między krajami występowały również znaczne różnice w strukturze rynków finansowych, co mogło się przyczynić do różnic w początkowym poziomie zadłużenia gospodarstw domowych. W przypadku rynków hipotecznych takie różnice znajdują na przykład odzwierciedlenie w zróżnicowaniu oferty pod względem okresu kredytowania, zastosowania stałej lub zmiennej stopy procentowej oraz średniej i maksymalnej relacji kredytu do wartości nieruchomości. Mimo że w ostatnich latach liberalizacja rynków finansowych i wzrost konkurencji między pośrednikami finansowymi były wszechobecne, wpływ tych zmian strukturalnych na rynki finansowe był różny w poszczególnych krajach strefy euro zależnie od punktu wyjścia oraz tempa i zakresu dokonanych reform. Spowodowało to na przykład większą redukcję marż odsetkowych i innych kosztów kredytowania oraz pojawienie się szerszej oferty nowatorskich i zróżnicowanych produktów hipotecznych (np. dostępność kredytów 30-, a nawet 50-letnich, pojawienie się kredytów o zmiennej stopie oprocentowania cechujących się stałą wysokością raty i zmiennym okresem spłaty oraz kredytów hipotecznych „bez amortyzacji”) w niektórych krajach, co pozwoliło większej liczbie gospodarstw domowych uzyskać finansowanie na cele mieszkaniowe. Różnice w dynamice kredytów zaciągniętych przez gospodarstwa domowe obserwowane między krajami mogą więc częściowo odzwierciedlać zróżnicowanie zaawansowania oraz głębokości rynków finansowych pod względem ich poziomu i stopnia ewolucji.

Chociaż dzięki Unii Walutowej krótkoterminowa stopa procentowa w poszczególnych krajach uległa ujednoczeniu, różnice w dynamice kredytów zaciągniętych przez gospodarstwa domowe wynikają także z różnic w sytuacji makroekonomicznej krajów strefy euro. Jest to szczególnie widoczne w odniesieniu do tendencji obserwowanych na rynkach nieruchomości. Jak widać na

Wykres C Wzrost kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych a zadłużenie gospodarstw domowych w strefie euro

(na osi x: jako odsetek PKB, na osi y: roczne zmiany procentowe)

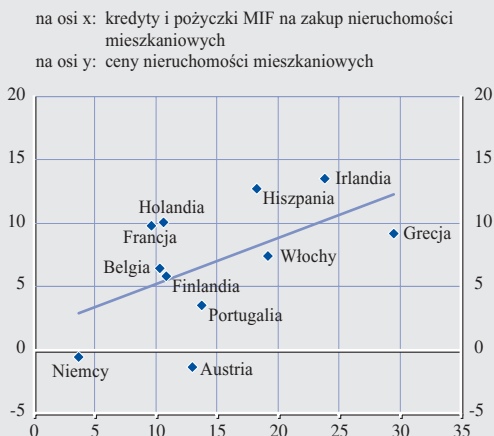


Źródło: EBC.

Uwaga: Na wykresie nie uwzględniono Luksemburga ze względu na wysoki udział kredytów transgranicznych w całkowitej wartości kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych.

Wykres D Dynamika rynku nieruchomości mieszkaniowych a kredyty w strefie euro w latach 1999-2004

(średnie roczne stopy wzrostu w procentach)



Źródło: EBC.

Uwaga: Na wykresie nie uwzględniono Luksemburga ze względu na wysoki udział kredytów transgranicznych w całkowitej wartości kredytów dla gospodarstw domowych.

i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych ogółem. Dane świadczą również, że różnice między krajami utrzymują się. Chociaż zróżnicowanie w poziomie inflacji i stóp procentowych przed wdrożeniem UGW – a zatem wpływ pojawienia się przewidywalnej i niskiej inflacji od początku etapu III – może częściowo tłumaczyć różnice między krajami, znaczną rolę odegrało również zróżnicowanie występujące po wprowadzeniu euro, szczególnie w zakresie tendencji na rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz zmian w strukturze rynków finansowych. Oczywiście do różnic we wzroście kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych między krajami mogły się także przyczynić inne czynniki. Należą do nich na przykład zróżnicowanie dochodów i spożycia prywatnego, uwarunkowań demograficznych oraz podejścia do własności nieruchomości mieszkaniowych w poszczególnych krajach. Ulgi podatkowe związane ze spłatą odsetek od kredytów, objęcie zysków z inwestycji w nieruchomości podatkiem od zysków kapitałowych czy sekurytyzacja kredytu hipotecznego mogą tu również odgrywać ważną rolę. Za różnice częściowo może też odpowiadać różny stopień zaawansowania branży finansowej w dziedzinie modelowania, dzięki któremu banki lepiej oceniają wydarzenia na rynkach i ryzyko kredytowe.

wykresie D, w niektórych krajach (np. Irlandii czy Hiszpanii) doszło po 1999 r. do bardzo dużych podwyżek cen nieruchomości mieszkaniowych, podczas gdy w innych (np. Niemczech czy Austrii) ceny pozostawały stabilne. Ponieważ kredyty hipoteczne są największym składnikiem kredytów dla gospodarstw domowych, i w naturalny sposób wpływają na dynamikę rynku nieruchomości mieszkaniowych, znaczne różnice w zmianach cen nieruchomości znajdują odzwierciedlenie w zróżnicowaniu dynamiki kredytów zaciągniętych przez gospodarstwa domowe. Z kolei różnice w zakresie kredytów i pożyczek na cele konsumpcyjne między krajami mogą wynikać z różnych uwarunkowań dotyczących dochodów do dyspozycji i spożycia prywatnego.

Podsumowując, w latach 1999-2005 pomiędzy krajami strefy euro występowały wyraźne różnice w zakresie rocznej dynamiki kredytów

ROSNĄCE ZADŁUŻENIE GOSPODARSTW DOMOWYCH

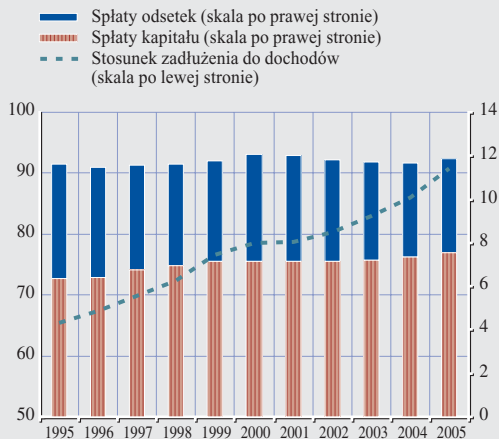
Wskutek utrzymującej się silnej dynamiki zaciągniętych kredytów stosunek zadłużenia gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji po raz kolejny wzrósł w 2005 r. (zob. wykres 18). Zadłużenie gospodarstw domowych w strefie euro pozostało jednak niższe od obserwowanego w innych krajach uprzemysłowionych, takich jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania czy Japonia. Ponadto mimo wzrostu zadłużenia całkowity ciężar obsługi zadłużenia w sektorze

gospodarstw domowych (stosunek spłat odsetek i kapitału do dochodu do dyspozycji) pozostał na zasadniczo niezmiennym poziomie. Większy ciężar spłaty zadłużenia związany z obserwowanym w ostatnich latach szybkim wzrostem kredytów został w dużej mierze skompensowany przez zmniejszenie się części dochodu przeznaczanej na spłatę odsetek, wynikające z niskich stóp procentowych.

Tym niemniej wzrost zadłużenia zwiększył wrażliwość gospodarstw domowych na zmiany

Wykres 18 Zadłużenie gospodarstw domowych i ciężar obsługi długu

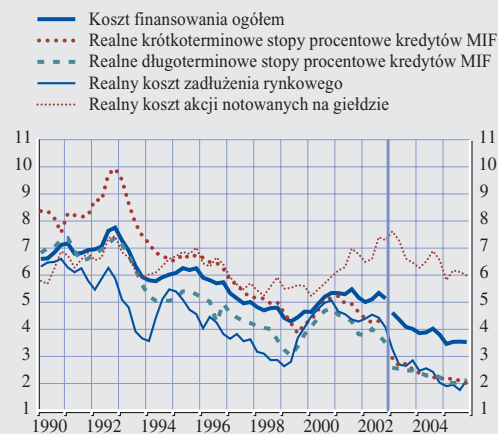
(jako procent dochodów do dyspozycji)



Źródło: EBC.
Uwaga: Za 2005 r. dane szacunkowe.

Wykres 19 Realny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w strefie euro

(w procentach rocznie)



Źródła: EBC, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch i prognoza Consensus Economics.

Uwagi: Realny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw obliczono jako średnią ważoną kosztu kredytów bankowych, kosztu dłużnych papierów wartościowych oraz kosztu kapitału własnego w oparciu o stan zadłużenia w każdym ze źródeł; jest ona następnie deflowana oczekiwaniami inflacyjnymi (zob. ramka 4 w Biuletynie Miesięcznym EBC z marca 2005 r.). Wprowadzenie zharmonizowanych stóp kredytowych MIF na początku 2003 r. spowodowało przerwanie szeregu statystycznego.

stóp procentowych, dochodu i cen aktywów. Ponadto przy ocenie zagregowanych wartości należy brać pod uwagę fakt, że reprezentują one średnią dla sektora gospodarstw domowych w strefie euro, a wskaźnik ciężaru obsługi zadłużenia dla gospodarstw domowych, które spłacają kredyt hipoteczny, jest wyższy. Dodatkowo ciężar obsługi zadłużenia może być różny w poszczególnych krajach strefy euro i dla gospodarstw domowych o różnych dochodach. Wreszcie pojawia się również niepewność wynikająca z faktu, że odsetek obecnego zadłużenia hipotecznego podlegającego ryzyku zmian stóp procentowych zależy od warunków zawartych umów kredytów hipotecznych, które znacznie się różnią w obrębie strefy euro.

UTRZYMUJĄCY SIĘ NISKI REALNY KOSZT FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO PRZEDSIĘBIORSTW

Ogólny realny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw, obliczany przez

nadanie wag poszczególnym źródłom finansowania zewnętrznego na podstawie stanu zadłużenia w każdym ze źródeł (skorygowanego o skutki wyceny), w porównaniu z danymi historycznymi, utrzymywał się w 2005 r. na niskim poziomie, choć na przestrzeni roku nieco wzrósł (zob. wykres 19)⁵. Ze względu na bardzo niski koszt finansowania wierzycielskiego przedsiębiorstw odnotowano szczególny wzrost w tym zakresie, podczas gdy emisje akcji dopuszczonych do obrotu zwiększyły się jedynie nieznacznie w drugiej połowie roku.

W odniesieniu do składników kosztu finansowania, realne krótko- i długoterminowe stopy oprocentowania kredytów MIF dla przedsiębiorstw powoli malały aż do drugiego kwartału 2005 r. (zob. wykres 17).

⁵ Szczegółowy opis pomiaru realnego kosztu finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw strefy euro znajduje się w ramce 4 w Biuletynie Miesięcznym EBC z marca 2005 r.

Odzwierciedlało to dalszy spadek krótko- i średnioterminowej rentowności obligacji skarbowych w pierwszej połowie roku. Wzrost rentowności obligacji skarbowych w drugiej połowie roku tylko częściowo uwidocznił się w stopach procentowych MIF. W czwartym kwartale realny koszt kredytów bankowych nie zmienił się i pozostał na niskim poziomie po nieznacznym wzroście w trzecim kwartale. Ogólnie rzecz biorąc, niski koszt kredytów bankowych odzwierciedla pozytywną ocenę ryzyka kredytowego związanego z finansowaniem przedsiębiorstw przez banki. Sugerują to również wyniki ankiety dotyczącej akcji kredytowej banków w strefie euro, które wskazują na złagodzenie lub brak zmian kryteriów przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw w 2005 r.

Realny koszt zadłużenia rynkowego wykazywał w 2005 r. większą zmienność niż realny koszt kredytów bankowych. Realny koszt zadłużenia rynkowego przedsiębiorstw wzrastał z niskiego poziomu w pierwszym kwartale 2005 r. do średniego w drugim kwartale. Wiązało się to ze wzrostem rozpiętości obligacji korporacyjnych, głównie na skutek serii wydarzeń o charakterze incydentalnym – zwłaszcza w przedsiębiorstwach z branży samochodowej. Następnie realny koszt zadłużenia rynkowego spadał aż do trzeciego kwartału, głównie w związku z częściowym odwróceniem w drugim i trzecim kwartale tendencji wzrostowej w zakresie rozpiętości obligacji korporacyjnych, lecz wzrósł ponownie w czwartym kwartale 2005 r. Wiązało się to głównie ze wzrostem rynkowych stóp procentowych w drugiej połowie roku oraz zwiększeniem się rozpiętości obligacji korporacyjnych w czwartym kwartale 2005 r. Na koniec 2005 r. jego poziom był nieco wyższy niż na koniec 2004 r., lecz w ujęciu historycznym pozostawał bardzo niski.

W 2005 r. realny koszt wyemitowanych przez przedsiębiorstwa papierów wartościowych z prawem do kapitału dopuszczonych do obrotu pozostawał znacznie wyższy niż realny koszt finansowania wierzycielskiego; jego poziom odpowiadał mniej więcej średniej za okres od

1995 r. W pierwszej połowie roku realny koszt papierów wartościowych z prawem do kapitału dopuszczonych do obrotu nieco wzrósł. Wzrost ten mógł wynikać z faktu, że wyższa od oczekiwanej rentowność przedsiębiorstw nie była w pełni odzwierciedlana przez ceny na rynkach akcji lub ze zwiększenia się premii za ryzyko związane z inwestycją w papiery wartościowe z prawem do kapitału. Jednak pod koniec roku, głównie wskutek korzystnego rozwoju sytuacji na rynku akcji, realny koszt papierów wartościowych z prawem do kapitału spadł do poziomu podobnego do tego z początku roku.

WZROST POPYTU NA FINANSOWANIE ZEWNĘTRZNE PRZEDSIĘBIORSTW

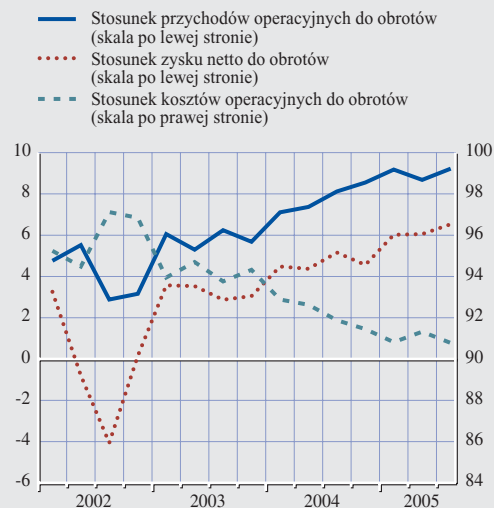
W 2005 r. popyt przedsiębiorstw na finansowanie zewnętrzne znacznie wzrósł. Nastąpiło to w warunkach wysokiej rentowności przedsiębiorstw w 2005 r. (oraz związanego z tym wzrostu możliwości finansowania wewnętrznego), a także po znacznym wzroście rentowności w latach 2003-2004, na który wskazują zagregowane sprawozdania finansowe przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdach (zob. wykres 20)⁶. Podstawowym czynnikiem, który wpłynął na poprawę rentowności, było ograniczenie kosztów operacyjnych w stosunku do obrotów. Podczas gdy od lutego do października 2005 r. przewidywano przyspieszenie wzrostu zysków przedsiębiorstw w następujących dwunastu miesiącach, pod koniec 2005 r. miary rentowności oparte na rynku akcji wskazywały, że oczekiwany wzrost rentowności dużych przedsiębiorstw notowanych na giełdzie w następujących dwunastu miesiącach będzie nieco niższy. Przewidywany poziom rentowności przedsiębiorstw pozostał jednak stosunkowo wysoki.

W 2005 r. realna dynamika finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw wzrosła do 2,8% w czwartym kwartale z poziomu 1,3% na koniec

⁶ Więcej informacji na temat metodologii i tendencji długoterminowych znajduje się w artykule zatytułowanym *Developments in corporate finance in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2005 r.

Wykres 20 Wskaźniki zysku notowanych na giełdzie przedsiębiorstw strefy euro

(w procentach)



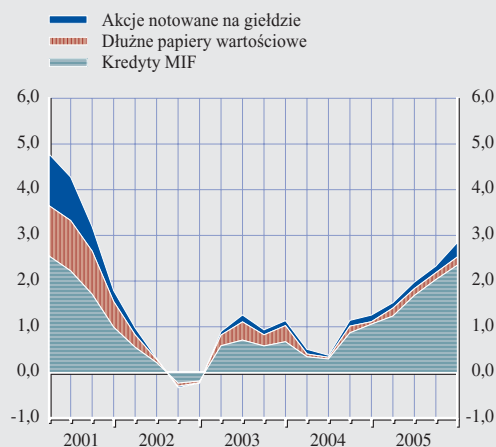
Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
 Uwagi: Obliczenia oparte na zagregowanych kwartalnych sprawozdaniach finansowych notowanych na giełdzie przedsiębiorstw strefy euro. Próbkę oczyszczono z wartości skrajnych. W przeciwieństwie do przychodów operacyjnych, które definiuje się jako różnicę między obrotami a kosztami operacyjnymi, zysk netto odnosi się do przychodu operacyjnego i pozaoperacyjnego po uwzględnieniu opodatkowania, amortyzacji i pozycji nadzwyczajnych.

2004 r. Było to głównie stymulowane silnym wzrostem udziału kredytów, podczas gdy wzrost udziału dłużnych papierów wartościowych i akcji dopuszczonych do obrotu był mniejszy (zob. wykres 21).

Roczna stopa wzrostu kredytów MIF dla przedsiębiorstw zwiększyła się do 8,0% w grudniu z poziomu 5,4% na koniec 2004 r. W pierwszej połowie roku wzrost ten był w dużej mierze spowodowany tendencjami w zakresie kredytów krótkoterminowych. Jednak w drugiej połowie roku roczna dynamika kredytów długoterminowych wyraźnie wzrosła. Podczas gdy kredyty krótkoterminowe są często wykorzystywane jako kapitał obrotowy, kredyty długoterminowe mają zwykle ściślejszy związek z inwestycjami przedsiębiorstw. Zgodnie z tą tendencją przeprowadzona w październiku 2005 r. i styczniu 2006 r. ankieta dotycząca akcji kredytowej banków wykazała,

Wykres 21 Struktura realnej rocznej stopy wzrostu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw¹⁾

(zmiany roczne w procentach)



Źródło: EBC.

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

że nakłady na środki trwałe przyczyniły się do zwiększenia popytu przedsiębiorstw netto na kredyty lub linie kredytowe. Ponadto roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe znacznie wzrosła w drugim i trzecim kwartale 2005 r. Przedsiębiorstwa mogły chcieć skorzystać z niskiego kosztu finansowania oraz stosunkowo łagodnych kryteriów udzielania kredytów na wydatki związane z działalnością.

Dane dostępne za okres do końca trzeciego kwartału 2005 r. wskazują, że w przeciwieństwie do kredytów MIF roczna dynamika zmian dotycząca kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przez instytucje spoza sektora MIF pozostała ujemna. Może to nadal być wynikiem zmian w przepisach podatkowych jednego z krajów strefy euro, które przyczyniły się do zastąpienia kredytów inwestorów bezpośrednich (ang. *inter-company loans*) papierami wartościowymi z prawem do kapitału niedopuszczonymi do obrotu.

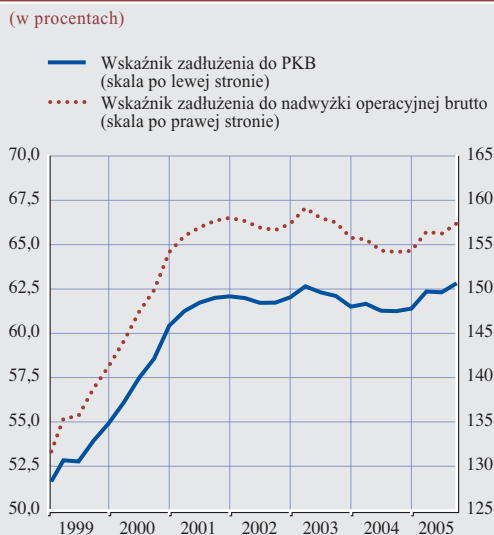
Ogólnie, w 2005 r. roczna dynamika wyemitowanych przez przedsiębiorstwa dłużnych papierów wartościowych była

niewielka. Po ożywieniu w pierwszym kwartale (częściowo związanym z wzrostem liczby fuzji i przejęć) roczna dynamika obniżyła się w kwartale drugim i trzecim, a w ostatnim kwartale 2005 r. pozostawała umiarkowana. Wśród możliwych wyjaśnień ogólnie niskiej aktywności emisyjnej w zakresie dłużnych papierów wartościowych można wymienić zastąpienie tych instrumentów kredytami oraz wzrost rentowności dużych przedsiębiorstw notowanych na giełdach. Jednocześnie, chociaż wartość emisji dłużnych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu była w 2005 r. niewielka, przedsiębiorstwa znacznie zwiększyły wartość emitowanych długoterminowych dłużnych papierów wartościowych o zmiennym oprocentowaniu. Ponadto 2005 r. charakteryzował się dużą wartością wykupu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych w latach 1999-2001, gdy rynek obligacji przedsiębiorstw strefy euro znajdował się w okresie szybkiego wzrostu.

Roczna dynamika akcji dopuszczonych do obrotu wyemitowanych przez przedsiębiorstwa wzrosła nieco w 2005 r., lecz pozostała ogólnie niewysoka, po części wskutek faktu, że realny koszt papierów wartościowych z prawem do kapitału był znacznie wyższy niż finansowania wierzycielskiego. W drugiej połowie roku nastąpił nieznaczny wzrost wyemitowanych przez przedsiębiorstwa akcji dopuszczonych do obrotu.

Jeżeli chodzi o tendencje w zakresie pozycji bilansowej przedsiębiorstw strefy euro, wzrost popytu przedsiębiorstw na finansowanie wierzycielskie doprowadził do niewielkiego zwiększenia wskaźników ich zadłużenia w 2005 r. do 63% PKB na koniec czwartego kwartału (zob. wykres 22). Może to wskazywać, że okres intensywnej restrukturyzacji bilansów przedsiębiorstw zakończył się w 2005 r. Równocześnie jednak prawdopodobne jest, że sytuacja w poszczególnych firmach znacznie się różni.

Wykres 22 Wskaźniki zadłużenia sektora przedsiębiorstw



Źródła: EBC i Eurostat.

Uwagi: Nadwyżka operacyjna brutto odnosi się do nadwyżki operacyjnej brutto powiększonej o dochód mieszany całej gospodarki. Zadłużenie obliczono na podstawie statystyk dotyczących kwartalnych sprawozdań finansowych. Obejmuje ono kredyty, wyemitowane dłużne papiery wartościowe oraz rezerwy funduszy emerytalnych. W porównaniu z danymi opracowanymi na podstawie rocznych sprawozdań finansowych wskaźniki zadłużenia są nieco niższe, głównie z powodu uwzględnienia kredytów udzielonych przez banki spoza strefy euro oraz większego udziału kredytów udzielonych przez sektor niefinansowy w rocznych sprawozdaniach finansowych. Dane za ostatni kwartał są szacunkowe.

Niewielki wzrost wskaźników zadłużenia należy oceniać w powiązaniu ze wzrostem rentowności przedsiębiorstw i nadal niskim z perspektywy historycznej realnym kosztem finansowania zewnętrznego. Ponadto spłaty odsetek netto przedsiębiorstw związane z kredytami i depozytami MIF (w stosunku do PKB) pozostawały na niskim poziomie.

Ogólnie wydaje się, że mimo nieznacznego wzrostu wskaźnika zadłużenia ogólna pozycja bilansowa przedsiębiorstw poprawiła się w 2005 r., głównie dzięki wysokiej rentowności. Wskazują na to również korzystne ogólne tendencje w zakresie kryteriów przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw, co wykazały wyniki ankiety dotyczącej akcji kredytowej banków w strefie euro, jak też zmiany ocen wiarygodności kredytowej.

Tabela 1 Zmiany cen

(zmiany roczne w procentach, chyba że zaznaczono inaczej)

	2003	2004	2005	2004 IV kw.	2005 I kw.	2005 II kw.	2005 III kw.	2005 IV kw.	2005 gru.	2006 sty.
Inflacja HICP i jej składniki										
Indeks ogólny	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Nośniki energii	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Żywność przetworzona	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Żywność nieprzetworzona	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Artykuły nieżywnościowe										
z wyłączeniem nośników energii	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Usługi	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
Pozostałe ceny i wskaźniki kosztów										
Ceny producentów ¹⁾	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Ceny ropy naftowej (w euro za baryłkę) ²⁾	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Ceny surowców ³⁾	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

Źródła: Eurostat, Thomson Financial Datastream i Hamburgski Instytut Gospodarki Międzynarodowej.

1) Z wyłączeniem budownictwa.

2) Mieszanek Brent (miesięczny termin dostawy).

3) Z wyłączeniem nośników energii, w euro.

2.3 ZMIANY CEN

W 2005 r. roczna inflacja mierzona indeksem cen konsumpcyjnych (HICP) w strefie euro wynosiła średnio 2,2% w porównaniu z 2,1% w poprzednich dwóch latach (zob. tabela 1). Wewnętrzna presja inflacyjna w 2005 r. pozostawała niewielka, co po części odzwierciedlało nadal umiarkowany wzrost płac w warunkach niewielkich zmian sytuacji na rynku pracy. Najważniejszym czynnikiem wywierającym presję na wzrost cen, szczególnie w drugiej połowie roku, pozostawały wyższe ceny ropy naftowej. Wcześniejszy wzrost cen ropy przełożył się jednak w niewielkim stopniu na wzrost cen w dalszym etapie cyklu produkcyjnego. Równocześnie inflację przyhamowały opóźnione skutki wcześniejszej aprecjacji euro oraz silna konkurencja zewnętrzna. Ponadto udział podatków pośrednich netto i cen kontrolowanych w inflacji HICP był w 2005 r. nieco niższy niż w 2004 r.

ZMIANY CEN ROPY NAJWAŻNIEJSZYM CZYNNIKIEM KSZTAŁTUJĄCYM INFLACJĘ ZASADNICZĄ

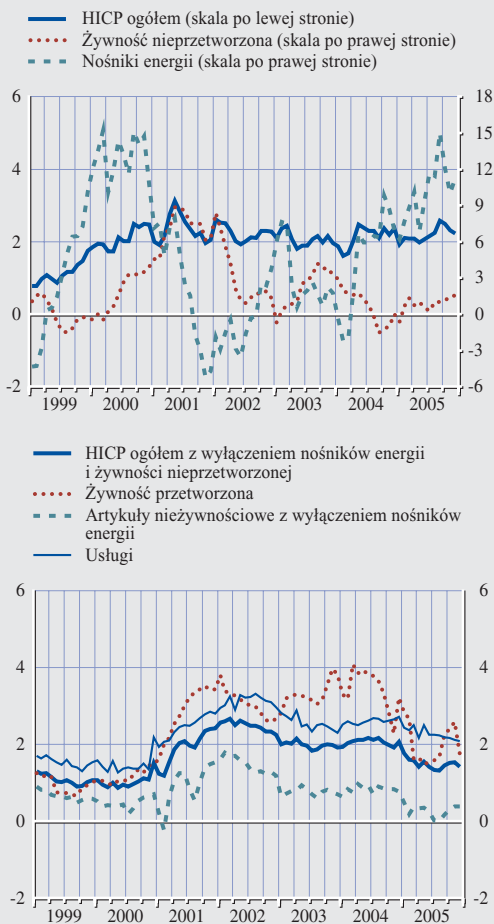
W związku z silnym wzrostem cen ropy naftowej ceny nośników energii wywarły w 2005 r. znaczny wpływ na ogólny kształt zharmonizowanego indeksu cen

konsumpcyjnych (zob. wykres 23). Średnia cena w euro baryłki ropy Brent była w 2005 r. średnio o 45% wyższa niż w 2004 r. W rezultacie roczna dynamika cen nośników energii wyniosła w 2005 r. 10,1% w porównaniu z 4,5% w 2004 r. Udział cen nośników energii w średniorocznej stopie inflacji wyniósł w 2005 r. 0,8 punktu procentowego i był najwyższy od pięciu lat (zob. wykres 24).

W pierwszej połowie 2005 r. inflacja zasadnicza utrzymywała się w pobliżu 2,0%. W drugiej połowie roku, w dużej mierze wskutek zmian cen ropy naftowej, inflacja HICP wzrosła do najwyższej wartości 2,6% we wrześniu, po czym spadła do 2,2% na koniec 2005 r. Wpływ wzrostu cen ropy naftowej na inflację HICP odzwierciedlały również korekty oczekiwań inflacyjnych na przestrzeni 2005 r. Na przykład oczekiwania inflacyjne na 2005 r. wynikające z badania prognoz makroekonomicznych ekspertów EBC (*Survey of Professional Forecasters*) wzrosły z 1,9% w pierwszym kwartale do 2,2% w ostatnim kwartale 2005 r. Z kolei długoterminowe oczekiwania inflacyjne ekspertów nie uległy w 2005 r. zmianie, pozostając na poziomie 1,9%. Wyniki innych badań krótko- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych były podobne.

Wykres 23 Struktura inflacji HICP – główne składniki cząstkowe

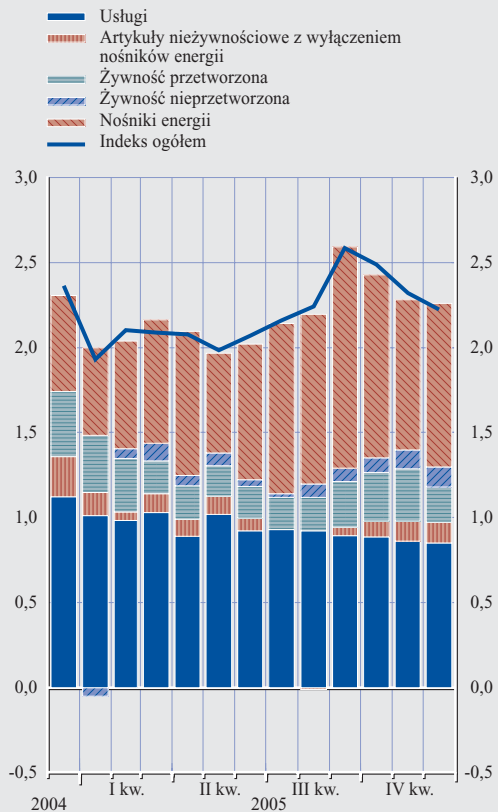
(zmiany roczne w procentach; dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

Wykres 24 Udział najważniejszych składników inflacji HICP

(udziały roczne w punktach procentowych; dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Wskutek zaokrągleń suma udziałów nie odpowiada dokładnie indeksowi ogółem.

Wykazujące mniejszą zmienność komponenty zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych odegrały ważną rolę w ograniczeniu presji na ogólny wzrost inflacji wywieranej przez ceny ropy naftowej. Po spadku w pierwszej połowie 2005 r. roczna dynamika zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych z wyłączeniem nośników energii i żywności nieprzetworzonej w drugiej połowie roku ustabilizowała się. Ogólnie dynamika inflacji HICP z wyłączeniem nośników energii i żywności nieprzetworzonej wyniosła w 2005 r. 1,5% w porównaniu z 2,1% w 2004 r. Spadek ten wynikał po części z mniejszego udziału podatków pośrednich netto

i cen kontrolowanych w 2005 r.; wyniósł on około 0,4 punktu procentowego w porównaniu z około 0,6 punktu procentowego w 2004 r.⁷ Na przykład inflacja mierzona wzrostem cen żywności przetworzonej była w pierwszej połowie 2005 r. niższa dzięki wystąpieniu korzystnego efektu bazy; w niektórych krajach w pierwszej połowie 2004 r. doszło do podwyżek podatku od wyrobów tytoniowych. Korzystny

7 Szczegółowe informacje o składnikach cząstkowych HICP wykorzystywanych w celu oceny wpływu zmian podatków pośrednich i cen kontrolowanych znajdują się w ramce: *The impact of developments in indirect taxes and administered prices on inflation* w Biuletynie Miesięcznym ze stycznia 2004 r.

efekt bazy został jedynie częściowo skompensowany przez podwyżkę podatku od wyrobów tytoniowych w Niemczech we wrześniu 2005 r. Ogólnie roczna dynamika cen żywności przetworzonej wyniosła w 2005 r. 2,0% i była znacznie niższa od poziomu 3,4% w 2004 r. Roczna dynamika cen artykułów nieżywnościowych z wyłączeniem nośników energii również spadła z 0,8% w 2004 r. do 0,3% w 2005 r. Bardzo niski z perspektywy historycznej udział cen artykułów nieżywnościowych z wyłączeniem nośników

energii w inflacji może odzwierciedlać presję na obniżkę cen wynikającą z silnej konkurencji zewnętrznej i opóźnionych efektów wcześniejszej aprecjacji euro. Pomimo krótkoterminowych wahań wynikających ze zmienności cen takich składników jak wczasy zorganizowane i usługi transportowe, inflacja mierzona wzrostem cen usług zmniejszyła się na przestrzeni 2005 r. do 2,3% w porównaniu z 2,6% w 2004 r. Ogólnie w 2005 r. nie zaobserwowano wyraźnych pośrednich skutków wzrostu cen nośników energii.

Ramka 4

SIĘĆ BADAWCZA DS. UPORCZYWOŚCI INFLACJI I KSZTAŁTOWANIA SIĘ CEN W STREFIE EURO

Sieć Badawcza ds. Uporczywości Inflacji w Eurosystemie (*Inflation Persistence Network – IPN*) została utworzona w 2003 r. w celu analizy prawidłowości, czynników oraz skutków uporczywości inflacji i kształtowania się cen w strefie euro oraz krajach będących jej członkami. Uporczywość inflacji oznacza, że proces jej konwergencji zmierza powoli w kierunku długoterminowej wartości po wystąpieniu szoków. IPN zakończyła prace w 2005 r.

Opisywana sieć badawcza była wspólnym projektem badawczym wszystkich banków centralnych Eurosystemu. Wykorzystano w niej największy zestaw danych w historii, obejmujący obszerne informacje na temat zmiennych makroekonomicznych i sektorowych, jak również informacje o metodach kształtowania cen przez konkretne firmy. Wiele krajów strefy euro udostępniło dane o cenach stanowiące podstawę dla określenia indeksów cen konsumpcyjnych i cen producentów. IPN prowadziła ponadto badania nad kształtowaniem się cen w dziewięciu krajach. Stworzone bazy danych dają łącznie jedyną w swoim rodzaju możliwość zbadania zachowań podmiotów kształtujących ceny. Nie ma dla nich precedensu w skali światowej – zestaw danych udostępnionych IPN znacznie przekracza zakres dostępny w przypadku innych gospodarek.

IPN przedstawiała wstępne wyniki badań na konferencjach naukowych w celu zebrania opinii społeczności akademickiej, które można byłoby uwzględnić w dalszych pracach. W 2005 r. prezentacje odbyły się podczas dorocznego zebrania Amerykańskiego Stowarzyszenia Ekonomicznego (*American Economic Association*) w Filadelfii oraz dorocznego kongresu Europejskiego Stowarzyszenia Ekonomicznego (*European Economic Association*) w Amsterdamie. Opublikowano wiele artykułów w serii Dokumentów Roboczych EBC; następne pojawią się w kolejnych miesiącach, a część ukazała się lub wkrótce się ukáže w recenzowanych czasopismach naukowych.

Jeżeli chodzi o kształtowanie się cen, najważniejsze wnioski z badań IPN są następujące: ceny w strefie euro są raczej stabilne, zmieniając się przeciętnie tylko raz do roku¹. Gdy zmiany cen

¹ Jest to znacznie mniejsza częstotliwość zmian cen niż np. w Stanach Zjednoczonych. Szczegółowe informacje na temat omawianych wyników znajdują się w artykule zatytułowanym *Price-setting behaviour in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2005 r.

już następują, są zazwyczaj dosyć duże – ok. 8%-10% w przypadku sektora sprzedaży detalicznej i ok. 5% w przypadku producentów. Co ciekawe, podwyżki i obniżki cen występują niemal równie często i w podobnej skali, z jednym wyraźnym wyjątkiem: sektora usług, w którym częste są niewielkie podwyżki cen, a obniżki występują bardzo rzadko. Poszczególne sektory znacznie różnią się od siebie, szczególnie jeżeli chodzi o częstotliwość korekt cenowych. Ponadto częstotliwość, skala i kierunek zmian cen zależą od warunków makroekonomicznych (np. stopy inflacji) oraz czynników czasowych (jak sezonowość) i konkretnych wydarzeń (np. zmian związanych z podatkiem VAT).

Badania wykazały, że większość firm analizuje ceny regularnie oraz w odpowiedzi na zmianę sytuacji gospodarczej. Analizy cen są częstsze niż ich zmiany, co może być spowodowane faktem, że wyniki tych analiz nie wskazują na konieczność zmiany cen, lub istnieniem czynników uniemożliwiających ruchy cenowe nawet wówczas, gdy wyniki analizy wskazują na taką potrzebę. Badania przeprowadzone przez IPN dowiodły obecności przeszkód utrudniających zmiany cen; podstawowe znaczenie mają tu jawne lub domniemane umowy między firmami a klientami oraz wzajemne strategiczne oddziaływanie firm.

Kolejnym ważnym faktem ustalonym przez IPN jest, że uporczywość inflacji wzrasta wraz z poziomem agregacji. Pojedyncze lub silnie zdezagregowane szeregi cen wykazują przeciętnie znacznie mniejszą uporczywość niż szeregi zagregowane. Szacunki empiryczne wskazują, że uporczywość inflacji przy prowadzonej obecnie polityce pieniężnej jest umiarkowana; ważne jest jednak, aby przy oszacowaniach obejmujących dłuższe okresy brać pod uwagę wcześniejsze sporadyczne zmiany średniego poziomu inflacji. Tym niemniej nawet wówczas tego typu oszacowania cechują się znaczną niepewnością.

Ogólnie rzecz biorąc, wyniki prac IPN znacznie poszerzyły wiedzę o uporczywości inflacji i kształtowaniu się cen w strefie euro. Z nowych ustaleń można wysnuć ważne wnioski dotyczące polityki pieniężnej i konstruowania modeli, jako że wyraźnie przeczą one kilku założeniom powszechnie stosowanym w modelach makroekonomicznych opartych na podstawach mikroekonomicznych. Wyniki podkreślają jak ważne jest, aby banki centralne poprzez swoje działania zapewniły stabilność oczekiwań inflacyjnych, ponieważ zmniejszy to uporczywość inflacji i ułatwi tym samym prowadzenie polityki pieniężnej.

Fakt, że w 2005 r. ogólna inflacja HICP wyniosła piąty rok z rzędu nieco ponad 2%, wskazuje na ważną rolę analizy czynników uporczywości inflacji. Ramka 4 przedstawia najważniejsze wyniki prac Sieci Badawczej ds. Uporczywości Inflacji w Eurosystemie dotyczących uporczywości inflacji i kształtowania się cen w strefie euro.

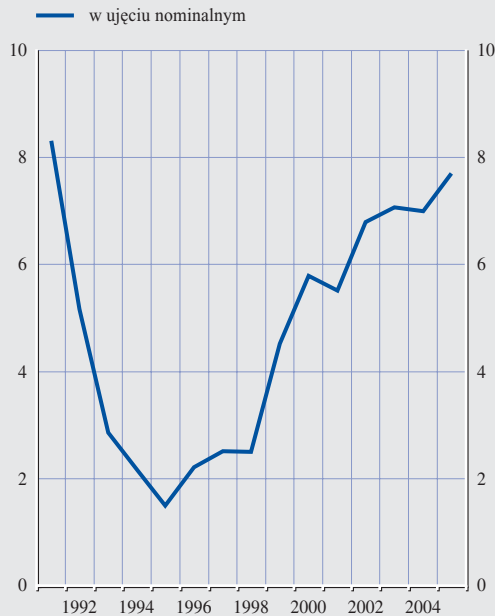
DYNAMIKA CEN NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

W 2005 r. ceny nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro, które nie są uwzględniane w pomiarach inflacji HICP, nadal rosły. W pierwszej połowie roku zwiększyły się one o 7,7% w ujęciu rocznym w porównaniu

z wzrostem o 7,0% w całym 2004 r. (zob. wykres 25). Za szybkim ogólnym wzrostem kryją się jednak znaczne różnice występujące w poszczególnych krajach. Obserwowana ostatnio dynamika odzwierciedla w dużej mierze wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych w Hiszpanii, Francji i Włoszech, podczas gdy ceny tych nieruchomości w Niemczech nieznacznie z malały. Dostępne dane kwartalne z drugiej połowy 2005 r. nadal wskazują na silny wzrost cen w Hiszpanii i Francji, choć jego tempo było nieco bardziej umiarkowane.

Wykres 25 Ceny nieruchomości mieszkaniowych

(zmiany roczne w procentach; dane roczne)



Źródło: Obliczenia EBC oparte na nieujednoliconych danych krajowych.
Uwaga: Dane za 2005 r. odnoszą się do pierwszej połowy roku.

Wykres 26 Struktura cen producentów

(zmiany roczne w procentach; dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

OGRODNICZONE SKUTKI POŚREDNIE NA DALSZYCH ETAPACH CYKLU PRODUKCYJNEGO

W 2005 r. roczna dynamika cen producentów w strefie euro (z wyłączeniem budownictwa) wyniosła 4,1%, co stanowi wyraźny wzrost w porównaniu z poziomem 2,3% w 2004 r. (zob. wykres 26). Wzrost ten wynikał głównie z cen nośników energii, ponieważ roczna dynamika cen producentów z wyłączeniem nośników energii (i budownictwa) wyniosła w 2005 r. 1,8% wobec 2,0% w 2004 r.

Ogólnie stabilna roczna dynamika cen producentów z wyłączeniem nośników energii była wynikiem rozbieżnych tendencji w obrębie sektora. Roczna dynamika cen dóbr inwestycyjnych wyniosła w 2005 r. 1,3% w porównaniu z 0,7% w 2004 r. Ta presja na wzrost cen została po części skompensowana wyraźnym spowolnieniem tempa wzrostu cen dóbr zaopatrzeniowych, co częściowo odzwierciedla zmiany cen surowców

z wyłączeniem ropy naftowej i opóźniony efekt wcześniejszej aprecjacji euro. Roczna dynamika cen dóbr zaopatrzeniowych spadła z 5,5% w styczniu 2005 r. do 1,9% w grudniu 2005 r. i wyniosła za cały rok średnio 2,9% w porównaniu z 3,5% w 2004 r.

W dalszych etapach cyklu produkcyjnego nie zaobserwowano narastania presji na wzrost cen. Ceny producentów dóbr konsumpcyjnych wzrosły o 1,1% w 2005 r. w porównaniu z 1,3% w 2004 r. Niski popyt konsumpcyjny, większa konkurencja zewnętrzna oraz wcześniejsza aprecjacja euro mogły uniemożliwić firmom przerzucenie na klientów podwyżek cen nośników energii oraz – w mniejszym stopniu – cen dóbr zaopatrzeniowych.

UMIARKOWANE ZMIANY KOSZTÓW PRACY W 2005 R.

Tempo wzrostu wynagrodzenia na pracownika wyraźnie osłabło w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. – średnioroczna dynamika

Tabela 2 Wskaźniki kosztów pracy

(zmiany roczne w procentach, chyba że zaznaczono inaczej)

	2003	2004	2005	2004 IV kw.	2005 I kw.	2005 II kw.	2005 III kw.	2005 IV kw.
Płace negocjowane	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Całkowite koszty pracy na godzinę	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Wynagrodzenie na pracownika	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Pozycje memo:</i>								
Wydajność pracy	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Jednostkowe koszty pracy	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Źródła: Eurostat, dane krajowe i obliczenia EBC.

wyniosła 1,5% w porównaniu z 2,0% w 2004 r. (zob. tabela 2). Spadek był spowodowany przede wszystkim zmianami płac w przemyśle z wyłączeniem budownictwa oraz (w mniejszym stopniu) w sektorze usług (zob. wykres 27). Tendencje w sektorze usług były jednak rozbieżne. Podczas gdy tempo wzrostu wynagrodzenia na pracownika w sektorze usług rynkowych wzrosło w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. (średnioroczna dynamika wyniosła 1,8% w porównaniu z 1,5% w 2004 r.), tempo wzrostu w sektorze usług nierynkowych znacznie spadło (średnioroczna dynamika wyniosła 0,8% wobec 2,1% w 2004 r.

O umiarkowanym wzroście płac świadczą również inne wskaźniki kosztów pracy. Roczna dynamika płac negocjowanych wyniosła w 2005 r. 2,1%, czyli tyle samo co w 2004 r. Ponadto niepotwierdzone dane dotyczące porozumień płacowych podpisanych do końca 2005 r. w kilku krajach strefy euro nie wskazują na pojawienie się wyraźnych efektów drugiej rundy wynikających ze wzrostu cen ropy naftowej, pomijając automatyczne skutki działania systemów indeksacji płac w krajach, w których takie systemy funkcjonują. Ogólnie, przy utrzymującym się umiarkowanym tempie wzrostu realnego PKB i ograniczonej presji na rynkach pracy w strefie euro, wzrost płac w 2005 r. był niewielki.

Wykres 27 Wynagrodzenie na pracownika w poszczególnych sektorach

(zmiany roczne w procentach; dane kwartalne)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Pomimo spowolnienia tempa wzrostu płac dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostała w 2005 r. niezmienną. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2005 r. koszty te rosły średnio o 0,9%, czyli w tym samym tempie co w 2004 r. Odzwierciedlało to spowolnienie tempa wzrostu wydajności, które w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. wyniosło średnio 0,6% w porównaniu z 1,1% w 2004 r.

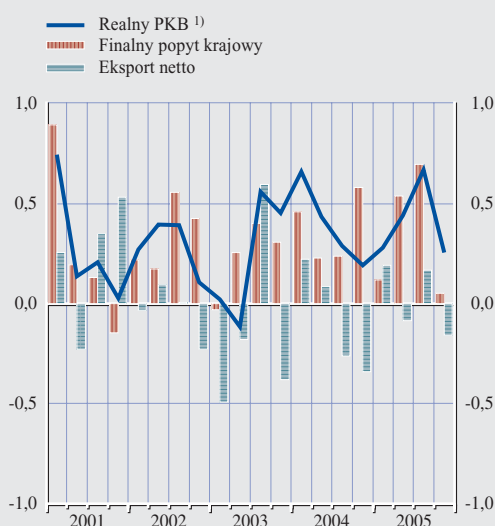
2.4 PRODUKCJA, POPYT I SYTUACJA NA RYNKU PRACY

WOLNIEJSZE TEMPO WZROSTU GOSPODARCZEGO W 2005 R.

Tempo wzrostu realnego PKB w strefie euro (częściowo skorygowane z uwzględnieniem liczby dni roboczych) wyniosło w 2005 r. 1,4%, czyli poniżej zarówno poziomu 1,8%

Wykres 28 Udział we wzroście kwartalnego realnego PKB

(udziały kwartalne w punktach procentowych; skorygowane sezonowo)

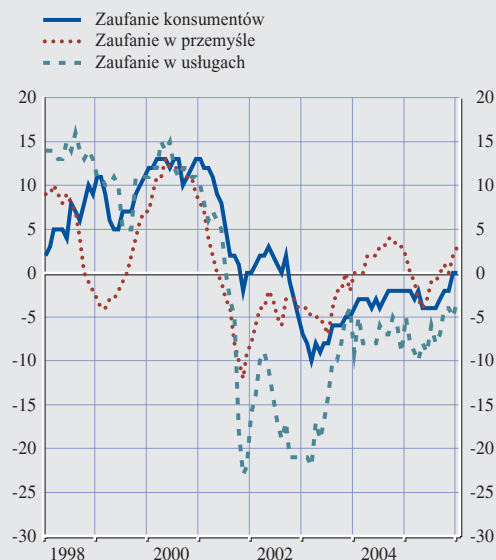


Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

1) Zmiana procentowa w porównaniu z poprzednim kwartałem.

Wykres 29 Wskaźniki zaufania

(saldta procentowe skorygowane sezonowo)



Źródło: Badania firm i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.

Uwaga: Wszystkie dane zostały skorygowane sezonowo. Prezentowane dane są odchyleniami od średniej w okresie od stycznia 1985 r. w przypadku zaufania konsumentów i w sektorze przemysłowym oraz od kwietnia 1995 r. w przypadku zaufania w sektorze usług.

odnotowanego w roku poprzednim, jak i trendu potencjalnego wzrostu produkcji (zob. tabela 3). Słabszy od oczekiwanego wynik w 2005 r., będący kontynuacją umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego obserwowanego od połowy 2004 r., odzwierciedlał wysokie ceny ropy naftowej, opóźniony efekt aprecjacji euro w 2004 r. oraz przejściowe osłabienie popytu światowego w pierwszej połowie 2005.

Tempo ożywienia, które rozpoczęło się w trzecim kwartale 2003 r. po długim okresie powolnego wzrostu od połowy 2001 r. do połowy 2003 r., było stosunkowo niewielkie w porównaniu z okresami ożywienia gospodarczego na początku lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Można to tłumaczyć kilkoma czynnikami. Po pierwsze, w odróżnieniu od poprzednich okresów ożywienia, obecny cechują bardzo silne podwyżki cen ropy oraz znaczna aprecjacja

euro. Po drugie, występują pewne oznaki, że potencjalne tempo wzrostu produkcji zmalało w ostatnich latach, głównie w wyniku mniejszego przyrostu wydajności pracy. Po trzecie, należy również uwzględnić fakt, że spowolnienie poprzedzające okres ożywienia było stosunkowo niewielkie. Ponieważ zakres poprawy koniunktury zależy zazwyczaj od stopnia poprzedzającego ją pogorszenia, fakt, że obecne ożywienie jest nieco mniej dynamiczne niż poprzednie okresy ożywienia, nie stanowi niespodzianki⁸.

Umiarkowane tempo wzrostu w 2005 r. można przypisać niższemu udziałowi zarówno sektora zagranicznego, jak i popytu krajowego. Wzrost popytu krajowego i eksportu w 2005 r. nie

⁸ Zob. też ramka zatytułowana *The current euro area recovery from a historical perspective* w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2005 r.

dorównał oczekiwaniom z końca 2004 r. (zob. wykres 28).

Jeżeli chodzi o krajowy udział we wzroście gospodarczym, wzrost spożycia prywatnego w 2005 r. utrzymywał się na niewielkim poziomie (zob. tabela 3). Było to częściowo wynikiem niskiego tempa wzrostu realnego dochodu do dyspozycji, co odzwierciedlało ograniczony wzrost dochodów nominalnych i wzrost cen nośników energii. Skutków tych nie skompensowały mniejsze oszczędności gospodarstw domowych; być może dlatego, że oczekiwania dotyczące sytuacji na rynku pracy były nadal względnie pesymistyczne. Rolę mogły też odegrać obawy o stabilność systemów emerytalnych i opieki zdrowotnej wraz z faktem, że osoby o niskich dochodach, które wykazują wyższą krańcową skłonność do konsumpcji, mogły nieproporcjonalnie odczuć powolny wzrost dochodów oraz duży wzrost

cen towarów i usług pierwszej potrzeby. Zaufanie konsumentów pozostawało w 2005 r. na dość niskim poziomie, choć pod koniec roku wykazywało oznaki poprawy (zob. wykres 29).

Tempo wzrostu inwestycji w pierwszej połowie 2005 r. było znacznie niższe od zaobserwowanego w drugiej połowie 2004 r. Spowolnienie wynikało głównie z mniejszej dynamiki inwestycji z wyłączeniem budownictwa, związanej przede wszystkim z pogorszeniem sytuacji w sektorze transportowym.

Jednak od połowy 2005 r. nakłady brutto na środki trwałe zaczęły rosnać szybciej. Inwestycjom w 2005 r. sprzyjała poprawa wydajności przedsiębiorstw i ich dobre wyniki finansowe, bardzo korzystne warunki finansowania oraz wzrost popytu światowego.

Tabela 3 Składniki wzrostu realnego PKB

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

	Roczna stopa wzrostu ¹⁾								Kwartałna stopa wzrostu ²⁾				
	2003	2004	2005	2004 IV kw.	2005 I kw.	2005 II kw.	2005 III kw.	2005 IV kw.	2004 IV kw.	2005 I kw.	2005 II kw.	2005 III kw.	2005 IV kw.
Realny PKB	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
w tym:													
Popyt krajowy ³⁾	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Spożycie prywatne	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Spożycie publiczne	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Nakłady brutto na środki trwałe	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Zmiany stanu zapasów ⁴⁾	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Eksport netto ³⁾	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Eksport ⁵⁾	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Import ⁵⁾	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Realna wartość dodana brutto													
w tym:													
Przemysł z wyłączeniem budownictwa	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Budownictwo	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Usługi rynkowe ⁶⁾	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

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

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

2) Zmiana procentowa w porównaniu z poprzednim kwartałem.

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

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

5) Eksport i import obejmują towary oraz usługi, z uwzględnieniem handlu transgranicznego w obrębie strefy euro. Ponieważ handel wewnątrz strefy euro nie został wyłączony z danych o imporcie i eksporcie w rachunkach narodowych poszczególnych krajów, dane te nie są w pełni porównywalne z danymi bilansu płatniczego.

6) Z uwzględnieniem handlu, transportu, napraw, hoteli i restauracji, łączności, finansów, usług dla firm oraz usług dotyczących nieruchomości i ich wynajmu.

Analiza sektorowa wzrostu gospodarczego w 2005 r. wskazuje, że wartość dodana sektora przemysłowego z wyłączeniem budownictwa oraz sektora budowlanego i usług miały nań pozytywny wpływ. Wzrost wartości dodanej w sektorze usług rynkowych był wyższy niż

w 2004 r. W przemyśle z wyłączeniem budownictwa był on jednak niższy. Zaufanie w przemyśle i usługach pogorszyło się w pierwszej połowie 2005 r., choć w drugiej połowie nastąpiła poprawa (zob. wykres 29). Waga sektora usług znacznie się zwiększyła

Ramka 5

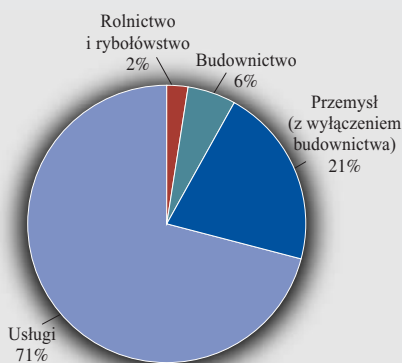
STRUKTURA SEKTOROWA WZROSTU GOSPODARCZEGO W STREFIE EURO

Niniejsza ramka przedstawia przegląd struktury sektorowej gospodarki strefy euro oraz zmian w poszczególnych sektorach w ostatnich latach. Omawia również udział najważniejszych sektorów gospodarczych we wzroście wartości dodanej i jej zmienność w strefie euro w ostatnich latach, badając, czy stosunkowo niewielki rozmiar obecnego ożywienia w porównaniu z poprzednimi okresami przyspieszenia wzrostu wiąże się z tendencjami w konkretnych sektorach strefy euro.

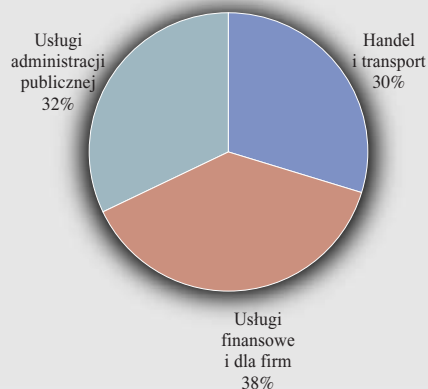
Analiza sektorowa wartości dodanej podkreśla bardzo ważną rolę odgrywaną w strefie euro przez sektor usług (zob. wykres A). Jest to zdecydowanie największy sektor gospodarki strefy euro – jego udział wynosi około 70%. Sektor przemysłowy, który obejmuje przede wszystkim przetwórstwo przemysłowe (lecz również górnictwo i kopalnictwo, jak również dostawę energii elektrycznej, gazu i wody), odpowiada zaledwie za około 20% wartości dodanej w strefie euro. Udział budownictwa i rolnictwa wynosi odpowiednio tylko około 6% i 2%.

Sektor usług dzieli się z kolei na trzy podstawowe kategorie o podobnym rozmiarze: handel i transport, usługi finansowe i obsługę firm oraz sektor usług administracji publicznej (zob.

Wykres A Struktura realnej wartości dodanej brutto ogółem¹⁾



Wykres B Struktura realnej wartości dodanej brutto w usługach¹⁾



Źródło: Eurostat.
1) Wagi dotyczą 2005 r.

Tendencje sektorowe w zakresie realnej wartości dodanej brutto w strefie euro

(średnie za poszczególne okresy)

	Wzrost kwartalny w procentach (1991-2005)	Odchylenie standardowe wzrostu kwartalnego (1991-2005)	Udział we wzroście kwartalnym w punktach procentowych (1996-2005)	Średni udział bezwzględny w zmianach wzrostu kwartalnego w punktach procentowych (1996-2005)
Usługi	0,5	0,3	0,4	0,2
Usługi handlowe i transportowe	0,5	0,6	0,1	0,1
Usługi finansowe i dla firm	0,7	0,4	0,2	0,1
Usługi rządowe	0,4	0,3	0,1	0,0
Przemysł (z wyłączeniem budownictwa)	0,3	1,0	0,1	0,2
Budownictwo	0,1	1,7	0,0	0,1
Rolnictwo	0,4	1,6	0,0	0,0
Ogółem	0,5	0,4	0,5	-

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

wykras B). Choć podział ten nie zapewnia ścisłego rozróżnienia między usługami prywatnymi i publicznymi, sektory handlu i transportu oraz usług finansowych i obsługi firm nazywa się zazwyczaj sektorami usług rynkowych.

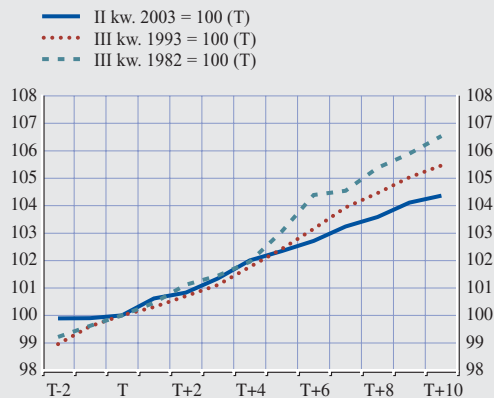
Zgodnie z ogólnymi tendencjami obserwowanymi w przypadku gospodarek rozwiniętych, gospodarka strefy euro przeszła znaczące przemiany strukturalne. Dowodzi tego fakt, że waga sektora usług znacznie wzrosła, podczas gdy udział sektora przemysłowego stale spadał. Na przykład od 1996 r. udział sektora usług w wartości dodanej ogółem wzrósł o około 3 punkty procentowe, a udział sektora przemysłowego zmalał o 2 punkty procentowe. Do rosnącego udziału sektora usług może przyczynić się wiele czynników, np. skierowanie popytu konsumpcyjnego na usługi w miarę wzrostu dochodów, liberalizacja sektora usług oraz rosnący udział kobiet w rynku pracy, co powoduje pewne przesunięcie od prac wykonywanych w gospodarstwie domowym w kierunku usług.

Zmiany udziału poszczególnych sektorów w wartości dodanej w strefie euro odzwierciedlają wyraźne różnice we wzroście tych sektorów. Zlecenie pewnych czynności przez firmy w sektorze przemysłowym podmiotom zewnętrznym może także częściowo wyjaśnić wzrost w sektorze usług. Wspomniana zmiana umacnia także powiązania między obydwoma sektorami. Tabela pokazuje, że od początku lat dziewięćdziesiątych realna wartość dodana brutto w strefie euro rosła średnio o 0,5% w ujęciu kwartalnym. Tempo wzrostu w sektorze usług w tym okresie było takie samo; napędzał je wzrost usług rynkowych. Tempo wzrostu w przemyśle (z wyłączeniem budownictwa) wyniosło średnio 0,3%, a budownictwo zanotowało najniższe tempo wzrostu – zaledwie 0,1%. Dzięki swojemu rozmiarowi i szybszemu tempu wzrostu sektor usług miał największy udział we wzroście wartości dodanej w strefie euro. Od połowy lat dziewięćdziesiątych udział usług we wzroście wartości dodanej w strefie euro wynosił średnio 0,4 punktu procentowego, podczas gdy przeciętny udział sektora przemysłowego – zaledwie 0,1 punktu procentowego.

Między sektorami występują też znaczące różnice w zmienności tempa wzrostu wartości dodanej. Tempo wzrostu wartości dodanej w usługach wykazuje znacznie mniejszą zmienność (mierzoną odchyleniem standardowym) niż w przypadku innych sektorów. Ze względu jednak

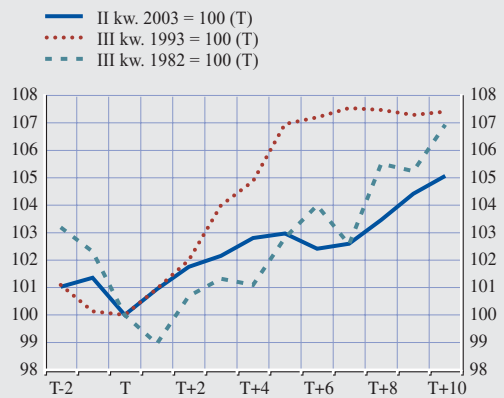
Wykres C Wartość dodana w sektorze usługowym strefy euro

(indeks: T=100)



Wykres D Wartość dodana w sektorze przemysłowym strefy euro

(indeks: T=100)



Źródła: Obliczenia EBC oparte na danych Eurostatu.

Uwaga: Ożywienie rozpoczyna się w kwartale T+1, gdzie kwartał T jest minimum zgodnie z definicją Komitetu ds. Analizy Cyklu Koniunkturalnego w Strefie Euro Centrum ds. Badań nad Polityką Gospodarczą (zob. <http://www.cepr.org/data/Dating>), z wyjątkiem ostatniego ożywienia, które jest identyfikowane na podstawie wzrostu kwartalnego realnego PKB.

na swój rozmiar sektor usług miał od połowy lat dziewięćdziesiątych średnio mniej więcej taki sam udział w zmienności tempa wzrostu wartości dodanej jak sektor przemysłowy.

W obliczu znacznych różnic między przeciętnym tempem wzrostu najważniejszych sektorów strefy euro pojawia się pytanie o to, w jakim stopniu tendencje sektorowe mogły się przyczynić do względnej słabości obecnego ożywienia z perspektywy historycznej. Ożywienie, które rozpoczęło się w połowie 2003 r., straciło impet w roku kolejnym, ponownie przyspieszając w trzecim kwartale 2005 r. Wykresy C i D porównują tendencje w sektorach usług i przemysłowym występujące podczas obecnego ożywienia z tendencjami w dwóch poprzednich okresach przyspieszonego wzrostu. Pokazują one, że względnie niewysokie tempo tego ożywienia w drugim roku nie wynikało z powolnego wzrostu w żadnym konkretnym sektorze. W rzeczywistości wyniki zarówno sektora przemysłowego, jak i usług kształtowały się zgodnie z ogólną tendencją PKB. W pierwszym roku obecnego ożywienia wzrostu gospodarczego w obu sektorach nie zaobserwowano wyraźnych odchyleń od średnich tendencji występujących podczas dwóch poprzednich okresów ożywienia. W drugim roku ożywienia wzrost wartości dodanej w obydwu sektorach był jednak niższy niż wartość średnia podczas dwóch poprzednich okresów przyspieszonego wzrostu. Wykresy przedstawiają również znacznie bardziej zmienny charakter tendencji w sektorze przemysłowym w porównaniu do sektora usług. Zapewne kilka czynników, w tym słabsza tendencja wzrostu produkcji, duży wzrost zarówno kursu euro, jak i cen ropy naftowej oraz niepewność związana z reformami przeprowadzanymi w niektórych gospodarkach strefy euro w stosunkowo niewysokim tempie wzrostu w drugim roku ożywienia odegrało pewną rolę (zob. ramka 5 pt. *The current euro area recovery from a historical perspective* w Biuletynie Miesięcznym EBC z listopada 2005 r.).

Ogólnie analiza sektorowa wzrostu wartości dodanej w strefie euro podkreśla wagę sektora usług. Jest to zdecydowanie największy sektor gospodarki strefy euro. Jego znaczenie zdecydowanie wzrosło w ostatnich dziesięcioleciach i proces ten będzie zapewne trwał nadal; obecnie udział sektora w łącznej zmienności wzrostu wartości dodanej jest porównywalny

z udziałem sektora przemysłowego. Słabsze tempo obecnego ożywienia w drugim roku (tj. od połowy 2004 r. do połowy 2005 r.) w porównaniu z poprzednimi okresami przyspieszonego wzrostu wystąpiło w zasadzie we wszystkich najważniejszych sektorach gospodarki strefy euro.

w ostatnich dziesięcioleciach, a jego udział w gospodarce strefy euro będzie zapewne nadal rosł w nadchodzących latach. Ramka 5 przedstawia strukturę sektorową wzrostu gospodarczego w strefie euro, prezentując bardziej szczegółową analizę tendencji w sektorze usług.

W 2005 r. zróżnicowanie wskaźników realnego tempa wzrostu PKB w krajach strefy euro, mierzone za pomocą różnych miar dyspersji, zasadniczo się nie zmieniło. Odzwierciedlając częściowo zmniejszenie tempa światowego wzrostu gospodarczego i handlu oraz wzrost cen

ropy naftowej, w 2005 r. średnioroczne realne tempo wzrostu PKB spadło lub pozostało praktycznie na niezmiennym poziomie w porównaniu z rokiem poprzednim we wszystkich krajach strefy euro z wyjątkiem Hiszpanii, gdzie nieco wzrosło i utrzymało się na stosunkowo wysokim poziomie.

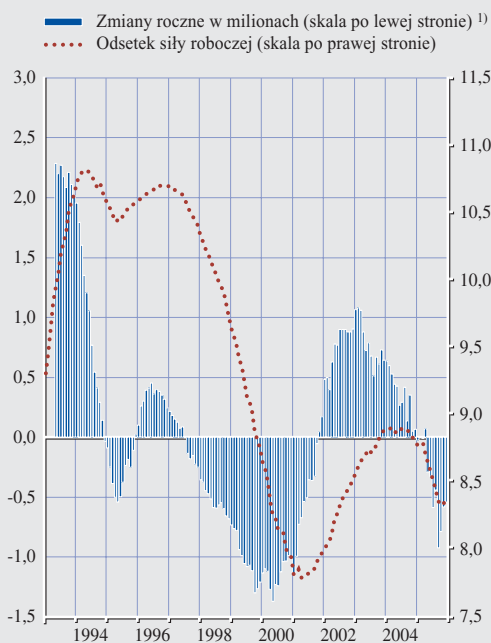
AKTUALNA POPRAWA NA RYNKU PRACY

W 2005 r. sytuacja na rynku pracy w strefie euro uległa dalszej poprawie. Zatrudnienie rosło przez cały rok w tempie podobnym do odnotowanego w roku poprzednim (zob. tabela 4). Na poziomie poszczególnych sektorów zatrudnienie szybko wzrastało w usługach i budownictwie, spadało zaś nadal w przemyśle (z wyłączeniem budownictwa) i rolnictwie. Wyniki badań ankietowych dotyczące perspektyw zatrudnienia w sektorze usług i sektorze przemysłowym wskazywały, że pod koniec roku w tej dziedzinie również nastąpiła znaczna poprawa. W obliczu niezbyt szybkiego wzrostu gospodarczego w 2005 r. prawdopodobne jest, że podstawową rolę odegrały tutaj niedawne posunięcia w zakresie rynku pracy, które przyczyniły się do upowszechnienia się pracy w niepełnym wymiarze godzin oraz samozatrudnienia.

W 2005 r. stopa bezrobocia w strefie euro stale spadała i osiągnęła na koniec roku poziom 8,3% (zob. wykres 30). Znacznie obniżyła się stopa bezrobocia wśród osób poniżej 25 roku życia. Po wzroście NAIURU (stopy bezrobocia, która nie powoduje przyspieszenia inflacji) w okresie między latami siedemdziesiątymi a połową lat dziewięćdziesiątych, który w dużej mierze wynikał z niekorzystnych gwałtownych zmian i sztywnych uregulowań rynku pracy w większości krajów strefy euro, w ostatnim dziesięcioleciu szacunkowe wartości NAIURU

Wykres 30 Bezrobocie

(dane miesięczne; skorygowane sezonowo)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Dane za wszystkie lata dotyczą wszystkich 12 krajów strefy euro.

1) Zmiany roczne nie zostały skorygowane sezonowo.

Tabela 4 Sytuacja na rynku pracy

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

	2003	2004	2005	2003	2003	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2005
				III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Siła robocza	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Zatrudnienie	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Rolnictwo ¹⁾	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Przemysł ²⁾	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– z wyłączeniem budownictwa	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– budownictwo	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	0,4	.
Usługi ³⁾	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
Wskaźniki bezrobocia⁴⁾													
Ogółem	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Poniżej 25 lat	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 i więcej lat	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

1) Z uwzględnieniem rybołówstwa, myślistwa i leśnictwa.

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

3) Z wyłączeniem organizacji i zespołów eksterytorialnych.

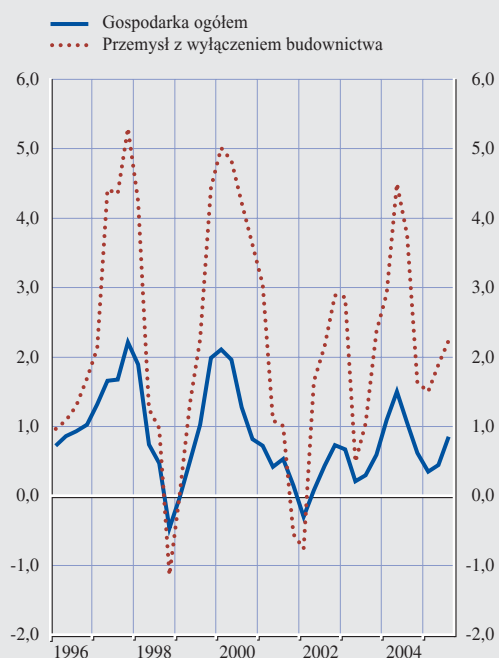
4) Odsetek siły roboczej zgodnie z zaleceniami MOP.

nico spadły⁹. Spadek ten przypisuje się przede wszystkim wpływowi reform rynku pracy przeprowadzonych w niektórych krajach

strefy euro; dodatkowe informacje znajdują się w ramce 6. Chociaż w kilku krajach osiągnięto znaczne postępy w zakresie poprawy elastyczności rynków pracy, w wielu państwach niezbędne są jednak bardziej ambitne reformy. Jedynie większe zaangażowanie w strukturalne reformy rynku pracy pozwoli znacznie obniżyć stopę bezrobocia w nadchodzących latach bez zagrożenia dla stabilności cen.

Wykres 31 Wydajność pracy

(zmiany roczne w procentach)



Źródło: Eurostat.

W 2005 r. tempo wzrostu wydajności pracy było nadal niezbyt wysokie (zob. wykres 31). W sektorze przemysłowym (z wyłączeniem budownictwa) tempo to było wyższe niż w gospodarce ogółem. Tempo wzrostu wydajności pracy w strefie euro w ostatnich latach nie było zadowalające; spadło z ponad 2% w latach dziewięćdziesiątych do niewiele ponad 1% w ostatnich latach. Wolniejsze tempo wzrostu wydajności pracy w strefie euro wiąże się częściowo z wyższym zatrudnieniem, lecz wynika również z niewystarczającego wykorzystania nowych technologii zwiększających wydajność. Analiza tempa wzrostu wydajności pracy w ostatnich latach

9 Zob. też ramka zatytułowana *A longer-term perspective on structural unemployment in the euro area* w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2005 r.

wskazuje również, że pewną rolę w wyjaśnieniu panujących w tym obszarze tendencji odgrywa gorsza jakość pracy¹⁰. We wstępnych danych empirycznych powiązано stosunkowo niski przyrost wydajności pracy w krajach strefy euro z brakiem konkurencji oraz prawodawstwem dotyczącym ochrony zatrudnienia¹¹. Wskazuje

to, że w przyszłości polityka w zakresie zasobów ludzkich powinna być ukierunkowana

10 Zob. G. Schwerdt i J. Turunen, *Growth in euro area labour quality*, Dokumenty Robocze EBC nr 575, styczeń 2006 r.

11 Zob., G. Nicoletti i S. Scarpetta, *Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD*, *OECD Economics Department Working Paper*, nr 460, listopad 2005 r.

Ramka 6

POSTĘPY WE WDRAŻANIU REFORM STRUKTURALNYCH NA RYNKACH PRACY I PRODUKTÓW W UNII EUROPEJSKIEJ

Nasilająca się konkurencja, szybki postęp techniczny oraz starzenie się społeczeństw powodują, że kraje europejskie muszą się zmierzyć z nowymi wyzwaniami, obracając je na swoją korzyść. W zakresie rynków pracy i produktów wśród wyzwań można wymienić, przede wszystkim, poprawę elastyczności rynku pracy, podwyższenie kwalifikacji siły roboczej, dokończenie budowy jednolitego rynku (również w odniesieniu do usług), promowanie innowacji oraz wzmocnienie otoczenia gospodarczego. Wymaga to reform strukturalnych, które zwiększą potencjał wzrostu gospodarki europejskiej, przyczynią się do tworzenia miejsc pracy, ułatwią dostosowanie do zmieniających się warunków i zwiększą odporność na wstrząsy.

W odpowiedzi na wspomniane wyzwania Rada Europejska zdecydowała na wiosennym posiedzeniu w 2005 r., że Komisja, Rada oraz państwa członkowskie powinny wrócić do wprowadzenia w życie strategii lizbońskiej (ambitny program reform zapoczątkowany w marcu 2000 r.) skupiając się na trwałym wzroście i zatrudnieniu¹. W tym kontekście, po zgłoszeniu propozycji przez Komisję, Rada ECOFIN przyjęła w 2005 r. Zintegrowane Wytyczne w sprawie wzrostu i zatrudnienia, obejmujące zarówno nowe Ogólne Wytyczne Polityki Gospodarczej, jak i Wytyczne w sprawie Zatrudnienia, na okres trzyletni 2005-2008. Powyższe wytyczne dotyczące kształtowania polityki gospodarczej oraz związanej z zatrudnieniem wzywają m.in. do reform strukturalnych mających usprawnić funkcjonowanie rynków pracy i produktów w Unii Europejskiej. W oparciu o Zintegrowane Wytyczne państwa członkowskie opracowały Krajowe Programy Reform (KPR), określające reformy strukturalne zaplanowane na lata 2005-2008. (zob. podrozdział 4.1). W lipcu 2005 r. Komisja przyjęła równoległy, stanowiący uzupełnienie KPR wspólnotowy program lizboński obejmujący działania, które powinny zostać podjęte w całej Unii.

Jednym z najważniejszych priorytetów KPR jest poprawa funkcjonowania rynków pracy. W Unii Europejskiej jest nadal 20 mln bezrobotnych, a dotychczasowe postępy w zakresie zwiększenia zatrudnienia i ograniczania bezrobocia są powolne. Mimo że państwa członkowskie ogłosiły wdrożenie wielu reform mających na celu poprawę sytuacji na rynkach pracy, wydaje się, że aby osiągnąć cele strategii lizbońskiej w zakresie zatrudnienia, niezbędne są szybsze i bardziej energiczne działania. W szczególności konieczne jest zwiększenie udziału w rynku pracy i stopnia zatrudnienia kobiet, osób poniżej 25. roku życia oraz starszych pracowników po 55. roku życia. W tym kontekście w 2005 r. państwa członkowskie ukierunkowały swoją politykę związaną z rynkiem pracy głównie na stronę podażową,

1 Zob. artykuł zatytułowany *The Lisbon strategy – five years on* w Biuletynie Miesięcznym EBC z lipca 2005 r.

zachęcając większą liczbę ludzi do wejścia na wspomniany rynek. Większość wdrażanych środków dotyczyła opodatkowania pracy, aktywnej polityki związanej z rynkiem pracy oraz świadczeń socjalnych i zasiłków dla bezrobotnych. W dziedzinie opodatkowania działania zmierzały w większości do ograniczenia ciężarów podatkowych nakładanych na pracę w celu zwiększenia zatrudnienia przez obniżenie kosztów pracy. Jeżeli chodzi o aktywną politykę związaną z rynkiem pracy, kilka krajów dokonało restrukturyzacji publicznych urzędów pośrednictwa pracy. W zakresie świadczeń socjalnych i zasiłków dla bezrobotnych podjęto kroki zmierzające do przeprowadzania interwencji bardziej ukierunkowanych na osiągnięcie konkretnych celów utworzenia ściślejszych mechanizmów kontroli oraz zaostrzenia warunków ubiegania się o zasiłki. Jak dotychczas niektóre kraje UE informują o ogólnie korzystnych dla rynków pracy skutkach otwarcia granic dla imigrantów z nowych państw członkowskich. Rzadko są jednak wdrażane reformy programów wcześniejszych emerytur.

Europie grozi również pozostanie w tyle za konkurentami, jeżeli nie ulegnie poprawie klimat gospodarczy w odniesieniu do warunków konkurencji na rynku oraz obowiązujących przepisów. Rynki produktów, usług i energii, w tym sektor usług publicznych, nadal nie są w pełni konkurencyjne. Ogólnie proces udoskonalania regulacji na szczeblu krajowym i wspólnotowym nabrał tempa w 2005 r. Wdrożenie propozycji KE w zakresie Dyrektywy o usługach na rynku wewnętrznym będzie ważnym etapem na drodze do ostatecznego utworzenia wewnętrznego rynku usług. Konieczne są jednak dalsze działania w celu usunięcia barier wejścia na rynek oraz zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynków, również w sektorze usług publicznych.

Reformom rynków pracy i produktów muszą towarzyszyć reformy sprzyjające tworzeniu właściwego klimatu dla rozwoju wiedzy i innowacji. UE stoi jednak nisko w rankingach międzynarodowych pod względem nakładów na badania i rozwój. Wydatki w tej dziedzinie w stosunku do PKB pozostają od 2001 r. zasadniczo niezmiennie na poziomie około 1,9%, czyli znacznie poniżej celu założonego w strategii lizbońskiej (3%). Choć wiele państw członkowskich zakłada w KPR znaczny wzrost ogólnych wydatków na badania i rozwój do 2010 r., w perspektywie średnio- i długoterminowej niezbędne są szersze działania na rzecz promowania prywatnych nakładów w tej dziedzinie. Aby postęp w zakresie jakości pracy był zgodny z celami strategii lizbońskiej, trzeba również położyć większy nacisk na edukację.

Podsumowując, w 2005 r. nastąpił pewien postęp w zakresie reform strukturalnych. Reformy zainicjowane w związku z ożywieniem strategii lizbońskiej i ogłoszone w ramach wspólnotowego programu lizbońskiego oraz Krajowych Programów Reform są kolejnym krokiem we właściwym kierunku. Obecnie należy przyspieszyć tempo reform podejmowanych w oparciu o te programy.

na poprawę edukacji oraz zwiększony zakres szkoleń praktycznych w miejscu pracy. Daje się również zaobserwować wyraźne zapotrzebowanie na politykę gospodarczą, która będzie stymulować innowacje i promować wykorzystanie technologii zwiększających wydajność pracy.

2.5 SYTUACJA FISKALNA

NIEZADOWALAJĄCE ZMIANY SYTUACJI BUDŻETOWEJ W 2005 R.

Na przestrzeni 2005 r. sytuacja fiskalna w strefie euro wykazała jedynie nieznaczne zmiany w kierunku uzdrowienia finansów publicznych. Według najnowszych danych udostępnionych w ramach zaktualizowanych

Tabela 5 Pozycja fiskalna krajów strefy euro

(jako procent PKB)

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

**Dane programu
stabilizacyjnego
za 2005 r.**

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

Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych

**Dane programu
stabilizacyjnego
za 2005 r.**

	2002	2003	2004	
Strefa euro	69,2	70,4	70,8	71,0
Belgia	105,8	100,4	96,2	94,3
Niemcy	61,2	64,8	66,4	67,5
Grecja	111,6	108,8	109,3	107,9
Hiszpania	53,2	49,4	46,9	43,1
Francja	58,8	63,2	65,1	65,8
Irlandia	32,4	31,5	29,8	28,0
Włochy	108,3	106,8	106,5	108,5
Luksemburg	6,8	6,7	6,6	6,4
Holandia	51,3	52,6	53,1	54,4
Austria	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugalia	56,1	57,7	59,4	65,5
Finlandia	42,3	45,2	45,1	42,7

Źródła: Komisja Europejska (za lata 2002-2004), za lata 2005-2006 zaktualizowane programy stabilizacyjne (2005 r.) i obliczenia EBC.
Uwaga: Dane są oparte na definicji procedury nadmiernego deficytu. Salda budżetu nie uwzględniają przychodów ze sprzedaży licencji UMTS.

programów stabilizacyjnych państw członkowskich deficyt w strefie euro nieco się zmniejszył, do 2,5% PKB, co nie zapobiegło jednak dalszemu wzrostowi średniej wartości wskaźnika zadłużenia w stosunku do PKB (zob. tabela 5). Szacunkowa pozycja budżetowa w 2005 r. była wynikiem pewnego zacieśnienia fiskalnego w warunkach umiarkowanego wzrostu gospodarczego.

Kilka krajów nie osiągnęło celów budżetowych ustalonych w zaktualizowanych programach stabilizacyjnych pod koniec 2004 r. i w pierwszej połowie 2005 r. Oczekiwane wyniki budżetowe odbiegały od wartości docelowych średnio o 0,2 punktu procentowego PKB, po części wskutek

niższego od przewidywanego tempa wzrostu gospodarczego, lecz również z powodu niedostatków konsolidacji i przekroczenia założonego poziomu wydatków. Szacowane niedobory były szczególnie wyraźne w niektórych spośród krajów posiadających i tak już znaczne deficyty. O pogorszeniu pozycji budżetowej w 2005 r. świadczy również wzrost liczby krajów, które odnotowały deficyty powyżej wartości referencyjnej 3% PKB. Szacuje się, że deficyty czterech krajów (Niemiec, Grecji, Włoch i Portugalii) przekroczyły wartość referencyjną, mimo że programy stabilizacyjne przewidywały przekroczenie jej tylko przez dwa kraje. Z wyjątkiem Portugalii, gdzie wdrożono szeroko zakrojone działania jednorazowe, co na

krótko sprowadziło deficyt poniżej 3% PKB, kraje te odnotowywały deficyty powyżej wartości referencyjnej przez większą część okresu od chwili wprowadzenia euro w 1999 r. Oczekuje się, że Niemcy ogłoszą deficyt za 2005 r. w wysokości 3,3% PKB, a Francja – 3,0%. Tak więc niemiecki deficyt utrzymuje się powyżej 3% PKB przez czwarty rok z rzędu. Znaczna rewizja danych statystycznych dokonana w 2004 r. wykazała, że Grecja odnotowywała deficyty przekraczające wartość referencyjną od 1997 r., a spodziewana wysokość deficytu za 2005 r. wynosi 4,3%. W 2005 r. również Włochy znacznie przekroczyły wartość referencyjną; szacowany deficyt wyniósł tam 4,3% PKB. Po tym, gdy Portugalia zakończyła wdrażanie jednorazowych działań fiskalnych, jej deficyt niemal podwoił się w porównaniu z 2004 r., osiągając poziom 6% PKB.

Pozycja budżetowa całej strefy euro wskazuje na dosyć restrykcyjne nastawienie w polityce fiskalnej. Szacowane tempo wzrostu realnego PKB było niższe od wartości potencjalnej, przez co cykl koniunkturalny wywarł negatywny wpływ na sytuację budżetową. Spłaty odsetek pozostały na stabilnym poziomie odzwierciedlając najniższy w historii poziom stóp procentowych i korzystne warunki finansowania.

Chociaż potrzeby w zakresie konsolidacji w strefie euro były bardzo zróżnicowane – szacowane salda budżetowe poszczególnych krajów w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne wahały się od nadwyżki wynoszącej

około 2,5% PKB do deficytu w wysokości około 5% PKB – poprawa struktury finansów publicznych w wielu krajach była nadal niewystarczająca. Obraz zaciera tu w pewnym stopniu (choć mniejszym niż w latach poprzednich) działania tymczasowe zmierzające do zmniejszenia deficytu oraz skutki jednorazowe, które z definicji nie prowadzą do trwałej poprawy sytuacji. Szacuje się, że wydatki i dochody sektora finansów publicznych nieco wzrosły w stosunku do PKB w całej strefie euro. Obniżki podatków bezpośrednich i składek na ubezpieczenia społeczne skompensowały w zasadzie ograniczone cięcia wydatków i podwyżki podatków pośrednich w 2005 r.

Uważa się, że wskaźnik zadłużenia w stosunku do PKB w strefie euro wzrósł trzeci rok z rzędu, osiągając poziom 71,0% PKB. Wzrost zadłużenia odnotowany w 2005 r. wynikał z niskiego wskaźnika nadwyżki pierwotnej, faktu, że wzrost gospodarczy był niższy niż implikowane średnie oprocentowanie długu publicznego, a także – w niektórych przypadkach – z wpływającego na powiększenie zadłużenia dostosowania deficytu do długu. Większość krajów strefy euro odnotowała wskaźniki zadłużenia przekraczające wartość referencyjną 60% PKB. W wielu przypadkach wskaźnik zadłużenia w stosunku do PKB nadal rósł. Najwyższy wskaźnik w strefie euro odnotowały Włochy – jego szacunkowa wartość wyniosła 108,5% PKB. Wskaźnik zadłużenia Grecji nieznacznie spadł w 2005 r. i pozostał na poziomie powyżej 100% PKB. Przewiduje się, że trzy pozostałe kraje o zadłużeniu powyżej

Ramka 7

ZMIANY W ZAKRESIE EMISJI DŁUŻNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH PRZEZ INSTYTUCJE RZĄDOWE I SAMORZĄDOWE W STREFIE EURO

W 2005 r. utrzymywał się wysoki poziom emisji dłużnych papierów wartościowych przez instytucje rządowe i samorządowe związany ze wzrostem zapotrzebowania rządów na finansowanie deficytu budżetowego. Do 1999 r., gdy rozpoczął się III etap UGW, większość krajów strefy euro odnotowywała jedynie nieznaczną nierównowagę budżetową lub wręcz nadwyżki, w związku z czym ich potrzeby pożyczkowe były niskie. Po 2000 r. pozycje

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

(w procentach; na koniec okresu)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Instytucje rządowe i samorządowe ogółem	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
<i>Długoterminowe</i>	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
O oprocentowaniu stałym			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
O oprocentowaniu zmiennym			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
<i>Krótkoterminowe</i>	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Źródło: EBC.

budżetowe zaczęły jednak ulegać osłabieniu, po części wskutek coraz bardziej pogarszającej się sytuacji gospodarczej, a tym samym potrzeby pożyczkowe brutto krajów strefy euro rosły. Sytuacja ta znajduje odzwierciedlenie zarówno we wzroście wskaźnika zadłużenia w stosunku do PKB, jak i rocznej dynamice emisji dłużnych papierów wartościowych przez sektor instytucji rządowych i samorządowych strefy euro. Dynamika ta w ostatnich czterech latach wynosiła średnio około 4,5% (zob. tabela A).

Analiza struktury znajdujących się w obiegu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe wskazuje, że za emisję długu tego sektora odpowiedzialne są, przede wszystkim, instytucje rządowe szczebla centralnego – udział ich dłużnych papierów wartościowych w obiegu w 2005 r. wynosił 93,8%, a pozostałe instytucje rządowe i samorządowe są odpowiedzialne za dalsze 6,2%. Sektor pozostałych instytucji rządowych i samorządowych staje się jednak coraz bardziej aktywny. W latach 1998-2005 udział dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe szczebla centralnego stale spadał, podczas gdy udział dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez pozostałe instytucje rządowe i samorządowe wzrósł prawie dwukrotnie (zob. tabela B).

Jeżeli chodzi o zarządzanie długiem, kraje utrzymywały podejście długoterminowe. Ważnym czynnikiem zwiększającym atrakcyjność emisji długoterminowych dłużnych papierów wartościowych przez rządy był niski poziom stóp procentowych. Zadłużenie długoterminowe stanowiło około 92,3% wszystkich dłużnych papierów wartościowych w obiegu na koniec 2005 r., podczas gdy udział papierów krótkoterminowych wynosił jedynie 7,7%. O tendencji

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

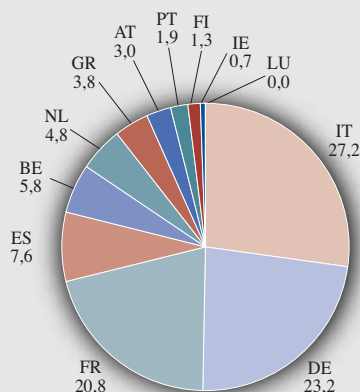
(jako procent wszystkich dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe; dane na koniec okresu)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Instytucje rządowe szczebla centralnego	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Inne instytucje rządowe i samorządowe	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ogółem instytucje rządowe i samorządowe								
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
O oprocentowaniu stałym	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
O oprocentowaniu zmiennym	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Ogółem instytucje rządowe i samorządowe w mld euro	3 314,6	3 450,7	3 547,6	3 765,7	3 940,2	4 142,0	4 370,5	4 588,3

Źródło: EBC.

Wykres A Dłużne skarbowe papiery wartościowe krajów strefy euro w obiegu, według krajów emitujących we wrześniu 2005 r.

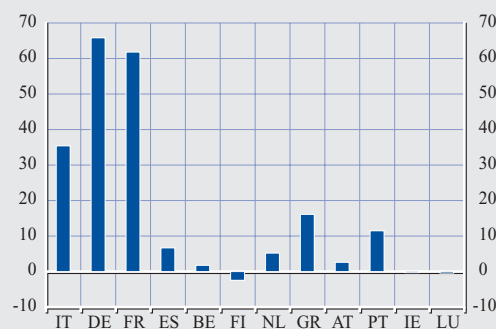
(w procentach; na koniec okresu)



Źródło: EBC.

Wykres B Emisje netto dłużnych skarbowych papierów wartościowych krajów strefy euro, według krajów emitujących we wrześniu 2005 r.

(w mld euro; średnie za okres)



Źródło: EBC.

tej świadczy również negatywny wskaźnik emisji netto krótkoterminowych papierów dłużnych w 2005 r. Roczna dynamika długoterminowych dłużnych papierów wartościowych spadła do 4,8% w 2005 r. w porównaniu z 5,7% w 2004 r.

Tabela B pokazuje, że wśród długoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe przeważają większość stanowiły papiery o stałym oprocentowaniu. Z czasem emisje papierów o zmiennym oprocentowaniu wyraźnie straciły na znaczeniu – ich udział zmalał z 11,9% ogółu w 1998 r. do 7,9% w grudniu 2005 r. Wpłynęło na to stopniowe obniżanie pod koniec lat dziewięćdziesiątych, w warunkach stabilnych cen, premii za okres zapadalności wypłacanej przez niektóre rządy od długoterminowych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu. Udział dłużnych papierów wartościowych o zmiennym oprocentowaniu nieco jednak wzrósł w 2005 r. – do 7,9% w porównaniu z 7,7% w 2004 r. Jedynym krajem, gdzie udział dłużnych papierów wartościowych o zmiennym oprocentowaniu znacznie przewyższa średnią dla strefy euro, są Włochy (21,1%); udział ten spadł jednak znacznie od 1998 r. w strefie euro. Stopa wzrostu papierów wartościowych o zmiennym oprocentowaniu zwiększyła się do 9,3% w 2005 r., odzwierciedlając tendencje w zakresie emisji dłużnych papierów wartościowych w innych segmentach rynku, takich jak MIF (zob. podrozdział 2.2). Wzrost ten może się wiązać z faktem, że na emisję papierów wartościowych o zmiennym oprocentowaniu pozytywnie wpłynął bardzo niski poziom krótkoterminowych stóp procentowych (zob. tabela A).

Ogólnie rzecz biorąc, najnowsze tendencje w zakresie struktury finansowania instytucji rządowych odzwierciedlają strategię zarządzania długiem dostosowaną do korzystnych zmian warunków na rynkach finansowych, które zaszły w wyniku prowadzenia w minionej dekadzie polityki bardziej ukierunkowanej na stabilność. Najbardziej odczuwalną korzyścią dla społeczeństwa jest wyraźne zmniejszenie wydatków budżetowych na spłatę odsetek.

Jeżeli chodzi o całkowitą kwotę zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych w grudniu 2005 r., zdecydowanie największym emitentem były Włochy, odpowiadające za 27,2% ogólnej

kwoty zadłużenia w strefie euro. Następne miejsca zajęły Niemcy i Francja – odpowiednio 23,2% i 20,8% (zob. wykres A). Rządy tych trzech krajów odpowiadają łącznie za ponad dwie trzecie całkowitego zadłużenia państwowego strefy euro. Porównując poziomy emisji netto, największy udział mają Niemcy – 65,8 mld EUR. Następne miejsca zajmują Francja i Włochy – odpowiednio 61,8 mld EUR i 35,4 mld EUR (zob. wykres B).

wartości referencyjnej 60% PKB (tj. Niemcy, Francja i Portugalia) nie zredukowały wskaźników zadłużenia w stosunku do PKB. Chociaż ocenia się, że Belgii udało się w 2005 r. ponownie osiągnąć równowagę budżetową, po części dzięki działaniom jednorazowym, redukcja wskaźnika zadłużenia tego kraju uległa istotnemu spowolnieniu z powodu znaczących dostosowań deficytu do długu. Na utrzymującą się znaczną nierównowagę budżetową i rosnącą dynamikę zadłużenia w strefie euro wskazywał również wolumen dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe i samorządowe (zob. ramka 7).

PERSPEKTYWY FINANSÓW PUBLICZNYCH W ROKU 2006

Najnowsze aktualizacje programów stabilizacyjnych wskazują, że celem jest postęp w konsolidacji finansów publicznych, który w większości przypadków jest zasadniczo zgodny ze znowelizowanym Paktem Stabilności i Wzrostu. Jednakże, podobnie jak w poprzednich latach, wiele rządów nie przedstawia wystarczająco konkretnych i wiarygodnych planów kompleksowej likwidacji nierównowagi fiskalnej. Daje się dostrzec tendencja do ograniczania wydatków, lecz zostanie ona zapewne zniwelowana przez obniżki podatków, co spowoduje, że zmniejszą się zarówno wydatki, jak i dochody sektora finansów publicznych. W związku z tym należy się obawiać, że większość krajów ponownie poczyni zbyt małe postępy w zakresie ograniczania deficytu budżetowego i nie przeprowadzi także kompleksowych reform strukturalnych. Programy stabilizacyjne na 2006 r. przewidują umiarkowany spadek przeciętnego deficytu w strefie euro o 0,2 punktu procentowego do 2,3% PKB, a gospodarka ma rosnać w tempie zbliżonym do potencjalnego. W 2006 r. cykl koniunkturalny będzie miał neutralny wpływ na sytuację

fiskalną, a spłaty odsetek w strefie euro nieco się zmniejszą. Średni wskaźnik zadłużenia pozostanie właściwie na stabilnym poziomie zbliżonym do 71% PKB.

Spośród krajów o nadmiernym deficycie Grecja ma zamiar obniżyć go do poniżej 3% w 2006 r., podczas gdy Niemcy i Włochy planują to uczynić dopiero w 2007 r., a Portugalia spodziewa się skorygować nadmierny deficyt w 2008 r. Pozostałe kraje, włączając Francję, planują osiągnąć lub utrzymać pozycję fiskalną zgodną ze swoimi średniookresowymi celami do czasu zakończenia realizacji programu, wszystkie inne kraje – najpóźniej do 2008 r.

POTRZEBA ZMIAN STRATEGICZNYCH W POLITYCE FISKALNEJ

Wcześniejsze i przyszłe tendencje w zakresie sytuacji fiskalnej odnotowane przez Komisję Europejską oraz zarysowane w zaktualizowanych programach stabilizacyjnych są źródłem poważnych wyzwań. Po pierwsze, priorytetem powinna być konsolidacja fiskalna. Szczególnie niepokojąca jest liczba krajów wykazujących poważną nierównowagę fiskalną. Poprawiające się perspektywy wzrostu stanowią dla tych krajów dobrą okazję do poczynienia postępów w zakresie korekty nadmiernego deficytu i uzdrowienia finansów publicznych. Wydaje się jednak, że jeżeli nie zostaną podjęte dodatkowe działania, część krajów nie wypełni swoich zobowiązań w dziedzinie konsolidacji. Trzeba tego uniknąć, również w celu odbudowy wiarygodności znowelizowanego Paktu Stabilności i Wzrostu. Europejskie ramy polityki fiskalnej stanowią ważny filar UGW i dają stabilną podstawę dla oczekiwań w zakresie dyscypliny fiskalnej, tym samym przyczyniając się do wzrostu, stabilności i spójności w strefie euro.

Po drugie, zgodnie z zasadami ekonomii, znowelizowany Pakt kładzie duży nacisk na trwałą konsolidację budżetową, nie zaś na jednorazowe i tymczasowe działania mające na celu poprawę sytuacji fiskalnej. Bardzo korzystne byłoby więc zmniejszenie zakresu zastosowania takich środków, co przewidują niektóre rządy. Oczywistym jest, że tymczasowe działania mogą opóźnić działania konsolidacyjne niezbędne do zmierzenia się ze strukturalnymi wyzwaniami budżetowymi, przed którymi stoi wiele krajów strefy euro, co zwiększyłoby obciążenia fiskalne przyszłych pokoleń.

Po trzecie, większość krajów strefy euro potrzebuje kompleksowej strategii reform, która byłaby korzystna dla zatrudnienia i wzrostu. Reformy te muszą obejmować działania na rzecz konsolidacji fiskalnej. Biorąc pod uwagę, że wiele krajów planuje w ramach takiej strategii obniżenie efektywnego opodatkowania pracy i dochodów kapitałowych, niezbędna jest kontrola wydatków publicznych. Reformy strukturalne wydatków mają podstawowe znaczenie dla uzdrowienia finansów publicznych, co przyczyni się do szybszego wzrostu. Aby promować inwestycje, innowacje i zatrudnienie, środki muszą być wydatkowane na właściwe cele. Równocześnie konieczne może być wzmocnienie mechanizmów kontrolnych w celu uniknięcia przekroczenia założonego poziomu wydatków, co często prowadzi do zwiększenia docelowego deficytu budżetowego. W wielu przypadkach podstawową kwestią będzie również przegląd zobowiązań rządu ze szczególnym uwzględnieniem mniej potrzebnych działań. Pozwoli to uzdrowić finanse publiczne oraz równocześnie właściwie finansować podstawowe zadania sektora publicznego.

2.6 KURSY WALUTOWE I BILANS PŁATNICZY

DEPREKJACJA EURO W 2005 R.

Po silnej aprecjacji w ostatnich trzech miesiącach 2004 r. kurs euro obniżył się w pierwszej połowie 2005 r. Deprecjacja ta miała

charakter ogólny, lecz była najbardziej wyraźna w stosunku do dolara i kilku walut azjatyckich, które były formalnie lub *de facto* sztywno związane z dolarem. Następnie kurs euro wzrósł ponownie w stosunku do jena, natomiast wahania jego kursu wobec większości innych walut były stosunkowo niewielkie; ostatecznie na koniec 2005 r. nominalny efektywny kurs euro ustabilizował się na poziomie około 6% niższym niż na początku roku (zob. wykres 32).

Po osiągnięciu pod koniec 2004 r. najwyższego poziomu od chwili wprowadzenia w 1999 r., zarówno jeżeli chodzi o efektywny kurs nominalny, jak i względem dolara, euro zaczęło tracić na wartości, co było związane ze zmianami postrzegania przez rynek czynników wpływających na kursy walut. W tym okresie pojawiało się coraz więcej oznak poprawy sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i Japonii, podczas gdy perspektywy dla strefy euro były nadal w powszechnej opinii mniej optymistyczne. Szczególnie w Stanach Zjednoczonych doniesienia o dobrej kondycji gospodarki wraz z oznakami rosnącej presji inflacyjnej odwróciły najwyraźniej uwagę rynku od dużego i utrzymującego się deficytu na rachunku obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych, kierując ją w stronę oczekiwanego w tym kraju wzrostu stóp procentowych, co w efekcie wzmocniło amerykańską walutę. Wzrost wartości dolara został wstrzymany jedynie na krótko w okresie od połowy lutego do początku marca 2005 r., gdy pojawiły się przejściowe spekulacje o możliwej dywersyfikacji rezerw walutowych przez niektóre banki centralne. Jednak od połowy marca nastroje rynkowe wobec dolara poprawiły się, pogarszając się równocześnie wobec euro; tendencja ta uległa dalszemu wzmocnieniu na początku czerwca, po odrzuceniu Traktatu ustanawiającego Konstytucję dla Europy przez Francję i Holandię. Ogólny spadek kursu euro wobec innych walut między połową marca a końcem lipca został jedynie częściowo zrównoważony jego aprecjacją w stosunku do walut czterech największych nowych państw członkowskich UE. Na decyzje inwestycyjne w Europie

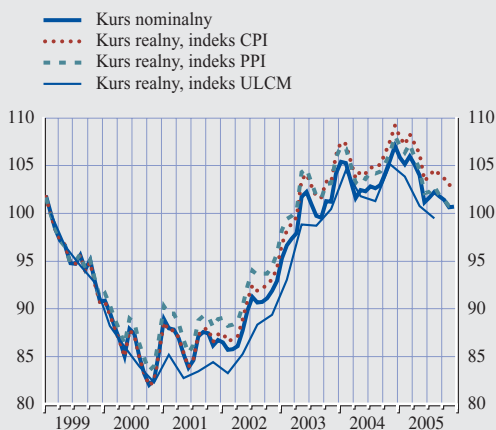
Środkowo-Wschodniej, szczególnie w okresie od połowy marca do początku czerwca, wpłynęło przejściowe zmniejszenie apetytu inwestorów światowych na ryzyko, co spowodowało ogólne osłabienie walut regionu.

W drugiej połowie 2005 r. o sytuacji na rynkach walutowych nadal decydowały czynniki koniunkturalne, podczas gdy uwarunkowania strukturalne pozostawały w tle. Na umocnienie dolara wpływała zwiększająca się rozpiętość wysokości stóp procentowych między Stanami Zjednoczonymi, gdzie były one wyższe, a innymi dużymi gospodarkami. Tendencję tę umacniał dodatkowo napływ środków przedsiębiorstw amerykańskich związany z ustawą o inwestycjach w Stanach Zjednoczonych (*Homeland Investment Act*) oraz świadczące o nadal rosnącym popycie na amerykańskie aktywa doniesienia, które mogły złagodzić obawy rynku dotyczące finansowania deficytu na rachunku obrotów bieżących w tym kraju¹². Wzrost kursu dolara został jednak zrównoważony oznakami poprawy koniunktury w strefie euro, w związku z czym od lipca do końca grudnia 2005 r. euro osłabło w stosunku do waluty amerykańskiej tylko nieznacznie. Poprawa perspektyw gospodarki japońskiej okazała się niewystarczająca, aby powstrzymać presję na spadek kursu jena wynikającą z wyższych cen ropy naftowej oraz pogłębiającą się rozpiętością rentowności między Japonią a innymi dużymi gospodarkami. W związku z tym w drugiej połowie 2005 r. kurs jena odnotował ogólny spadek. 21 lipca Chiny zerwały ścisły związek swojej waluty z dolarem i zaczęły stosować politykę kierowanego płynnego kursu walutowego w odniesieniu do koszyka walut. Zmiana ta dała się odczuć głównie w Azji i nie miała raczej trwałego, bezpośredniego wpływu na kurs euro.

30 grudnia 2005 r. kurs euro wynosił 1,20 dolara. Był więc o około 11% niższy niż na początku roku. W 2005 r. euro uległo również osłabieniu w stosunku do funta szterlinga (o 3,9%), korony norweskiej (o 2,5%) oraz dolara australijskiego i kanadyjskiego (o 7,0% i 14,4%). Kurs euro obniżył się także

Wykres 32 Nominalne i realne efektywne kursy wymiany euro¹⁾

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



Źródło: EBC.

1) Wzrost indeksów EER-23 oznacza aprecjację euro. Ostatnie dane miesięczne pochodzą z grudnia 2005 r. W przypadku realnego wskaźnika EER-23 opartego na indeksie ULCM ostatnie dane dotyczą III kwartału 2005 r. i są częściowo danymi szacunkowymi.

wobec walut niektórych nowych państw członkowskich UE: złotego polskiego (o 5,4%) i korony czeskiej (o 4,7%). W tym samym okresie wartość euro w stosunku do jena i franka szwajcarskiego niemal się zmieniła.

Deprecjacja euro w stosunku do wyżej wymienionych walut została jedynie częściowo skompensowana umiarkowaną aprecjacją wobec forinta węgierskiego i w nieco większym stopniu wobec korony szwedzkiej (o 5,1%).

W styczniu 2006 r. nastąpiło ponownie umocnienie kursu euro wobec większości najważniejszych walut, ale w lutym wystąpiło osłabienie. Wydaje się, że w dwóch pierwszych miesiącach korzystne dane o perspektywach gospodarki strefy euro wpłynęły na oczekiwania rynku co do dalszego kierunku polityki pieniężnej, szczególnie w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Japonii. 24 lutego 2006 r.

¹² Ustawa o inwestycjach w Stanach Zjednoczonych umożliwia amerykańskim firmom korzystne opodatkowanie zysków uzyskanych poza granicami kraju i przetransferowanych doń w danym roku podatkowym.

nominalny efektywny kurs euro był o około 0,3% niższy niż na początku roku.

Oparty na indeksach kosztów i cen realny efektywny kurs euro również spadał w 2005 r., podobnie jak efektywny kurs nominalny (zob. wykres 32). W czwartym kwartale 2005 r. wskaźniki realnego efektywnego kursu euro były nieznacznie powyżej poziomu z pierwszego kwartału 1999 r., a ich wysokość odpowiadała średniej z ostatnich dziesięciu lat.

ZMNIJSZENIE SALDA NA RACHUNKU OBROTÓW BIEŻĄCYCH W 2005 R., GŁÓWNIEM WSKUTEK WYŻSZYCH KOSZTÓW IMPORTU ROPY NAFTOWEJ

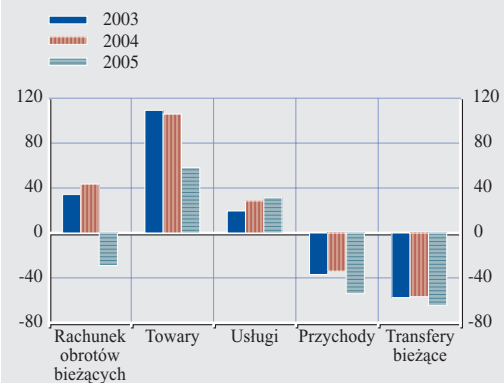
W 2005 r. na rachunku obrotów bieżących strefy euro odnotowano deficyt w wysokości 29,0 mld euro (tj. lub 0,4% PKB) w porównaniu z nadwyżką wynoszącą 43,5 mld euro (tj. 0,6% PKB) w 2004 r. Pogorszenie salda obrotów bieżących było spowodowane głównie spadkiem nadwyżki obrotów towarowych oraz, w mniejszym stopniu, wzrostem deficytu dochodów, podczas gdy salda usług i transferów bieżących pozostały w zasadzie bez zmian (zob. wykres 33).

Struktura geograficzna rachunku obrotów bieżących strefy euro, dane o której są dostępne do trzeciego kwartału 2005 r., wskazuje, że silny spadek skumulowanej nadwyżki obrotów bieżących za 12 miesięcy, który zakończył się we wrześniu 2005 r., wynikał głównie ze wzrostu deficytu w handlu ropą naftową z krajami eksportującymi ten surowiec. W tym samym okresie nadwyżka w obrotach ze Stanami Zjednoczonymi pozostała zasadniczo bez zmian (na poziomie około 41 mld euro), podczas gdy nadwyżka w obrotach z innymi krajami UE wzrosła o 14 mld euro, głównie w związku ze zwiększeniem się nadwyżki w obrotach z Wielką Brytanią.

Nadwyżka obrotów towarowych spadła w 2005 r. o 47,6 mld euro; wartość importu rosła szybciej niż eksportu. Wartość eksportu towarów wzrastała mniej więcej w takim samym tempie, jak w roku 2004, podczas gdy tempo wzrostu wartości ich importu

Wykres 33 Saldo rachunku obrotów bieżących i jego komponenty

(w mld euro; dane skorygowane sezonowo)



Źródło: EBC.

zwiększyło się. Deficyt dochodów gwałtownie wzrósł szczególnie pod koniec roku, co odzwierciedlało szybszy wzrost dokonywanych płatności.

Aby lepiej zrozumieć zmiany w obrotach towarowych, można przeanalizować eksport i import towarów spoza strefy euro odrębnie w ujęciu cenowym i ilościowym w oparciu o dane statystyczne Eurostatu dotyczące handlu zagranicznego (dostępne dane obejmują okres do listopada 2005 r.). Jeżeli chodzi o import, silny wzrost wartości towarów importowanych w 2005 r. wynikał głównie z szybkiego wzrostu wartości importowanych nośników energii – w dużej mierze wynikało to z podwyżki cen ropy naftowej. Ponadto, szczególnie w drugiej połowie 2005 r., wzrósł wolumen importu. Po pierwszej połowie 2005 r., w której utrzymywał stały poziom, import wzrósł wskutek zwiększenia się popytu finalnego ogółem w strefie euro, szczególnie w kategoriach wydatków o wysokim udziale importu, jak inwestycje i eksport.

W odniesieniu do eksportu, do wzrostu wartości towarów eksportowanych w 2005 r. przyczyniły się zarówno ich ceny, jak i wolumen. Za wzrost cen eksportu częściowo odpowiadał wzrost kosztów związany z wyższymi cenami ropy naftowej. Na przestrzeni roku wolumen

eksportu towarów zwiększył się głównie wskutek zmian w popycie zagranicznym strefy euro. Po słabym pierwszym kwartale tempo wzrostu popytu zagranicznego strefy euro znacznie się zwiększyło w pozostałej części roku, choć mniej wyraźnie niż w roku poprzednim. Szybko rósł zwłaszcza eksport do

Azji (a szczególnie do Chin) oraz nowych państw członkowskich UE, co odzwierciedlało szybki wzrost gospodarczy w tych regionach w 2005 r. Eksporterzy strefy euro skorzystali również na reinwestycjach przychodów z eksportu ropy dokonywanych przez kraje ją eksportujące (zob. ramka 8). Jeżeli chodzi

Ramka 8

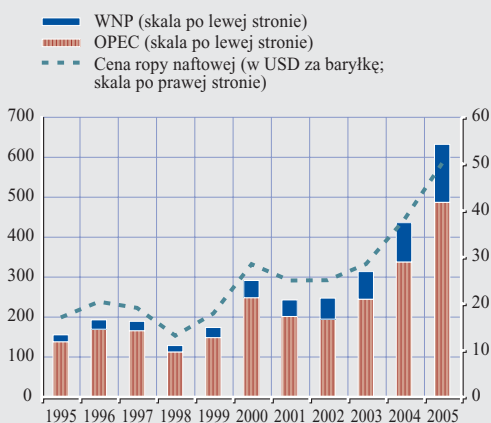
PONOWNE INWESTYCJE PRZYCHODÓW ZE SPRZEDAŻY ROPY I ICH WPŁYW

Od 2002 r. wzrost cen ropy naftowej i rosnąca produkcja generują znacznie wyższe przychody z eksportu ropy dla krajów eksportujących ten surowiec. Niniejsza ramka omawia przychody z eksportu uzyskiwane przez Organizację Krajów Eksportujących Ropę Naftową (OPEC) oraz Wspólnotę Niepodległych Państw (WNP), które łącznie produkują około 70% ropy naftowej sprzedawanej na rynkach światowych. Ocenia się, że łączne przychody OPEC i WNP wzrosły z 250 mld USD w 2002 r. do około 630 mld USD w 2005 r. (zob. wykres A). Poniżej opisano efekty wynikające ze wzrostu przychodów z eksportu ropy naftowej, a w szczególności dwa podstawowe kanały transmisji przychodów z eksportu ropy do krajów ją importujących: rynki finansowe oraz handel.

Jeden z możliwych scenariuszy wiążących się z redystrybucją bogactwa po okresie utrzymujących się wysokich cen ropy naftowej polega na tym, że kraje eksportujące ropę naftową zwiększają swoje depozyty w bankach międzynarodowych i/lub nabywają zagraniczne instrumenty udziałowe i dłużne. Tradycyjnie, a szczególnie po drugim szoku naftowym na początku lat osiemdziesiątych, kraje OPEC inwestowały głównie w aktywa i rynki amerykańskie, składając w bankach depozyty niemal wyłącznie denominowane w dolarach. Podobnie wzrostowi cen ropy trwającemu od połowy 1998 r. do końca 2000 r. towarzyszyło, z nieznacznym opóźnieniem, niemal podwojenie aktywów netto OPEC (według stałej wartości dolara) utrzymywanych w bankach międzynarodowych – jest to miara transferu netto funduszy OPEC do depozytów w bankach międzynarodowych. Nie doszło do tego jednak w przypadku ostatniego dużego wzrostu cen ropy – realne aktywa OPEC netto w bankach składających sprawozdania do Banku Rozrachunków Międzynarodowych zasadniczo się nie zmieniły od pierwszego kwartału 2001 r. (zob. wykres B)¹. Obraz inwestycji wyłaniający się

Wykres A Przychody z eksportu ropy naftowej

(mld dolarów, chyba że podano inaczej)



Źródła: Reuters i szacunki ekspertów EBC.

¹ Zob. Przegląd Kwartalny Banku Rozliczeń Międzynarodowych z grudnia 2005 r., s. 25-27. Aktywa netto to różnica między aktywami i zobowiązaniami OPEC wobec banków składających sprawozdania do Banku Rozrachunków Międzynarodowych; są one miarą przepływu netto środków do międzynarodowego systemu bankowego.

z monitorowania pozycji bilansowych banków może być jednak niepełny. W istocie, jeżeli chodzi o transgraniczne przepływy kapitałowe, według danych Departamentu Skarbu Stanów Zjednoczonych wartość amerykańskich skarbowych papierów wartościowych w posiadaniu krajów OPEC wzrosła od stycznia 2001 r. do września 2005 r. o 92% (z 28,5 mld dolarów do 54,6 mld dolarów). Ponadto przychody z eksportu ropy naftowej mogły również zostać zamienione na amerykańskie skarbowe papiery wartościowe za pośrednictwem rynków *off-shore*.

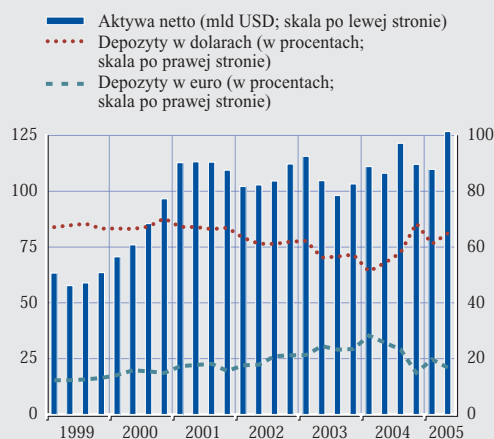
W strukturze walutowej aktywów krajów eksportujących ropę naftową zaznaczyły się widoczne zmiany. Kraje OPEC stopniowo zwiększyły udział depozytów denominowanych w euro z 12% na początku 1999 r. do ponad 28% na koniec pierwszego kwartału 2004 r. Towarzyszył temu stały

spadek udziału depozytów denominowanych w dolarach. Od 2004 r. gospodarki OPEC zaczęły jednak ponownie stopniowo zwiększać udział depozytów dolarowych pomimo stosunkowo silnej aprecjacji euro zaobserwowanej w tym roku. Spowodowało to wzrost udziału depozytów denominowanych w dolarach z najniższego poziomu 51% na koniec pierwszego kwartału 2004 r. do 65% w drugim kwartale 2005 r. Zbiegło się to z podobnym co do wielkości spadkiem udziału depozytów denominowanych w euro, który wyniósł 17% w drugim kwartale 2005 r.

Depozyty netto Rosji – największego producenta ropy naftowej w ramach WNP i najważniejszego eksportera ropy spoza OPEC na świecie – znacznie wzrosły w ostatnim okresie podwyższonych cen ropy; zmieniła się również ich struktura walutowa (zob. wykres C). Od 2002 r. Rosja jest wierzycielem netto banków składających sprawozdania do Banku Rozrachunków Międzynarodowych, a udział utrzymywanych przez nią aktywów denominowanych w euro z wielokrotniła się ponad trzy razy od połowy 2002 r. do końca pierwszego kwartału 2005 r. (z 11% do 36%). Ten wyraźny wzrost w ostatnich trzech latach odzwierciedla również w pewnym stopniu znaczną aprecjację euro wobec dolara i wzrost wykorzystania euro jako waluty rezerwowej przez rosyjskie władze monetarne. Jak wyjaśniono poniżej, takie posunięcia zmierzające w kierunku bardziej zrównoważonego walutowo portfela depozytów mogą wskazywać, że producenci ropy pragną chronić swoją siłę nabywczą w sytuacji, gdy udział Stanów Zjednoczonych w ich imporcie maleje, rośnie natomiast udział Europy i innych krajów.

Drugim potencjalnym kanałem reinwestycji zwiększonych przychodów ze sprzedaży ropy naftowej jest handel międzynarodowy. Podczas pierwszego i drugiego szoku naftowego w latach siedemdziesiątych przychody OPEC z eksportu ropy stały się i stosunkowo znacznie przekraczały łączny import tych krajów, powodując powstawanie „naftowych nadwyżek handlowych”. W połowie lat osiemdziesiątych, gdy cena ropy naftowej ponownie spadła do około 15 dolarów, nadwyżki te zmieniły się w niewielkie deficyty. Duża nadwyżka pojawiła się ponownie w 2000 r.,

Wykres B Aktywa netto i struktura walutowa depozytów OPEC

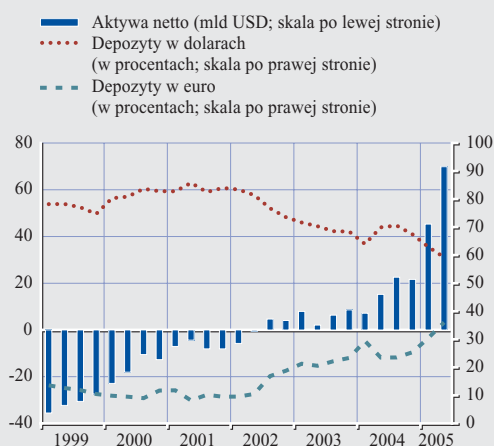


Źródła: Bank Rozrachunków Międzynarodowych i obliczenia EBC.

Uwaga: Ostatnie dane dotyczą drugiego kwartału 2005 r.

gdy ceny ropy zaczęły silnie rosnąć. Jednak od 2001 r., pomimo wyraźnego wzrostu zarówno cen ropy naftowej, jak i jej eksportu, naftowe nadwyżki handlowe OPEC pozostają stosunkowo umiarkowane w porównaniu do poprzednich okresów zwyżek cen ropy. Sugeruje to, że rosnące przychody OPEC z eksportu ropy zbiegły się z wzrostem importu tych krajów. Podobną tendencję można zaobserwować w przypadku WNP. Naftowe deficyty odnotowywane przez Wspólnotę Niepodległych Państw znacznie się zmniejszyły po silnym wzroście cen ropy w latach 1999-2000. Duży wzrost cen ropy nastąpił jednak jednocześnie z pogorszeniem się naftowego salda obrotów towarowych WNP w latach 2001-2004. Sugeruje to, że rosnące przychody WNP z eksportu ropy w tych latach również zbiegły się z wzrostem importu. Jednak w pierwszej połowie 2005 ponownie znacząco spadł odnotowany przez WNP deficyt naftowy.

Wykres C Aktywa netto i struktura walutowa depozytów Rosji



Źródła: Bank Rozrachunków Międzynarodowych i obliczenia EBC.

Uwaga: Ostatnie dane dotyczą drugiego kwartału 2005 r.

W latach 2001-2004 import OPEC i WNP (w dolarach według kursu nominalnego) rósł średniorocznie odpowiednio o 18% i 21%. Strefa euro najwyraźniej skorzystała na silnym wzroście popytu ze strony krajów eksportujących ropę naftową. Średnie roczne tempo wzrostu importu krajów OPEC i WNP ze strefy euro w latach 2001-2004 wynosiło odpowiednio 21% i 26%, co spowodowało wzrost udziału rynkowego krajów strefy w obydwu regionach eksportujących ropę (zob. tabela A). Azja (z wyłączeniem Japonii) również zwiększyła swój udział procentowy w całkowitym imporcie krajów OPEC i WNP. Z kolei Stany Zjednoczone odnotowały w tym samym okresie wyraźny spadek udziału rynkowego. W 2005 r. strefa euro nadal odnosiła korzyści ze wzrostu importu krajów eksportujących ropę naftową. Import krajów OPEC i WNP w pierwszej połowie 2005 r. (tego okresu dotyczą ostatnie dostępne dane) był odpowiednio o 22% i 25% wyższy niż w tym samym okresie ubiegłego roku.

Ogólnie od 1999 r. nastąpiły wyraźne zmiany w alokacji dodatkowych przychodów z eksportu ropy naftowej przez kraje eksportujące ten surowiec, szczególnie w przypadku krajów OPEC.

Udziały wybranych gospodarek w imporcie krajów OPEC i WNP

(jako procent importu ogółem)

	OPEC			WNP		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Strefa euro	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
Stany Zjednoczone	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Zjednoczone Królestwo	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Azja z wyłączeniem Japonii i Chin	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japonia	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
Chiny	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Źródła: MFW i obliczenia EBC.

Po dużym wzroście cen ropy w 1999 r. kraje OPEC deponowały znaczny odsetek wspomnianych przychodów w bankach międzynarodowych, a ich wydatki na import były nadal niskie. Od 2001 r. kraje OPEC i WNP znacznie zwiększyły swój import. Wydaje się, że strefa euro odniosła korzyści z niedawnego wzrostu importu WNP i OPEC. Tak więc, mimo że wyższe ceny ropy naftowej powinny były osłabić aktywność gospodarczą strefy euro, okazuje się, że efekty zwrotne wynikające z ponownych inwestycji przychodów ze sprzedaży ropy w pewnym stopniu złagodziły w ostatnim czasie ujemne efekty pierwszej rundy związane z wysokimi podwyżkami.

o strukturę produktów, najszybciej rósł eksport dóbr inwestycyjnych, podczas gdy eksport towarów konsumpcyjnych wykazywał bardziej umiarkowaną dynamikę. Z punktu widzenia konkurencyjności cenowej na wolumen eksportu niekorzystnie wpłynęły na początku roku opóźnione skutki aprecjacji euro, lecz późniejsza jego deprecjacja mogła się przyczynić do tego, że wzrost wolumenu eksportu przewyższył dynamikę popytu zagranicznego w drugim i trzecim kwartale 2005 r.

ODPŁYW NETTO INWESTYCJI BEZPOŚREDNICH I PORTFELOWYCH ŁĄCZNIE W 2005 R.

W rachunku finansowym strefy euro za 2005 r. stwierdzono odpływ netto inwestycji bezpośrednich i portfelowych w łącznej kwocie 13 mld euro w porównaniu z napływem netto równym 24 mld euro w 2004 r. Wyższy poziom przepływów finansowych netto do strefy euro wynikał głównie ze wzrostu napływu netto udziałowych inwestycji portfelowych, który został jedynie częściowo skompensowany odpływem netto inwestycji bezpośrednich (zob. wykres 34).

Wyższy deficyt inwestycji bezpośrednich w 2005 r. wynikał ze wzrostu bezpośrednich inwestycji strefy euro za granicą, przede wszystkim w formie inwestycji udziałowych. Wzrost bezpośrednich inwestycji zagranicznych strefy euro może po części odzwierciedlać ponowne zainteresowanie przedsiębiorstw strefy euro zwiększaniem konkurencyjności za pośrednictwem zagranicznych podmiotów stowarzyszonych, jak również jednorazową operację związaną z restrukturyzacją Royal Dutch Shell. Równocześnie napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do

strefy euro ustabilizował się w 2004 r. na niskim poziomie. Zaobserwowane tendencje mogą być związane z oczekiwaniami, że reszta świata odnotuje szybszy wzrost gospodarczy niż strefa euro.

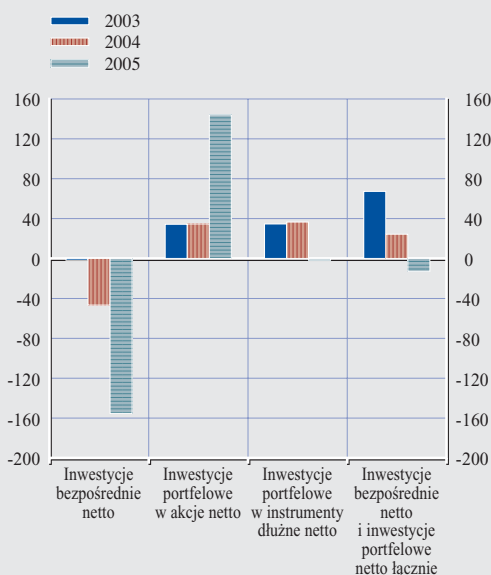
Wzrost napływu netto inwestycji portfelowych wynikał głównie ze wzrostu zakupów netto papierów udziałowych strefy euro przez nierezydentów. Zakupy papierów udziałowych strefy euro były częściowo związane z papierami nabytymi podczas restrukturyzacji Royal Dutch Shell, lecz również z oczekiwaniami stosunkowo wysokich stóp zwrotu akcji w strefie euro. Badania rynku wykazały też, że papierami udziałowymi strefy euro byli zainteresowani inwestorzy zagraniczni, uznając je za bardziej atrakcyjnie wycenione w stosunku do papierów udziałowych na innych rynkach.

Przepływy transgraniczne w zakresie instrumentów dłużnych znacznie wzrosły w 2005 r. Większość transakcji w tym zakresie dotyczyła długoterminowych papierów dłużnych. W 2005 r. dały się dostrzec dwie wyraźne tendencje: w pierwszym okresie roku napływy netto środków inwestowanych w instrumenty dłużne strefy euro stale rosły, osiągając najwyższą wartość z początkiem lata. W drugiej połowie roku tendencja się odwróciła i rozpoczął się odpływ netto. Mogło się to wiązać z faktem, że między amerykańskimi i europejskimi długoterminowymi skarbowymi papierami wartościowymi występowała (szczególnie w lecie) duża rozpiętość rentowności na korzyść USA.

Z analizy skumulowanych przepływów w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. wynika,

Wykres 34 Rachunek finansowy strefy euro

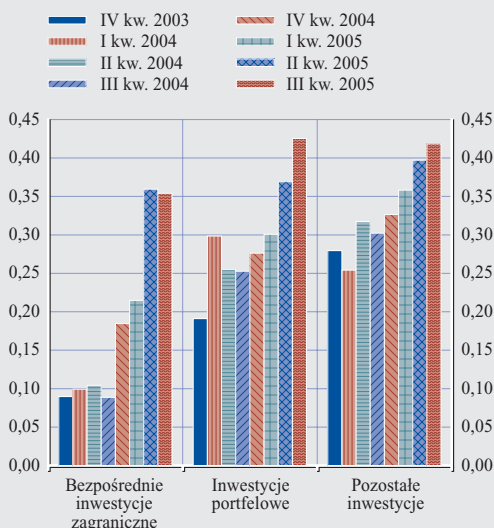
(mld euro)



Źródło: EBC.

Wykres 35 Przepływy finansowe ze strefy euro do nowych państw członkowskich UE

(jako procent PKB nowych państw członkowskich UE, dane kwartalne)



Źródło: EBC.

że największymi odbiorcami inwestycji bezpośrednich strefy euro była Wielka Brytania oraz nowe państwa członkowskie UE. Nowe państwa członkowskie UE były również w tym okresie najważniejszymi inwestorami w strefie euro. Struktura geograficzna inwestycji portfelowych wskazuje, że zagraniczne inwestycje portfelowe krajów strefy euro w pierwszych trzech kwartałach 2005 r. były zlokalizowane głównie w Wielkiej Brytanii i na rynkach *off-shore*. Inwestorzy ze strefy euro byli również ważnymi nabywcami netto amerykańskich długoterminowych papierów dłużnych, lecz sprzedawcami netto amerykańskich papierów udziałowych oraz instrumentów rynku pieniężnego.

Nowe państwa członkowskie UE były ogółem dużymi odbiorcami inwestycji zagranicznych strefy euro. W tym zakresie zarysowała się wyraźna tendencja wzrostowa, która wskazywała, że inwestorzy ze strefy euro uważają ten region za przynoszący stosunkowo wysokie zyski, a integracja finansowa między

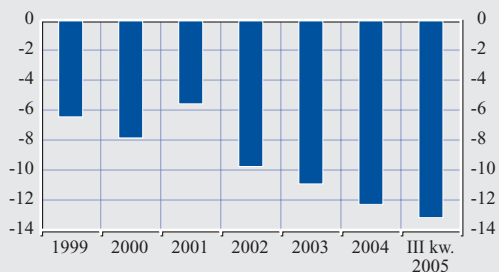
strefą euro a nowymi państwami członkowskimi UE mogła ulec wzmocnieniu w tym okresie (zob. wykres 35).

DALSZE POGORSZENIE MIĘDZYNARODOWEJ POZYCJI INWESTYCYJNEJ W 2005 R.

Dane o międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro wobec reszty świata dostępne do końca trzeciego kwartału 2005 r. wskazują, że zobowiązania netto strefy euro wyniosły 1.049 mld euro w stosunku do reszty świata (co stanowi 13,2% PKB strefy euro) w porównaniu ze zobowiązaniami netto w wysokości 946 mld euro (12,4% PKB) na koniec 2004 r. i 809 mld euro (11,0% PKB) na koniec 2003 r. (zob. wykres 36). Wyższe zobowiązania netto w 2005 r. w dużej mierze wynikały ze wzrostu zobowiązań netto w zakresie inwestycji portfelowych (z 1.071 mld euro do 1.350 mld euro), po części skompensowanego wzrostem aktywów netto w zakresie inwestycji bezpośrednich (z 89 mld euro do 224 mld euro) oraz spadkiem

Wykres 36 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

(jako procent PKB)



Źródło: EBC.

zobowiązań netto w zakresie pozostałych inwestycji (z 241 mld euro do 212 mld euro).

Jeżeli chodzi o strukturę geograficzną bezpośrednich inwestycji zagranicznych strefy euro na koniec 2004 r., 24% trafiło do Wielkiej Brytanii, a 21% do Stanów Zjednoczonych. W przypadku zagranicznych inwestycji portfelowych strefy euro odpowiednie udziały tych krajów wynosiły 23% i 35%. Były one również najważniejszymi inwestorami bezpośrednimi w strefie euro.

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

DZIAŁALNOŚĆ GOSPODARCZA

W 2005 r. tempo wzrostu realnego PKB w krajach UE spoza strefy euro było nieco niższe w porównaniu do 2004 r., lecz nadal wyższe niż w strefie euro (zob. tabela 6). Podobnie jak w latach poprzednich tempo wzrostu produkcji było najwyższe w krajach bałtyckich, gdzie przekroczyło 7%, oraz na Słowacji i w Czechach, gdzie wyniosło 6%.

Korzystne tendencje w zakresie popytu krajowego utrzymały się w większości krajów dzięki silnemu wzrostowi spożycia prywatnego w 2005 r., który miał miejsce szczególnie w większości państw członkowskich. Do zwiększenia wydatków gospodarstw domowych przyczynił się silny wzrost realnego dochodu do dyspozycji oraz ekspansywna polityka fiskalna i wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych w niektórych krajach. Ponadto rosnąca dynamika kredytów dla sektora prywatnego w niektórych państwach członkowskich UE spoza strefy euro, w szczególności w krajach bałtyckich, umożliwiła dalszy wzrost inwestycji w nieruchomości i zwiększenie wydatków gospodarstw domowych. W 2005 r. tempo

wzrostu konsumpcji spadło na Malcie (co było odzwierciedleniem niewielkiego wzrostu dochodów do dyspozycji), w Polsce (w związku z umiarkowanym wzrostem płac i wyższymi oszczędnościami) i Wielkiej Brytanii (wskutek wyższych stóp procentowych oraz schłodzenia rynku mieszkaniowego). Czynnikiem napędzającym popyt krajowy w wielu państwach członkowskich UE spoza strefy euro, w szczególności w krajach bałtyckich, na Węgrzech, Malcie, Słowacji i w Szwecji, był dalszy wzrost inwestycji. Niskie stopy procentowe, odzyskanie zaufania w przemyśle, wysoki stopień wykorzystania kapitału i korzystne perspektywy utrzymania popytu przyczyniły się do szybkiego wzrostu inwestycji, natomiast w nowych państwach członkowskich na wzrost ten korzystnie wpłynęły również środki finansowe z funduszy UE.

Jeżeli chodzi o popyt zewnętrzny, w większości nowych państw członkowskich, w szczególności w krajach bałtyckich, Czechach, na Węgrzech i w Polsce realny wzrost PKB był stymulowany głównie eksportem. Udział eksportu netto w realnym

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

(zmiany roczne w procentach)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 I kw.	2005 II kw.	2005 III kw.	2005 IV kw.
Czechy	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Dania	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estonia	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Cypr	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Łotwa	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Litwa	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Węgry	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Polska	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Słowenia	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Słowacja	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Szwecja	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Zjednoczone Królestwo	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
UE-10 ¹⁾	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
UE-13 ²⁾	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Strefa euro	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Źródło: Dane Eurostatu oraz krajowych urzędów statystycznych Litwy i Słowenii dotyczące rocznej stopy wzrostu w 2005r. w obu krajach. Uwaga: Dane kwartalne nie zostały skorygowane sezonowo z wyjątkiem Czech (skorygowane sezonowo) i Zjednoczonego Królestwa (skorygowane sezonowo i pod względem liczby dni roboczych). Roczna stopa wzrostu dla Czech w 2005r. jest średnią danych kwartalnych.

1) Agregat UE-10 obejmuje 10 krajów, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r.

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

wzroście PKB był jednak wyraźnie zróżnicowany w poszczególnych krajach UE spoza strefy euro, a dla całości tej grupy pozostawał zasadniczo neutralny. W 2005 r. zarówno eksport, jak i import nowych państw członkowskich UE rosły dość szybko, oznaczając, że długoterminowy proces integracji handlowej nabrał dodatkowego impetu po zniesieniu barier handlowych (w szczególności na produkty żywnościowe) po wejściu tych krajów do UE.

W 2005 r. sytuacja na rynku pracy nadal się poprawiała w większości krajów UE spoza strefy euro, zwłaszcza w krajach bałtyckich, Czechach, Polsce i na Słowacji. Mimo że stopy bezrobocia spadały stopniowo, tempo wzrostu zatrudnienia w nowych państwach członkowskich wyraźnie wzrosło, szczególnie w krajach o najwyższym bezrobociu. Stopa bezrobocia pozostawała szczególnie wysoka w Polsce i na Słowacji, gdzie była mniej więcej dwukrotnie wyższa niż w strefie euro. Na Cyprze, w Danii i w Wielkiej Brytanii rynki pracy wykazywały stosunkowo niskie bezrobocie, wynoszące 6% lub mniej.

ZMIANY CEN

W 2005 r. inflacja HICP była najniższa w Szwecji, Czechach, Danii i Wielkiej Brytanii; we wszystkich tych krajach kształtowała się poniżej średniej dla strefy euro. W większości pozostałych krajów spoza strefy euro inflacja HICP nieznacznie przekraczała średnią dla strefy euro; na Łotwie, w Estonii i na Węgrzech przekraczała 3% (zob. tabela 7). Większość nowych państw członkowskich, z wyjątkiem krajów bałtyckich, odnotowała w 2005 r. niższą inflację HICP niż w 2004 r.; w Danii i Wielkiej Brytanii, które rozpoczynały rok z niską inflacją, wskaźnik ten wzrósł.

Zmiany inflacji w państwach członkowskich UE spoza strefy euro kształtowały się po części pod wpływem wspólnych czynników. W kilku spośród nowych państw członkowskich spowolnienie inflacji w pierwszej połowie 2005 r. było spowodowane wystąpieniem efektu bazy: związanymi z przystąpieniem do UE podwyżkami cen w 2004 r. Ponadto, wydaje się, że silna konkurencja w większości państw członkowskich spoza strefy euro, szczególnie w odniesieniu do dóbr przemysłowych i żywności, wywołała presję na obniżkę cen. Z kolei wzrost cen ropy naftowej wywołał

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

(zmiany roczne w procentach)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 I kw.	2005 II kw.	2005 III kw.	2005 IV kw.
Czechy	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Dania	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estonia	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Cypr	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Łotwa	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Litwa	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Węgry	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Polska	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Słowenia	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Słowacja	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Szwecja	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Wielka Brytania	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
UE-10 ¹⁾	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
UE-13 ²⁾	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Strefa euro	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Źródło: Eurostat.

1) Agregat UE-10 obejmuje 10 krajów, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r.

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

presję na wzrost inflacji. Wpływ tego czynnika na inflację był jednak w poszczególnych krajach zróżnicowany, co w dużej mierze odzwierciedla różnice wzorców konsumpcyjnych, struktur rynkowych oraz intensywności zużycia nośników energii w procesach produkcyjnych. Ponadto, z uwagi na fakt, że ceny nośników energii w wielu krajach UE spoza strefy euro są w znacznej mierze kontrolowane, wzrost cen ropy mógł jeszcze nie w pełni przełożyć się na inflację w 2005 r. Presja inflacyjna pojawiła się również w związku z utrzymującym się znacznym wzrostem popytu krajowego w niektórych nowych państwach członkowskich UE.

Wysokość inflacji w 2005 r. była również uzależniona od zmian kursów walutowych oraz ich opóźnionego wpływu na ogólną inflację. W kilku krajach, zwłaszcza w Czechach, na Węgrzech, w Polsce i na Słowacji, aprecjacja waluty ograniczyła inflację.

POLITYKA FISKALNA

Ogólny obraz polityki fiskalnej w państwach członkowskich spoza strefy euro w 2005 r. uzyskany na podstawie najnowszych aktualizacji programów konwergencji przedłożonych pod koniec 2005 r. i na początku 2006 r. był niejednorodny. Trzy państwa członkowskie UE spoza strefy euro (Dania, Estonia i Szwecja) odnotowały nadwyżkę budżetową, natomiast pozostałe dziesięć – deficyt. Szacowane wyniki budżetowe za 2005 r. były zasadniczo zgodne z celami określonymi w programach konwergencji lub nawet je przekraczały, z wyjątkiem Czech, Węgier, Malty i Słowacji. Salda budżetów instytucji rządowych i samorządowych uległy na przestrzeni roku pogorszeniu w sześciu spośród trzynastu państw członkowskich UE spoza strefy euro (zob. tabela 8), chociaż w niektórych przypadkach programy konwergencji zawierały stosunkowo ostrożne szacunki. Pogorszenie nastąpiło pomimo faktu, że poprawie równowagi fiskalnej sprzyjało korzystne otoczenie gospodarcze, które w wielu krajach przyczyniło się do osiągnięcia wyższych od przewidywanych dochodów budżetu. Wpływ



cyklu koniunkturalnego na budżet był w większości przypadków pozytywny lub neutralny. Jednak jedynymi krajami, w których zaostrzono nastawienie fiskalne, były Dania, Cypr, Malta, Polska oraz Wielka Brytania. Na Cyprze i Węgrzech działania przejściowe zastosowane w 2005 r. zmniejszyły deficyt o ponad 0,5% PKB. Z kolei deficyt na Słowacji wzrósł w 2005 r. z powodu jednorazowych wydatków.

Wykonanie wydatków było w większości przypadków zbliżone do zaplanowanego. Jednakże, podobnie jak w 2004 r., rządy niektórych krajów, w tym Czech, Estonii, Łotwy, Litwy i Słowacji, przeznaczyły część osiągniętej nadwyżki dochodów na sfinansowanie dodatkowych wydatków, nie zaś na dążenie do uzyskania równowagi budżetowej.

W dniu 5 lipca 2004 r. Rada ECOFIN uznała, że w sześciu spośród państw członkowskich spoza strefy euro (w Czechach, na Cyprze, na Węgrzech, na Malcie, w Polsce i na Słowacji) wystąpiła sytuacja nadmiernego deficytu. Z wymienionych krajów Cypr obniżył w 2005 r. deficyt poniżej granicy 3% PKB zgodnie z decyzją Rady. Zgodnie z ostatnimi aktualizacjami programów konwergencji,

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

(jako procent PKB)

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

	2002	2003	2004	Dane programu konwergencji za 2005 r.
Czechy	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Dania	1,4	1,2	2,9	3,6
Estonia	1,5	2,5	1,7	0,3
Cypr	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Łotwa	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Litwa	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Węgry	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Malta	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Polska	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Słowenia	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Słowacja	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Szwecja	-0,3	0,2	1,6	1,6
Wielka Brytania	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
UE-10 ¹⁾	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
UE-13 ²⁾	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Strefa euro	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

Zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych

	2002	2003	2004	Dane programu konwergencji za 2005 r.
Czechy	29,8	36,8	36,8	37,4
Dania	47,6	45,0	43,2	35,6
Estonia	5,8	6,0	5,5	4,6
Cypr	65,2	69,8	72,0	70,5
Łotwa	14,2	14,6	14,7	13,1
Litwa	22,4	21,4	19,6	19,2
Węgry	55,5	57,4	57,4	57,7
Malta	63,2	72,8	75,9	76,7
Polska	41,2	45,3	43,6	42,5
Słowenia	29,8	29,4	29,8	29,0
Słowacja	43,7	43,1	42,5	33,7
Szwecja	52,4	52,0	51,1	50,9
Wielka Brytania	38,2	39,7	41,5	43,3
UE-10 ¹⁾	39,9	43,3	42,6	41,5
UE-13 ²⁾	40,6	42,0	42,8	43,2
Strefa euro	69,2	70,4	70,8	71,0

Źródła: Komisja Europejska (za lata 2002-2004), za lata 2005-2006 zaktualizowane programy konwergencji i oceny Komisji (2005 r.) oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane wyliczono na podstawie definicji procedury nadmiernego deficytu. Salda budżetu (dane Komisji) nie uwzględniają przychodów ze sprzedaży licencji UMTS. Dane uwzględniają fundusze emerytalne drugiego filaru. Ich szacunkowy wpływ na poprawę pozycji fiskalnej w % PKB wynosi (w przypadkach, gdzie dane były dostępne): 0,9% przy nadwyżce dla Danii, 1,3% przy deficycie i 3,8% przy dłużej dla Węgier, 1,8% przy deficycie i 5,4% przy dłużej dla Polski, 0,8% przy deficycie dla Słowacji, 1,0% przy nadwyżce i 0,6% przy dłużej dla Szwecji.

- 1) Agregat UE-10 obejmuje 10 krajów, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r.
- 2) Agregat UE-13 obejmuje 13 państw członkowskich UE spoza strefy euro.

deficyt wzrósł z kolei w Czechach oraz na Węgrzech i Słowacji (choć w tym ostatnim przypadku wskutek jednorazowego umorzenia zadłużenia). Cypr, Malta oraz Polska osiągnęły cel konsolidacji polegający na poprawie salda budżetu o co najmniej 0,5% PKB w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne, po skorygowaniu o działania jednorazowe i przejściowe. Węgry ponownie odnotowały

znaczne pogorszenie w stosunku do celu budżetowego na 2005 r., który został skorygowany w górę z 3,6% do 6,1% PKB. Rada dwukrotnie zdecydowała zgodnie z art. 104 ust. 8 Traktatu, że Węgry nie podjęły skutecznych działań mających na celu skorygowanie nadmiernego deficytu (zob. też podrozdział 1.1 rozdziału 4). Wielka Brytania trzeci rok z rzędu odnotowała deficyt

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

(jako procent PKB)

	Saldo obrotów bieżących i kapitałowych				Przepływy netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych				Przepływy netto inwestycji portfelowych			
	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾
Czechy	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Dania	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estonia	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Cypr	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Łotwa	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Litwa	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Węgry	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Polska	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Słowenia	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Słowacja	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Szwecja	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Zjednoczone Królestwo	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
UE-10 ²⁾	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
UE-13 ³⁾	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Strefa euro	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Źródło: EBC.

1) Dane za 2005 r. dotyczą średniej za cztery kwartały do III kw. 2005 r.

2) Agregat UE-10 obejmuje 10 krajów, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r.

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

przekraczający wartość referencyjną 3% PKB; Rada ECOFIN zdecydowała 24 stycznia 2006 r., że w kraju tym występuje nadmierny deficyt i wydała zgodnie z art. 104 ust. 7 Traktatu zalecenia w których zawarto prośbę o skorygowanie nadmiernego deficytu w najkrótszym możliwym terminie, najpóźniej do roku budżetowego 2006-2007.

W 2005 r. wskaźniki zadłużenia większości państw członkowskich UE spoza strefy euro utrzymały się znacznie poniżej średniej dla strefy euro. Tylko Cypr i Malta nadal wykazywały wskaźniki zadłużenia przekraczające wartość referencyjną 60% PKB. Poza pewnymi wyjątkami wskaźnik zadłużenia w państwach członkowskich spoza strefy euro obniżył się, odzwierciedlając po części korzystną rozpiętość między tempem wzrostu a stopami oprocentowania oraz wpływające na obniżenie zadłużenia dostosowania deficytu do długu¹³.

BILANS PŁATNICZY

Rachunek obrotów bieżących i rachunek kapitałowy poszczególnych państw członkowskich UE spoza strefy euro wykazywał

w 2005 r. znaczne różnice (zob. tabela 9). Podczas gdy Szwecja i Dania odnotowały znaczne nadwyżki, Wielka Brytania i nowe państwa członkowskie UE wykazały deficyty. Deficyty w Estonii oraz na Łotwie i Malcie pozostawały bardzo wysokie (około 10% PKB lub więcej), choć w ostatnich dwóch krajach uległy obniżeniu, natomiast Cypr, Litwa, Węgry i Słowacja odnotowały deficyty obrotów bieżących i deficyty na rachunku kapitałowym przekraczające 5% PKB. Czechy, Polska, Słowenia i Wielka Brytania wykazały mniejsze deficyty na rachunku obrotów bieżących oraz na rachunku kapitałowym.

Choć duże deficyty na rachunku obrotów bieżących w niektórych krajach mogą oznaczać problemy z utrzymaniem pozycji zewnętrznych, deficyty takie są również do pewnego stopnia zwykłą cechą gospodarek zmniejszających różnice w rozwoju gospodarczym, takich jak nowe państwa członkowskie, gdzie napływ kapitału umożliwia finansowanie inwestycji

¹³ Dane dotyczące zadłużenia za 2005 r. pochodzące z ostatnich aktualizacji programów konwergencji nie są ściśle porównywalne z danymi Komisji Europejskiej za poprzednie lata.

o wysokich stopach zwrotu, których realizacja nie byłaby możliwa przy wykorzystaniu wyłącznie oszczędności krajowych. Choć nierównowaga salda rozliczeń zagranicznych w tych krajach wynika głównie z deficytu w obrocie towarowym, deficyt dochodów – często związany z odpływem za granicę zysków firm zagranicznych, a więc z uprzednim napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych – również stanowił w wielu przypadkach istotny czynnik. Do najnowszych tendencji w zakresie rachunku obrotów bieżących należy podchodzić z pewną dozą ostrożności, ponieważ mają na nie pewien wpływ zmiany metodologiczne w zestawieniach danych o obrotach handlowych, które zaszły po przystąpieniu do UE.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne – częściowo związane z programami prywatyzacyjnymi – nadal stanowiły ważne źródło finansowania zewnętrznego w większości nowych państw członkowskich UE. W tej grupie krajów ogólny napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych nieco się zwiększył w 2005 r. w porównaniu z 2004 r. (zob. tabela 9). Napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych w stosunku do PKB był szczególnie duży w przypadku Estonii, gdzie jednak znaczny udział w tym miała pojedyncza duża transakcja. Był on również dość silny w Czechach i na Malcie. Napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych był dodatni we wszystkich nowych państwach

członkowskich z wyjątkiem Słowenii, której przepływy netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych w 2005 r. były raczej zrównoważone. Wśród pozostałych krajów UE spoza strefy euro Szwecja i Dania odnotowały odpływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych (w przypadku Szwecji dość duży), natomiast napływ netto takich inwestycji w Wielkiej Brytanii był znaczny. Ogólnie rzecz biorąc, chociaż dla wielu państw członkowskich spoza strefy euro napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych stanowił w 2005 r. ważne źródło finansowania, w większości przypadków nie wystarczał na pokrycie deficytu obrotów bieżących i deficytu na rachunku kapitałowym.

Napływ netto inwestycji portfelowych i pozostałych również w dużym stopniu przyczynił się do sfinansowania deficytu obrotów na rachunku bieżącym w latach 2004-2005 na Cyprze oraz Węgrzech i w Polsce w porównaniu z raczej umiarkowanymi napływami w latach poprzednich. Tendencja ta odzwierciedlała głównie wyższy napływ zadłużenia netto – który w niektórych przypadkach mógł się częściowo wiązać z rozpiętością rentowności – lecz napływ netto inwestycji w papiery wartościowe z prawem do kapitału również zyskał na znaczeniu. Częściowo w wyniku dodatkowego finansowania wynikającego z napływu netto inwestycji portfelowych i pozostałych, zadłużenie

Tabela 10 Zmiany w ERM II

	Data wejścia	Górny limit	Kurs centralny	Dolny limit	Maks. odchylenie w %	
					W górę	W dół
Korona duńska	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
Korona estońska	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
Funt cypryjski	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
Łat łotewski	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
Lit litewski	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
Lir maltański	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
Tolar słoweński	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
Korona słowacka	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Źródło: EBC.

Uwaga: Odchylenie w dół (w górę) odpowiada ruchowi w kierunku limitu dolnego (górnego) i oznacza umocnienie (osłabienie) danej waluty w stosunku do euro. Okres referencyjny dla odchylenia maksymalnego przyjęto od chwili wejścia danego kraju do ERM II do 24 lutego 2006 r. W przypadku Danii przyjęto okres referencyjny od 1 stycznia 2004 r. do 24 lutego 2006 r.

zagraniczne niektórych krajów w stosunku do PKB również wzrosło.

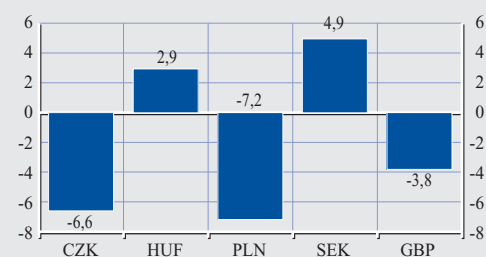
MECHANIZM ERM II ORAZ ZAGADNIENIA KURSÓW WALUTOWYCH

W 2005 r. kolejne cztery nowe państwa członkowskie UE dołączyły do Estonii, Litwy, Słowenii i Danii, przystępując do mechanizmu ERM II. Cypr, Malta i Łotwa przystąpiły do ERM II 2 maja, a Słowacja 28 listopada 2005 r.; wszystkie te kraje przyjęły standardowe pasmo wahań $\pm 15\%$ wokół kursu centralnego w stosunku do euro. Już przed wejściem do ERM II, zarówno funt cypryjski, jak i łąt łotewski były jednostronnie sztywno związane z euro. Podczas gdy funt cypryjski był sztywno związany z euro od chwili wprowadzenia wspólnej waluty w 1999 r., łąt łotewski, który był wcześniej związany z SDR (jednostką używaną głównie przez MFW, której wartość obliczana jest w oparciu o koszyk walut) został na początku 2005 r. sztywno związany z euro, zachowując pasmo wahań $\pm 1\%$. Po wejściu do ERM II władze łotewskie ogłosiły, że podejmują jednostronne zobowiązanie do utrzymania kursu wymiany łąt w obrębie pasma wahań $\pm 1\%$. Po wejściu do mechanizmu lira maltańska przestał być związany z koszykiem walut zawierającym euro, funta szterlinga i dolara, został natomiast sztywno związany z euro. Władze maltańskie ogłosiły ponadto, że podejmują jednostronne zobowiązanie do utrzymania kursu wymiany lira maltańskiego na poziomie kursu centralnego w stosunku do euro. W przypadku korony słowackiej i funta cypryjskiego władze nie podjęły formalnych jednostronnych zobowiązań dotyczących węższego pasma. Jednostronne zobowiązania nie nakładają na EBC dodatkowych obowiązków. Aby zagwarantować niezakłócone uczestnictwo w mechanizmie ERM II, uczestniczące kraje zobowiązały się podjąć środki niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i stabilności kursów walutowych.

Nie zaobserwowano dotychczas, by uczestnictwo w mechanizmie ERM II powodowało znaczne napięcia na rynkach walutowych w krajach uczestniczących. Od

Wykres 37 Zmiany kursu euro wobec walut UE spoza ERM II

(w punktach procentowych)



Źródło: EBC.

Uwaga: Wartość dodatnia (ujemna) oznacza aprecjację (depreszację) euro. Zmiany dotyczą okresu od 3 stycznia 2005r. do 24 lutego 2006r.

chwili przystąpienia do mechanizmu kursu korony estońskiej, lita litewskiego, lira maltańskiego i tolara słoweńskiego pozostaje bardzo bliski kursu centralnego. Korona duńska również znajdowała się w 2005 r. nadal bardzo blisko kursu centralnego. Po wejściu do ERM II funt cypryjski wzmocnił się nieco w stosunku do euro w pierwszych dwóch miesiącach, po czym ustabilizował się w drugiej połowie 2005 r. na poziomie o około 2% wyższym od kursu centralnego. Kurs łąt łotewskiego pozostawał niezmiennie w górnej części standardowego pasma wahań, blisko górnej granicy jednostronnie ogłoszonego pasma. Od chwili wejścia do ERM II kurs korony słowackiej wykazywał nieco większą zmienność niż w przypadku innych walut w ramach mechanizmu, osiągając poziom 3,2% powyżej kursu centralnego (zob. tabela 10).

Większość walut państw członkowskich UE spoza strefy euro, które nie przystąpiły do ERM II, umocniła się w stosunku do euro w 2005 r., lecz wzmocnienie to było mniejsze w przypadku kursu ważonego obrotami handlowymi (efektywnego), ponieważ zostało częściowo zrównoważone przez ich osłabienie wobec dolara i walut z nim związanych. W pierwszej połowie 2005 r. złoty polski i korona czeska straciły nieco na wartości po silnej aprecjacji w 2004 r., lecz w drugiej połowie roku ich kurs ponownie wzrósł. W dniu

24 lutego 2006 r. kurs tych walut był odpowiednio o 7,2% i 6,6% wyższy w stosunku do euro niż na początku 2005 r. (zob. wykres 37). Z kolei forint węgierski uległ deprecjacji, a jego kurs silnie się wahał na przestrzeni całego roku, co wiązało się głównie z pogorszeniem perspektyw fiskalnych. W dniu 24 lutego 2006 r. kurs forinta był o około 3% niższy niż na początku 2005 r. Zmiany rozpiętości stóp procentowych miały, jak się wydaje, wpływ na kurs korony szwedzkiej i funta szterlinga. Podczas gdy korona szwedzka ulegała przez większość 2005 r. dość silnej deprecjacji w stosunku do euro wskutek pogłębiającej się ujemnej różnicy stóp procentowych w porównaniu do strefy euro, funt szterling wzmacnił się w tym roku o niemal 4% w stosunku do euro, przy znacznych wahaniami kursu.

POLITYKA PIENIĘŻNA

We wszystkich krajach UE spoza strefy euro podstawowym celem polityki pieniężnej jest stabilność cen. Strategie polityki pieniężnej w tych krajach znacznie różnią się między sobą pod wieloma względami, co odzwierciedla niejednorodność tej grupy w kategoriach nominalnych, realnych i strukturalnych (zob. tabela 11). W 2005 r., za wyjątkiem przystąpienia Cypru, Łotwy, Malty oraz Słowacji do ERM II, polityka pieniężna i reżimy kursowe krajów UE spoza strefy euro pozostały w większości przypadków bez zmian, choć niektóre kraje wprowadziły pewne udoskonalenia w celu lepszego ukierunkowania polityki na przyszłą integrację walutową.

Jeżeli chodzi o decyzje w zakresie polityki pieniężnej podjęte w 2005 r. przez kraje, których strategia polityki pieniężnej opiera się na celu kursowym, Danmarks Nationalbank podniósł podstawową stopę procentową o 25 punktów bazowych do poziomu 2,4% w związku z podwyżką stóp przez EBC 1 grudnia 2005 r., a następnie o kolejne 10 punktów do poziomu 2,5% 17 lutego 2006 r. w związku z wykupem papierów wartościowych denominowanych w obcej walucie, między innymi w wyniku nabycia zagranicznych

udziałów i innych papierów wartościowych przez duńskich inwestorów instytucjonalnych. Centralny Bank Cypru obniżył pod koniec 2005 r. minimalną oferowaną stopę procentową o 125 punktów bazowych do 3,25% w celu ograniczenia presji na aprecjację waluty wynikającej ze zwiększenia zaufania inwestorów dotyczącego perspektyw gospodarczych, które nastąpiło wskutek poprawy stanu finansów publicznych oraz wejścia funta cypryjskiego do mechanizmu ERM II. Latvijas Banka zwiększył w dwóch etapach minimalną stopę rezerw obowiązkowych z 4% do 8% w celu przyhamowania bardzo szybkiego wzrostu kredytów na Łotwie. Na Malcie oficjalna stopa procentowa wzrosła o 25 punktów bazowych do 3,25% w reakcji na silny wzrost kredytów. W lutym 2006 r. Banka Slovenije obniżył podstawową stopę procentową o 25 punktów bazowych do 3,75%.

Spośród krajów UE spoza strefy euro, których polityka pieniężna opiera się na celu inflacyjnym, większość obniżyła podstawowe stopy procentowe w 2005 r. W obliczu poprawy perspektyw inflacyjnych Węgry, Polska i Słowacja obniżyły stopy w sumie o odpowiednio 350, 200 i 100 punktów bazowych do 6%, 4,5% i 3%. W Słowacji decyzje dotyczące stóp były również umotywowane wzrostem kursu waluty. W Polsce podstawową stopę procentową ponownie obniżono w styczniu 2006 r. o 25 punktów bazowych do poziomu 4,25%. W Szwecji i Wielkiej Brytanii podstawowe stopy procentowe zostały w 2005 r. obniżone odpowiednio o 50 i 25 punktów bazowych do 1,5% i 4,5% w związku ze spowalniającym wzrostem gospodarczym i niższą przewidywaną inflacją. W Szwecji stopy zostały jednak podwyższone o 25 punktów bazowych do poziomu 1,75% w styczniu 2006 r. oraz o kolejne 25 punktów do poziomu 2% w lutym 2006 r. Decyzje te opierały się na prognozach Raportów o Inflacji z grudnia 2005 r. i lutego 2006 r. (przy założeniu wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych). W Czechach stopy zostały obniżone w sumie

Tabela II Oficjalne strategie polityki pieniężnej państw członkowskich UE spoza strefy euro

	Strategia polityki pieniężnej	Waluta	Charakterystyka
Czechy	Cel inflacyjny	Korona czeska	Cel: 2%-4% do końca 2005 r., następnie 3%, zagwarantowanie, że inflacja nie odbiega od tego celu o więcej niż ± 1 punkt procentowy. Kurs płynny kierowany.
Dania	Cel kursowy	Korona duńska	Uczestniczy w ERM II z $\pm 2,25\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 7,46038 DKK za euro.
Estonia	Cel kursowy	Korona estońska	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 15,6466 EEK za euro. Estonia nadal realizuje postanowienia swojej izby walutowej na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Cypr	Cel kursowy	Funt cypryjski	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,585274 CYP za euro.
Łotwa	Cel kursowy	Łat łotewski	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,702804 LVL za euro. Łotwa nadal utrzymuje pasmo wahań $\pm 1\%$ na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Litwa	Cel kursowy	Lit litewski	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 3,45280 LTL za euro. Litwa nadal realizuje postanowienia swojej izby walutowej na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Węgry	Cel kursowy i inflacyjny	Forint węgierski	Cel kursowy: kurs sztywny wobec euro na poziomie 282,36 HUF za euro, z pasmem wahań $\pm 15\%$. Cel inflacyjny: 4% (± 1 punkt procentowy) do końca 2005 r., 3,5% (± 1 punkt procentowy) do końca 2006 r. i cel średnioterminowy 3% (± 1 punkt procentowy) od 2007 r.
Malta	Cel kursowy	Lir maltański	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,42930 MTL za euro. Malta utrzymuje kurs wymiany wobec euro na poziomie kursu centralnego na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Polska	Cel inflacyjny	Złoty polski	Cel inflacyjny: 2,5% ± 1 punkt procentowy (roczna zmiana wskaźnika cen konsumpcyjnych) od 2004 r. Kurs płynny bez ograniczeń.
Słowenia	Dwufilarowa strategia monitorowania pieniężnych, realnych, zewnętrznych i finansowych wskaźników sytuacji makroekonomicznej	Tolar słoweński	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 239,640 SIT za euro.
Słowacja	Cel inflacyjny w ramach ERM II	Korona słowacka	Uczestniczy w ERM II z $\pm 15\%$ pasmem wahań wokół kursu centralnego 38,455 o SKK za euro. Cel inflacyjny: krótkoterminowy: 3,5% ($\pm 0,5$ punktu procentowego) na koniec 2005 r. Cel inflacyjny na okres 2006-2008 został ustalony poniżej 2,5% na koniec 2006 r. i poniżej 2% na koniec 2007 r. i 2008 r.
Szwecja	Cel inflacyjny	Korona szwedzka	Cel inflacyjny: wzrost wskaźnika cen konsumpcyjnych o 2% z dopuszczalnymi odchyleniami ± 1 punkt procentowy. Kurs płynny bez ograniczeń.
Wielka Brytania	Cel inflacyjny	Funt szterling	Cel inflacyjny: 2% mierzony 12-miesięcznym wzrostem wskaźnika cen konsumpcyjnych ¹⁾ . W przypadku odchyłań przekraczających 1 punkt procentowy Komitet Polityki Pieniężnej (MPC) wystosuje list otwarty do Ministra Finansów. Kurs płynny bez ograniczeń.

Źródło: ESBC.

1) Wskaźnik CPI jest identyczny z HICP.

o 75 punktów bazowych w pierwszej połowie 2005 r. w obliczu korzystnych perspektyw inflacyjnych i aprecjacji korony, lecz pod koniec października zostały ponownie podwyższone o 25 punktów bazowych do 2% w związku z najnowszą prognozą inflacji i towarzyszącym jej ryzykiem.

SYTUACJA FINANSOWA

W 2005 r. rentowność obligacji długoterminowych w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro podążała za zmianami odpowiednich stóp w strefie euro, odnotowując ogólny spadek aż do września, po czym nieco wzrosła, szczególnie na Węgrzech i w Polsce. Na Litwie i w Słowenii długoterminowe stopy procentowe powoli spadały do poziomu strefy euro, natomiast na Malcie i w Wielkiej Brytanii były nieco bardziej stabilne. Ogólnie, w większości krajów długoterminowe stopy procentowe były na koniec 2005 r. o od 20 do 55 punktów bazowych niższe niż na początku roku, przy czym większe spadki odnotowano na Łotwie, w Polsce i na Słowacji, a zwłaszcza na Cyprze (o ponad 200 punktów bazowych). W sytuacji spadku długoterminowych stóp procentowych w strefie euro o około 30 punktów bazowych w 2005 r., rozpiętości rentowności obligacji wobec strefy euro pozostały na stabilnym poziomie lub się zmniejszyły. Na Węgrzech i w Polsce rozpiętość w stosunku do strefy euro wzrosła jednak dość znacznie w ostatnim kwartale. Reakcje rynku odzwierciedlały niekorzystne tendencje fiskalne na Węgrzech, oraz niepewność dotyczącą rozwoju sytuacji fiskalnej i polityki gospodarczej w Polsce po wyborach parlamentarnych.

W 2005 r. rynki akcji w krajach UE spoza strefy euro nadal odnotowywały dobre wyniki. Z wyjątkiem Słowenii i Wielkiej Brytanii rynki te osiągnęły wyższy wzrost niż średnia dla strefy euro mierzona indeksem Dow Jones EURO STOXX. Na koniec 2005 r. ceny akcji w nowych państwach członkowskich UE, z wyjątkiem Słowenii, były o 25% do 65% wyższe niż na początku roku.

Autor

Ilse Haider

Tytuł

Kopf eines Athleten, 1994

Materiał

Pręty wierzbowe, emulsja światłoczuła

Format

180 x 120 x 40 cm

© EBC i autor



ROZDZIAŁ 2

**OPERACJE
I DZIAŁALNOŚĆ BANKU
CENTRALNEGO**

I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

I.1 POLITYKA PIENIĘŻNA

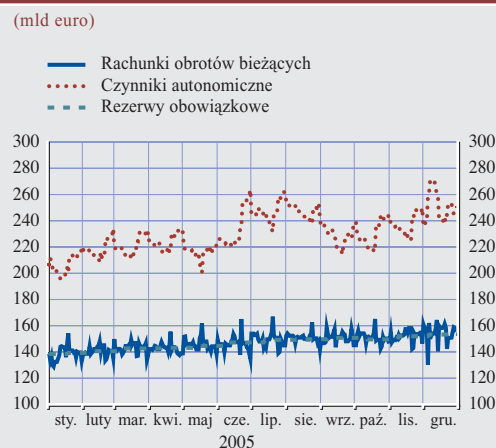
Procedury operacyjne związane z wdrażaniem jednolitej polityki pieniężnej¹ nadal funkcjonowały sprawnie w 2005 r. Stopy procentowe rynku pieniężnego o najkrótszych terminach pozostawały stabilne na przestrzeni roku. Zmienność stopy EONIA była w 2005 r. bardzo niska. Odchylenie standardowe rozpiętości pomiędzy stopą EONIA a minimalną oferowaną stopą procentową wynosiło 5 punktów bazowych w porównaniu z 9 punktami w 2004 r. i 16 punktami w 2003 r.

Wydarzenia końca 2005 r. stanowiły pierwszą sposobność do przetestowania w pewnym stopniu zdolności procedur operacyjnych – zmienionych w marcu 2004 r.² – do neutralizacji wpływu zmian oczekiwań dotyczących podstawowych stóp procentowych EBC podczas danego okresu utrzymywania rezerw. Po ponad dwóch latach, podczas których nie oczekiwano zmian stóp procentowych, w listopadzie 2005 r. na sytuację na rynku pieniężnym wpłynęły oczekiwania dotyczące podwyżki stóp. Po komunikacie Prezesa EBC ogłoszonym 18 listopada, przed zaplanowanym na 1 grudnia posiedzeniem Rady Prezesów, stopa O/N odnotowała wzrost sięgający 12 punktów bazowych. Kilka dni później zaczęła jednak spadać, a po przekraczającym kwotę referencyjną przydziale płynności³ podczas ostatniej podstawowej operacji refinansującej okresu utrzymywania rezerw, której towarzyszył komunikat wyjaśniający, zbliżyła się do dawnego poziomu. Wydaje się więc, że mimo początkowej reakcji zgranie w czasie początku okresu utrzymywania rezerw z wdrożeniem decyzji o zmianie stóp procentowych skutecznie pomogło uniknąć znacznego i trwałego wpływu oczekiwań dotyczących zmian stóp procentowych podczas okresu utrzymywania rezerw.

OCENA I ZARZĄDZANIE POZIOMEM PŁYNNOSCI

Zarządzanie płynnością w Eurosystemie polega na codziennej ocenie poziomu płynności w systemie bankowym strefy euro w celu określenia zapotrzebowania systemu na

Wykres 38 Czynniki wpływające na płynność w strefie euro w 2005 r.



Źródło: EBC.

płynność, a więc wielkości przydziału płynności podczas cotygodniowych podstawowych operacji refinansujących, comiesięcznych dłuższych operacji refinansujących oraz potencjalnie innych operacji otwartego rynku takich jak operacje dostrajające. Zapotrzebowanie na płynność systemu bankowego odpowiada sumie rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez banki, środków przekraczających wymogi rezerwowe utrzymywanych przez instytucje kredytowe na rachunkach bieżących w bankach centralnych (nadwyżek rezerw) oraz czynników autonomicznych (zob. wykres 38). Czynniki autonomiczne są pozycjami bilansowymi Eurosystemu, które mają wpływ na

1 Szczegółowy opis procedur operacyjnych znajduje się w publikacji EBC pt. *The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, luty 2005 r.

2 W marcu 2004 r. wprowadzono dwie zmiany: a) okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej został zmodyfikowany tak, że rozpoczyna się zawsze w dniu rozrachunku podstawowej operacji refinansującej następującej po posiedzeniu Rady Prezesów, na którym ma zostać podjęta comiesięczna decyzja dotycząca nastawienia w polityce pieniężnej; b) termin zapadalności podstawowych operacji refinansujących został skrócony z dwóch tygodni do tygodnia. Zob. Raport Roczny EBC za 2004 r., s. 82-83.

3 Kwota referencyjna jest kwotą przydziału konieczną w zwykłych warunkach dla osiągnięcia równowagi na krótkoterminowym rynku pieniężnym na podstawie kompletnej prognozy płynności w Eurosystemie. Publikowana kwota referencyjna przydziału jest zaokrąglana do najbliższych 500 mln euro.



zapotrzebowanie banków na płynność, lecz nie są bezpośrednio objęte procesami zarządzania płynnością Eurosystemu (są to np. banknoty w obiegu, depozyty instytucji rządowych i aktywa zagraniczne netto).

W 2005 r. dzienne zapotrzebowanie systemu bankowego strefy euro na płynność wynosiło średnio 377,4 mld euro, czyli o 21% więcej niż w 2004 r. Średni stan rezerw obowiązkowych wynosił 146,5 mld euro, nadwyżka rezerw 0,8 mld euro, a czynniki autonomiczne – 230,1 mld euro. Wśród czynników autonomicznych najwyższe roczne tempo wzrostu wykazywały nadal banknoty. Ich roczne tempo wzrostu wyniosło około 15%, było więc porównywalne do tego z 2004 r. 24 grudnia 2005 r. stan banknotów w obiegu osiągnął najwyższą wartość w historii – 568 mld euro.

PODSTAWOWE OPERACJE REFINANSUJĄCE

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

Aby pomóc instytucjom kredytowym w przygotowaniu ofert w związku z podstawowymi operacjami refinansującymi, EBC w 2005 r. nadal publikował cotygodniowe prognozy średniej wartości czynników autonomicznych w danym dniu oraz kwoty referencyjnej. Celem tej polityki komunikacyjnej jest zapobieganie nieporozumieniom rynkowym co do tego, czy celem decyzji dotyczących przydziału kwot podstawowych operacji refinansujących jest zrównoważenie płynności czy też nie.

W 2005 r. kwoty przydziału podstawowych operacji refinansujących wahały się od 259,0 mld euro do 333,5 mld euro. Przeciętna liczba oferentów podstawowych operacji refinansujących wynosiła 351, była więc porównywalna do odnotowanej w 2004 r. po wdrożeniu zmian w procedurach. Płynność dostarczana za pośrednictwem podstawowych operacji refinansujących stanowiła 77% płynności netto ogółem dostarczanej przez Eurosystem za pośrednictwem operacji polityki pieniężnej. Średnia rozpiętość między stopą końcową a minimalną oferowaną stopą procentową wynosiła 5,3 punktu bazowego w porównaniu z 1,6 punktu w 2004 r. i 4,7 punktu w 2003 r. W pierwszych trzech kwartałach 2005 r. rozpiętość pozostawała generalnie stabilna na poziomie 5 punktów bazowych, lecz we wrześniu zaczęła rosnąć, osiągając w połowie października 7 punktów bazowych. EBC wyraził wówczas zaniepokojenie jej wzrostem i zainicjował politykę polegającą na przydzielaniu kwot nieco wyższych od kwoty referencyjnej, a równocześnie zmierzającą do osiągnięcia

równowagi na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Ta „polityka zawyżonych przydziałów” doprowadziła do stabilizacji rozpiętości między stopą krańcową a minimalną oferowaną stopą procentową na poziomie 5 punktów bazowych.

OPERACJE DOSTRAJAJĄCE

W wyniku wdrożonych w marcu 2004 r. zmian procedur operacyjnych wzrosło prawdopodobieństwo narastania błędów prognozy płynności w okresie ośmiu dni pomiędzy ostatnią podstawową operacją refinansującą danego okresu utrzymywania rezerw a końcem tego okresu. W 2005 r. bezwzględna różnica między prognozą a rzeczywistym wynikiem na przestrzeni ośmiu dni osiągała średnio 7,16 mld euro. Aby zapobiec sytuacji, w której błędy takie powodowałyby znaczne wykorzystanie operacji banku centralnego na koniec dnia, oraz uniknąć dużej rozpiętości między stopą O/N a minimalną oferowaną stopą procentową w sytuacjach, gdy oczekiwano znacznej nierównowagi płynności, EBC przeprowadzał ostatniego dnia okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej operacje dostrajające. W sumie przeprowadzono dziewięć operacji dostrajających: trzy z nich zasilają w płynność (18 stycznia, 7 lutego i 6 września), a sześć ją absorbowało (8 marca, 7 czerwca, 12 lipca, 9 sierpnia, 11 października i 5 grudnia). Wszystkie te operacje miały na celu przywrócenie równowagi płynności i przyczyniły się do stabilizacji stopy O/N na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

DŁUŻSZE OPERACJE REFINANSUJĄCE

Dłuższe operacje refinansujące są comiesięcznymi operacjami zasilającymi w płynność. Są zazwyczaj przeprowadzane w ostatnią środę miesiąca, a ich termin zapadalności wynosi trzy miesiące, co daje bankom możliwość zaspokojenia zapotrzebowania na płynność na dłuższy okres. W przeciwieństwie do podstawowych operacji refinansujących, dłuższe operacje refinansujące nie są wykorzystywane w celu sygnalizowania

nastawienia Eurosystemu w polityce pieniężnej. Są przeprowadzane w formie typowych przetargów o zmiennej stopie procentowej, a wielkość środków do przydziału jest ogłaszana wcześniej, więc Eurosystem przyjmuje w nich bierną rolę podmiotu stosującego oferowaną stopę procentową.

W 2005 r. dłuższe operacje refinansujące stanowiły około 23% ogólnej płynności netto dostarczonej poprzez operacje otwartego rynku. Kwota przydziału na operację wzrosła z 25 do 30 mld euro w styczniu 2005 r. i do 40 mld euro w styczniu 2006 r.

OPERACJE BANKU CENTRALNEGO NA KONIEC DNIA

Dwie operacje banku centralnego na koniec dnia oferowane przez Eurosystem, tj. kredyt banku centralnego na koniec dnia i depozyt w banku centralnym na koniec dnia, zasilają w płynność jednodniową i absorbują ją, a ich stopy procentowe wyznaczają korytarz stóp O/N rynku międzybankowego. W 2005 r. szerokość korytarza nie zmieniła się i wynosiła 200 punktów bazowych; minimalna oferowana stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących plasowała się pośrodku tego korytarza.

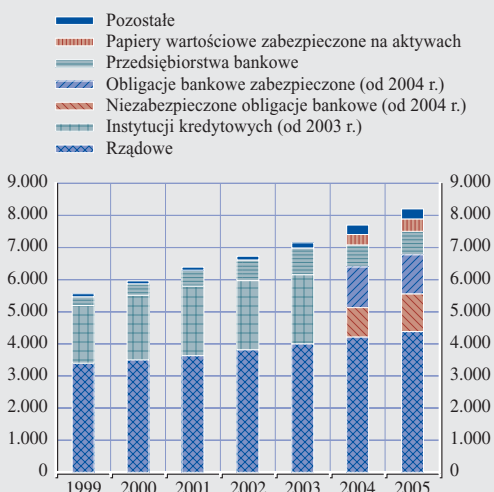
W 2005 r. średnia wykorzystana dzienna kwota kredytu banku centralnego na koniec dnia wynosiła 106 mln euro, a średnia wykorzystana dzienna kwota depozytu w banku centralnym na koniec dnia wynosiła 122 mln euro. Stopień wykorzystania operacji banku centralnego na koniec dnia w 2005 r. był, podobnie jak w latach poprzednich, niewielki i świadczył o wysokiej efektywności rynku międzybankowego oraz o mniejszej nierównowadze płynności odnotowywanej ostatniego dnia każdego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Zmniejszenie nierównowagi płynności wiąże się z częstszym wykorzystaniem w 2005 r. operacji dostrajających w przypadku znacznych odchyłeń od prognoz płynności.

SYSTEM REZERWY OBOWIĄZKOWEJ

Instytucje kredytowe w strefie euro muszą utrzymywać rezerwy obowiązkowe na

Wykres 39 Zbywalne aktywa kwalifikowane

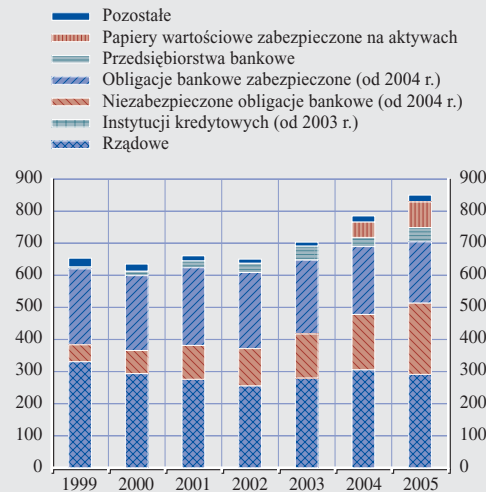
(mld euro)



Źródło: EBC.

Wykres 40 Zbywalne aktywa kwalifikowane wykorzystane jako zabezpieczenie

(mld euro)



Źródło: EBC.

rachunkach w krajowych bankach centralnych. Rezerwy obowiązkowe instytucji kredytowych wynoszą 2% podstawy naliczania rezerwy, która jest ustalana zależnie od pozycji bilansowych danej instytucji. Średni stan środków podczas danego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej musi odpowiadać minimalnemu poziomowi rezerw. Opisany system spełnia dwie funkcje: po pierwsze stabilizuje krótkoterminowe stopy rynku pieniężnego dzięki uśrednianiu stanu rezerw, po drugie zaś zwiększa deficyt płynności, czyli ogólne zapotrzebowanie banków na refinansowanie z Eurosystemu. W 2005 r. kwota rezerw obowiązkowych stopniowo rosła i osiągnęła w ostatnim okresie utrzymywania rezerw 153 mld euro.

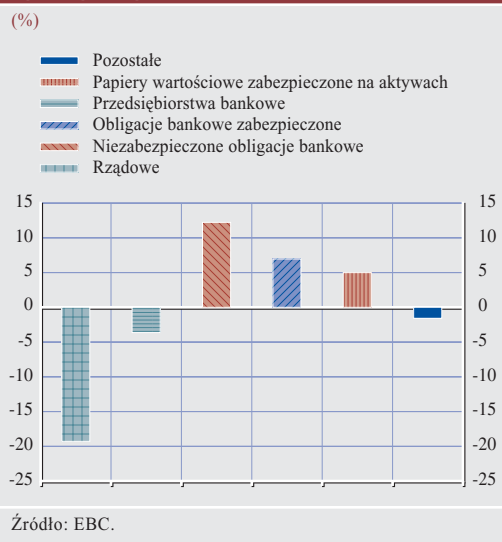
AKTYWA KWALIFIKOWANE JAKO ZABEZPIECZENIA OPERACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W celu ochrony Eurosystemu przed stratami każda dokonywana w jego ramach operacja kredytowa musi mieć odpowiednie zabezpieczenie. W związku ze szczególnym charakterem europejskich rynków finansowych i procedurami operacyjnymi polityki pieniężnej Eurosystemu jako zabezpieczenie może służyć

wiele rodzajów aktywów. W 2005 r. średni stan zbywalnych zabezpieczeń kwalifikowanych wynosił 8,2 bln euro, czyli o 7% więcej niż w 2004 r. (zob. wykres 39). Zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych stanowiło 53% ogólnej kwoty, pozostałe zabezpieczenia miały postać zabezpieczonych (typu Pfandbrief) i niezabezpieczonych obligacji wyemitowanych przez instytucje kredytowe – 29%, obligacji korporacyjnych – 9%, papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami – 5% oraz innych obligacji, np. wyemitowanych przez instytucje ponadnarodowe – 4%. Średnia wartość aktywów zbywalnych zdeponowanych przez kontrahentów jako zabezpieczenie operacji kredytowych w Eurosystemie wynosiła w 2005 r. 866 mld euro w porównaniu z 787 mld euro w 2004 r. (zob. wykres 40).

Wykres 41 przedstawia różnicę między aktywami, które można wykorzystać jako zabezpieczenie, a tymi, które są rzeczywiście wykorzystywane jako zabezpieczenie w operacjach kredytowych Eurosystemu, w podziale na rodzaje aktywów. Zadłużenie instytucji rządowych stanowi 53% zabezpieczeń

Wykres 41 Różnica między udziałem zbywalnych aktywów kwalifikowanych a udziałem aktywów wykorzystanych jako zabezpieczenie w 2005 r.



zbywalnych ogółem, lecz jedynie 34% wykorzystywanych zabezpieczeń. Z kolei niezabezpieczone obligacje instytucji kredytowych stanowią 14% zabezpieczeń zbywalnych ogółem, lecz aż 27% wykorzystywanych zabezpieczeń. Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami stanowią 5% zabezpieczeń ogółem, lecz aż 10% wykorzystywanych zabezpieczeń.

W polityce Eurosystemu dotyczącej zabezpieczeń doszło w 2005 r. do kilku istotnych zmian. Po pierwsze, Eurosystem zakończył ponowne opracowywanie kryteriów kwalifikowania dla papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Było to niezbędne, ponieważ papiery wartościowe zabezpieczone aktywami stają się coraz ważniejszym źródłem zabezpieczeń w operacjach Eurosystemu, kontrahenci domagali się więc bardziej przejrzystych kryteriów określających dopuszczalność poszczególnych rodzajów tych instrumentów. Znowelizowane kryteria ogłoszono w styczniu 2006 r.; będą one obowiązywać od maja 2006 r. Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, które znajdują się obecnie na liście aktywów

kwalifikowanych, lecz nie spełniają kryteriów, zostaną wycofane do października 2006 r.

Eurosystem ujawnił również minimalny poziom wiarygodności kredytowej stosowany konsekwentnie przy przyjmowaniu aktywów w roli zabezpieczeń od chwili wprowadzenia wspólnej waluty – jest to ocena co najmniej „pojedyncze A”, nadana przez jedną z trzech dużych międzynarodowych agencji ratingowych. Ocena wiarygodności kredytowej na poziomie „pojedynczego A” odpowiada długoterminowemu ratingowi co najmniej A–agencji Standard and Poor’s lub Fitch Ratings albo co najmniej A3 w przypadku agencji Moody’s. Jasno stwierdzono również, że wymóg ten stosuje się na równi do emitentów z sektora prywatnego i publicznego.

Postęp nastąpił również w zakresie działań mających na celu stworzenie jednolitej listy zabezpieczeń, która stopniowo zastąpi obecny system dwóch list. Przewiduje się, że jednolita lista zwiększy dostępność zabezpieczeń i zapewni jednakowe szanse dla wszystkich podmiotów w strefie euro, przyczyniając się do równego traktowania kontrahentów i emitentów oraz poprawiając ogólną przejrzystość systemu zabezpieczeń. Pierwsze kroki w kierunku wdrożenia jednolitej listy poczyniono w 2005 r.:

- Po pierwsze, 30 maja opublikowano listę rynków nieregulowanych akceptowanych przez Eurosystem z punktu widzenia zarządzania zabezpieczeniami. Lista ta jest dostępna w serwisie internetowym EBC i będzie aktualizowana co najmniej raz w roku. Aktywa notowane, oferowane lub będące przedmiotem transakcji wyłącznie na rynkach nieregulowanych nieuwzględnionych na liście będą akceptowane do maja 2007 r.; po tej dacie aktywa, obrót którymi odbywa się wyłącznie na rynkach nieakceptowanych, przestaną być aktywami kwalifikowanymi.
- Po drugie, 1 lipca na listę pierwszą wpisano nową kategorię aktywów niezaliczanych

wcześniej do kwalifikowanych, mianowicie denominowane w euro instrumenty dłużne wyemitowane przez podmioty z tych krajów grupy G-10, które nie należą do Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Łączna kwota nowych zabezpieczeń kwalifikowanych wyniosła na koniec 2005 r. 137 mld euro. W drugiej połowie 2005 r. wykorzystanie nowych instrumentów stopniowo rosło i osiągnęło na koniec grudnia 5,3 mld euro.

W lutym 2005 r. Rada Prezesów ogłosiła, że drugi etap procesu tworzenia jednolitej listy – włączenie kredytów bankowych – nastąpi zgodnie z następującym harmonogramem:

- kredyty bankowe staną się kwalifikowanym zabezpieczeniem operacji kredytowych Eurosystemu we wszystkich krajach strefy euro od 1 stycznia 2007 r., po wdrożeniu wspólnych kryteriów kwalifikacyjnych oraz ramowych zasad oceny kredytowej w Eurosystemie (*Eurosystem credit assessment framework* – ECAF). ECAF są zestawem procedur i zasad określających wymogi Eurosystemu, zgodnie z którymi wszystkie kwalifikowane zabezpieczenia na przyszłej jednolitej liście muszą spełniać wysokie standardy wiarygodności kredytowej (zob. poniżej);
- Od 1 stycznia 2007 r. do 31 grudnia 2011 r. funkcjonować będzie system przejściowy, w ramach którego każdy bank centralny strefy euro będzie mógł określić próg, powyżej którego kredyty będą uważane za kwalifikowane zabezpieczenie, oraz zdecydować o pobieraniu ewentualnych opłat manipulacyjnych;
- Od 1 stycznia 2012 r. funkcjonować będzie jednolity system wykorzystania kredytów bankowych jako zabezpieczenia, a wspólny minimalny próg będzie wynosić 500 tys. euro.

W lipcu 2005 r. Rada Prezesów zaaprobowwała ogólne kryteria kwalifikacyjne dla kredytów



bankowych, a w listopadzie 2005 r. zatwierdziła podstawowe elementy ECAF, co zapewni spełnienie przez dłużników wysokich wymagań Eurosystemu w zakresie stabilności finansowej. Obecnie trwają prace mające na celu wdrożenie procedur dotyczących kredytów bankowych. Ostateczne szczegóły techniczne i operacyjne dotyczące ich włączenia do systemu zabezpieczeń zostaną ogłoszone w pierwszej połowie 2006 r.

KWESTIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Przeprowadzając operacje kredytowe związane z polityką pieniężną lub systemem płatniczym Eurosystem ponosi zarówno ryzyko kredytowe, jak i rynkowe spowodowane przez potencjalne niewywiązanie się przez kontrahenta z zobowiązań. Ryzyko to jest ograniczane przez wymóg przedstawienia odpowiedniego zabezpieczenia zgodnie z art. 18.1 Statutu ESBC, jak również przez właściwą wycenę zabezpieczenia i mechanizmy kontroli ryzyka.

Ramowe zasady oceny kredytowej (ECAF) wejdą w życie 1 stycznia 2007 r. Zasady te opierają się na czterech źródłach oceny kredytowej: zewnętrznych instytucjach oceny kredytowej, wewnętrznych systemach oceny kredytowej KBC, opartych na ratingach wewnętrznych systemach kontrahentów oraz narzędziach ratingowych dostarczonych przez

strony trzecie. Podstawowymi zasadami ECAF będą spójność, dokładność i porównywalność.

W celu zapewnienia stosowania się do tych zasad, wszystkie źródła oceny kredytowej będą musiały spełniać określone kryteria kwalifikacyjne. Zostanie ponadto wykorzystany zestaw specyfikacji technicznych i narzędzi, obejmujący próg jakości kredytowej oraz procedurę monitorowania i raportowania o jakości ocen kredytowych, który ma zagwarantować, że zabezpieczenia kwalifikowane będą spełniać minimalne standardy wiarygodności kredytowej.

Jeżeli chodzi o poziom odniesienia dla ryzyka kredytowego, Eurosystem będzie z zasady akceptować wyłącznie instrumenty dłużne wyemitowane przez kredytobiorców:

- o ocenie co najmniej „pojedyncze A”, nadanej przez jedną z trzech dużych międzynarodowych agencji ratingowych; lub
- o prawdopodobieństwie niewypłacalności nie wyższym niż 0,10%, co obejmuje również kredytobiorców należących do kategorii ryzyka o przewidywanym prawdopodobieństwie niewypłacalności w okresie jednego roku nie wyższym niż 0,10%.

Definicja ta dotyczy w równym stopniu emitentów prywatnych i publicznych, zgodnie z wymogami art. 102 Traktatu, który zabrania EBC przychylniejszego traktowania instrumentów dłużnych sektora publicznego.

I.2 DZIAŁALNOŚĆ DEWIZOWA

W 2005 r. EBC nie interweniował na rynku walutowym w związku z polityką pieniężną. Transakcje walutowe Banku były związane wyłącznie z działalnością inwestycyjną. EBC nie przeprowadził też żadnych operacji walutowych w walutach krajów spoza strefy euro uczestniczących w ERM II.

Obowiązujące porozumienie między EBC a MFW, które umożliwia MFW inicjowanie transakcji obemujących specjalne prawa ciągnięcia (SDR) w imieniu EBC z innymi posiadaczami SDR, zostało w 2005 r. wykorzystane pięć razy.

I.3 DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

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

ZARZĄDZANIE REZERWAMI WALUTOWYMI

Portfel rezerw walutowych EBC odzwierciedla transfery rezerw walutowych z banków centralnych strefy euro do Europejskiego Banku Centralnego, jak również wcześniejsze operacje walutowe i dotyczące złota prowadzone przez EBC. Podstawowym celem rezerw walutowych EBC jest ułatwienie interwencji Banku na rynku walutowym. Cele, którymi kieruje się EBC przy zarządzaniu rezerwami walutowymi, to (w kolejności odpowiadającej ich ważności) płynność, bezpieczeństwo i stopa zwrotu. W 2005 r. rezerwy walutowe EBC były zarządzane w sposób zdecentralizowany – każdy bank centralny utrzymywał część portfela EBC i zarządzał nią w aktywny sposób.

W skład portfela rezerw walutowych EBC wchodzi głównie dolary amerykańskie, ale także jeny japońskie, złoto i SDR. Złota i aktywów w SDR nie inwestowano w aktywny sposób w 2005 r. EBC dokonał sprzedaży złota w łącznej ilości 47 ton. Sprzedaż ta nastąpiła zgodnie z Umową Banków Centralnych o Złocie (Central Bank Gold Agreement) z 27 września 2004 r., której sygnatariuszem jest EBC. Wartość netto rezerw walutowych EBC według aktualnego kursu walutowego i cen rynkowych

wzrosła z 35,1 mld euro na koniec 2004 r. do 41,0 mld euro na koniec 2005 r. Zmiana wartości portfela w 2005 r. wynikała głównie z aprecjacji dolara amerykańskiego i złota wobec euro oraz zysków (obejmujących zyski kapitałowe i przychody z tytułu odsetek) osiągniętych w wyniku zarządzania portfelem.

W styczniu 2006 r. wdrożono nowe procedury operacyjne dotyczące zarządzania rezerwami walutowymi EBC. Zmiany procedur mają na celu zwiększenie efektywności zdecentralizowanych operacji inwestycyjnych w obrębie Eurosystemu. W odniesieniu do zarządzania operacyjnego rezerwami walutowymi EBC (czyli przeprowadzania operacji mających na celu ich lokowanie), każdy bank centralny strefy euro może obecnie w zasadzie zarządzać tylko jednym portfelem (tj. albo np. portfelem w dolarach, albo w jenach). Dwa banki centralne zarządzają jednak dwoma portfelami każdy. Ponadto, bank centralny strefy euro może zrezygnować z zarządzania operacyjnego rezerwami walutowymi EBC, nadal uczestnicząc w strategicznym zarządzaniu portfelem, czyli przeglądach strategicznych punktów odniesienia oraz mechanizmu kontroli ryzyka. Banki centralne strefy euro uczestniczące w zarządzaniu operacyjnym mogą również łączyć te działania.

W 2005 r. trwały dalsze prace nad rozszerzeniem listy kwalifikowanych instrumentów, w które dopuszczalne jest inwestowanie rezerw walutowych. Na początku 2006 r. do listy tej dodano swapy walutowe i amerykańskie obligacje skarbowe STRIP⁴. Prowadzono również prace przygotowawcze mające na celu uwzględnienie swapów na stopach procentowych.

ZARZĄDZANIE FUNDUSZAMI WŁASNYMI

Portfel funduszy własnych EBC składa się z opłaconej części subskrybowanego kapitału oraz z ogólnego funduszu rezerwowego EBC. Stanowi on rezerwy, które EBC może wykorzystać do pokrycia ewentualnych strat. Zarządzanie tym portfelem ma na celu wygenerowanie w długim okresie zysków przekraczających średnią stopę podstawowych

operacji refinansujących EBC. W 2005 r. ponownie poszerzono listę emitentów kwalifikowanych instrumentów inwestycyjnych w segmencie obligacji emitowanych przez agencje rządowe o bardzo wysokim ratingu i obligacji zabezpieczonych. Na początku 2006 r. do listy opcji inwestycyjnych dodano uprzywilejowane obligacje niezabezpieczone emitowane przez firmy z sektora finansowego o wysokich ocenach wiarygodności kredytowej.

W 2005 r. wartość portfela funduszy własnych EBC według aktualnych cen rynkowych wzrosła z 6,1 mld euro na koniec 2004 r. do 6,4 mld euro na koniec 2005 r., co odzwierciedlało zyski (obejmujące zyski kapitałowe i przychody z tytułu odsetek) osiągnięte w wyniku zarządzania portfelem.

KWESTIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Metodologia minimalizacji ryzyka finansowego ponoszonego przez EBC (np. ryzyka rynkowego, kredytowego i płynności) jest wcielana w życie m.in. poprzez narzucenie rygorystycznych wymogów (np. ograniczeń dotyczących *duration*, struktury walutowej i minimalnej płynności portfela) oraz szczegółowego systemu limitów, przestrzeganie którego jest codziennie monitorowane i weryfikowane. W 2005 r. trwały przygotowania do wdrożenia miary wartości zagrożonej (VaR)⁵ jako podstawowego narzędzia służącego do określenia progów ryzyka związanego z pozycjami zarządzających portfelem w stosunku do portfeli referencyjnych EBC. Koncepcja VaR ma wiele zalet i zyskała znaczną popularność jako kompleksowa miara ryzyka w branży finansowej. Jej przydatności dowodzi również waga, którą przypisano jej w Nowej Metodologii Adekwatności Kapitałowej w odniesieniu do obliczania wymogów kapitałowych.

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

5 VaR definiuje się jako wielkość strat, która może zostać przekroczona z pewnym prawdopodobieństwem w określonym z góry horyzoncie czasowym. Na przykład roczna VaR 99% jest stratą, która zostanie na przestrzeni roku przekroczona z prawdopodobieństwem wynoszącym tylko 1%.

2 SYSTEMY PŁATNICZE I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Jednym ze statutowych zadań Eurosystemu jest zapewnienie płynnego funkcjonowania systemów płatniczych. Podstawowym sposobem realizacji tego celu, oprócz funkcji nadzoru, jest dostarczenie rozwiązań obsługujących płatności i rozrachunek papierów wartościowych. W związku z tym Eurosystem utworzył system znany pod nazwą TARGET (ang. *Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*) – Transeuropejski Zautomatyzowany System Rozrachunku Brutto w Czasie Rzeczywistym, który obsługuje wysokokwotowe płatności w euro. W ciągu ostatnich lat system TARGET był kilkakrotnie udoskonalany, a obecnie trwają prace nad rozwiązaniem nowej generacji – TARGET 2.

W sierpniu 2005 r. EBC ogłosił stanowisko w sprawie „Obsługi przez banki centralne płatności detalicznych w euro realizowanych przez instytucje kredytowe”. Przypomina w nim, że choć udostępnianie przez Eurosystem instytucjom kredytowym rozwiązań do przetwarzania płatności detalicznych w euro wynika ze statutowych zadań Eurosystemu, należy mieć na uwadze m.in. to, że krajowe banki centralne oferujące obsługę płatności detalicznych instytucjom kredytowym muszą zwrócić należytą uwagę na wymogi oraz otoczenie konkurencyjne danego rynku (w tym kwestię zwrotu kosztów).

W zakresie rozrachunku papierów wartościowych zarówno Eurosystem, jak i rynek oferują wiele kanałów umożliwiających wykorzystanie zabezpieczeń w obrocie transgranicznym.

2.1 SYSTEM TARGET

Używany obecnie TARGET jest „systemem systemów” złożonym z krajowych systemów rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (ang. *real-time gross settlement – RTGS*) szesnastu państw członkowskich UE, mechanizmu płatności EBC (ang. *ECB payment mechanism – EPM*) oraz mechanizmu wzajemnych

połączeń, który umożliwia rozliczanie płatności między połączonymi systemami.

W 2005 r. TARGET przyczynił się do dalszej integracji rynku pieniężnego euro, a ponieważ operacje kredytowe Eurosystemu są przetwarzane za jego pośrednictwem, nadal odgrywał też ważną rolę w sprawnym wdrażaniu wspólnej polityki pieniężnej. TARGET, który oferuje rozrachunek w czasie rzeczywistym w pieniądzu banku centralnego i obejmuje swym zasięgiem dużą część rynku, przetwarza również wiele innych płatności. W 2005 r. system TARGET funkcjonował płynnie i bez przeszkód, a liczba zrealizowanych za jego pośrednictwem wysokokwotowych płatności w euro nadal rosła. Tendencja ta jest zgodna z polityką Eurosystemu, której celem jest promowanie rozrachunku w pieniądzu banku centralnego jako wyjątkowo bezpiecznym środka płatniczym. W 2005 r. 89% łącznego obrotu wysokokwotowych płatności w euro zostało zrealizowane za pomocą systemu TARGET. System TARGET obsługuje wszystkie przelewy uznaniowe w euro między połączonymi za jego pomocą bankami, bez ograniczeń co do wartości. Przelewy te mogą być dokonywane zarówno między bankami z tego samego państwa członkowskiego (przelewy wewnątrz krajowe), jak i z różnych państw członkowskich (przelewy międzynarodowe).

Z ankiety przeprowadzonej w 2005 r. wynika, że na dzień 31 grudnia 2004 r. TARGET liczył 10 564 uczestników. Za pośrednictwem tego systemu, korzystając z kodów identyfikacyjnych banków, można dotrzeć ogółem do około 53 tys. instytucji będących najczęściej oddziałami uczestników.

OPERACJE W SYSTEMIE TARGET

W 2005 r. średnia liczba dziennych płatności zrealizowanych za pomocą systemu TARGET wzrosła o 10%, zarówno w ujęciu ilościowym, jak i wartościowym. Tabela 12 przedstawia dane o przepływie płatności w systemie TARGET w 2005 r. oraz ich porównanie z danymi za poprzedni rok.

Tabela 12 Przepływ płatności w ramach systemu TARGET¹⁾

Wolumen (liczba transakcji)	2004	2005	Zmiana (%)
Ogółem			
Razem	69.213.486	76.150.602	9
Średnia dzienna	267.234	296.306	10
Płatności wewnątrz państw członkowskich²⁾			
Razem	52.368.115	58.467.492	10
Średnia dzienna	202.193	227.500	11
Płatności pomiędzy państwami członkowskimi			
Razem	16.845.371	17.683.110	5
Średnia dzienna	65.040	68.806	5

Wartość (mld euro)	2004	2005	Zmiana (%)
Ogółem			
Razem	443.992	488.900	9
Średnia dzienna	1.714	1.902	10
Płatności wewnątrz państw członkowskich²⁾			
Razem	297.856	324.089	8
Średnia dzienna	1.150	1.261	9
Płatności pomiędzy państwami członkowskimi			
Razem	146.137	164.812	11
Średnia dzienna	564	641	12

Źródło: EBC.

1) 259 dni operacyjnych w 2004 r. i 257 dni operacyjnych w 2005 r.

2) Obejmuje płatności realizowane przez uczestników zdalnych

Tabela 13 Całkowita dostępność systemu TARGET

(w procentach)

System RTGS	2005
EPM (ECB)	99,52
ELLIPS (BE)	99,66
KRONOS (DK)	99,84
RTGSplus (DE)	99,24
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,93
TBF (FR)	99,62
IRIS (IE)	99,93
BI-REL (IT)	99,89
LIPS-Gross (LU)	99,93
TOP (NL)	100,00
ARTIS (AT)	99,86
SORBNET-EURO (PL)	100,00
SPGT (PT)	99,97
BOF-RTGS (FI)	99,98
E-RIX (SE)	99,89
CHAPS Euro (UK)	99,97
Ogólna dostępność systemu	99,83

Źródło: EBC.

W 2005 r. całkowita dostępność systemu TARGET, czyli stopień możliwości wykorzystania systemu przez użytkowników w godzinach pracy bez przestojów, wyniosła 99,83% (zob. tabela 13). Średnio 95,59% płatności pomiędzy państwami członkowskimi było przetwarzane w ciągu pięciu minut.

ZABEZPIECZENIA PŁATNOŚCI O ZNACZENIU SYSTEMOWYM W SYSTEMIE TARGET

Z uwagi na fundamentalną rolę i szeroki zasięg systemu TARGET na rynku, dla jego sprawnego i niezawodnego funkcjonowania niezbędne są skuteczne zabezpieczenia przed różnego rodzaju zagrożeniami. Terminowa realizacja płatności o znaczeniu systemowym, tj. takich, które – jeśli niezrealizowane w terminie – mogą spowodować ryzyko systemowe, ma znaczenie priorytetowe nawet w sytuacjach wyjątkowych. Eurosystem opracował rozwiązania awaryjne gwarantujące, że płatności takie zostaną przetworzone w sposób uporządkowany nawet w przypadku niesprawnego funkcjonowania systemu TARGET. W 2005 r. banki centralne przeprowadziły kolejne testy, często z udziałem banków komercyjnych, które wykazały skuteczność tych rozwiązań. Potwierdziły one, że Eurosystem jest w stanie zapewnić płynne funkcjonowanie systemów płatniczych i rynków finansowych w sytuacjach kryzysowych.

POŁĄCZENIE NOWYCH PAŃSTW CZŁONKOWSKICH UE Z SYSTEMEM TARGET

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

Pierwszym nowym państwem członkowskim, które przyłączyło się do systemu TARGET była

Polska. W dniu 7 marca 2005 r. służący do rozrachunku w euro system RTGS Narodowego Banku Polskiego (SORBNET-EURO) został podłączony do systemu TARGET za pośrednictwem systemu RTGS Banca d'Italia (BI-REL).

WSPÓŁPRACA Z UŻYTKOWNIKAMI SYSTEMU TARGET I OPERATORAMI SYSTEMÓW ROZRACHUNKU BRUTTO W CZASIE RZECZYWISTYM W INNYCH OBSZARACH WALUTOWYCH

ESBC utrzymuje bliskie kontakty z użytkownikami systemu TARGET, aby należycie analizować ich potrzeby i właściwie na nie reagować. W 2005 r., podobnie jak w poprzednich latach, odbywały się regularne spotkania między przedstawicielami szesnastu krajowych banków centralnych połączonych z systemem TARGET a grupami jego użytkowników w poszczególnych krajach. Miały również miejsce spotkania grupy roboczej ESBC ds. systemu TARGET 2 oraz grupy roboczej europejskiego sektora bankowego ds. systemu TARGET, podczas których omawiano zagadnienia operacyjne związane z systemem TARGET. Kwestiami strategicznymi zajmowała się grupa kontaktowa ds. strategii płatności w euro (ang. *Contact Group on Euro Payments Strategy*). Jest to forum, w którym uczestniczą przedstawiciele kierownictwa wyższego szczebla banków komercyjnych i centralnych. Będąc operatorem jednego z największych systemów RTGS na świecie, Eurosystem utrzymuje bliskie kontakty z operatorami systemów RTGS w innych obszarach walutowych. Ze względu na coraz silniejsze wzajemne powiązania, np. wynikające z operacji w ramach Zintegrowanego Systemu Rozrachunku Ciągłego, potrzebne są wspólne dyskusje dotyczące zagadnień operacyjnych.

2.2 SYSTEM TARGET2

8 lutego 2005 r. EBC opublikował pierwszy raport dotyczący postępów prac nad systemem TARGET2. Raport zawierał informacje o decyzjach podjętych przez Radę Prezesów

w grudniu 2004 r. dotyczących usług świadczonych w systemie TARGET2, ogólnego systemu ustalania opłat z tytułu podstawowych usług oraz migracji do systemu TARGET2. Zawarto w nim również ogólny przegląd planów związanych z projektem.

Drugi raport z postępów prac opublikowano 21 października 2005 r. Przedstawiał on decyzje podjęte przez Radę Prezesów, głównie dotyczące planowanej daty uruchomienia TARGET2, dat poszczególnych etapów migracji oraz poziomu opłat związanych z tworzeniem puli płynności i rozrachunkiem systemów zewnętrznych. Zawierał również zarys systemu ustalania opłat za podstawowe usługi systemu TARGET2, który zostanie przedyskutowany ze środowiskiem bankowym przed podjęciem ostatecznej decyzji. Raport opisywał wreszcie szczegółowy harmonogram dnia roboczego systemu TARGET2 oraz bieżące prace nad procedurami na wypadek nieprzewidzianych sytuacji.

Prowadzone w 2005 r. prace przygotowawcze dotyczyły przede wszystkim finalizacji specyfikacji funkcjonalnych. Pod koniec sierpnia 2005 r. zakończono prowadzone w ścisłej współpracy ze środowiskiem użytkowników systemu TARGET prace nad wersją roboczą Szczegółowych Specyfikacji Funkcjonalnych dla Użytkowników (*User Detailed Functional Specifications – UDFS*). 30 października, po uzgodnieniu wszystkich kwestii, ostateczna postać UDFS (wersja 2.0) została udostępniona użytkownikom. Finalizacja specyfikacji pozwoliła poczynić postępy w pracach nad opracowaniem i wdrożeniem wspólnej platformy systemu TARGET2 oraz dostosowaniem wewnętrznych systemów uczestników pod kątem przyłączenia ich do nowego systemu.

Jeżeli chodzi o planowaną datę uruchomienia, 17 czerwca 2005 r. Rada Prezesów zakomunikowała rynkom zakończenie okresu szeroko zakrojonych konsultacji z użytkownikami i ustalenie daty rozpoczęcia pierwszego etapu migracji na drugą połowę

2007 r. Po kompleksowej ocenie planów, datę przejścia pierwszej grupy krajów na nowy system ustalono na 19 listopada 2007 r. Przewiduje się, że wszystkie banki centralne uczestniczące w systemie TARGET2 wraz z sektorami bankowymi odpowiednich krajów rozpoczną korzystanie z nowego systemu do maja 2008 r. Sveriges Riksbank i Bank Anglii podjęły decyzję o nie przyłączaniu się do systemu TARGET2.

Innym ważnym obszarem prac w 2005 r. były przygotowania do zbliżającego się okresu testów i migracji. Eurosystem uzgodnił, że migracja zostanie podzielona na cztery etapy, przy czym ostatni będzie pełnić wyłącznie funkcję awaryjną. Każdy etap będzie oznaczać migrację grupy KBC i sektorów bankowych z kilku krajów; planowane daty kolejnych etapów migracji ustalono na 19 listopada 2007 r., 18 lutego 2008 r., 19 maja 2008 r. oraz 15 września 2008 r. (w wypadku konieczności wykorzystania okresu awaryjnego). W maju 2005 r. Eurosystem opublikował narodowe plany migracji opisujące wykorzystanie poszczególnych modułów od daty przejścia banków centralnych na system TARGET2. Testy przy udziale użytkowników będą prowadzone zgodnie z harmonogramem etapów migracji. Dla każdego z nich testy zostaną podzielone na kilka strumieni – np. na szczeblu instytucjonalnym, na szczeblu sektorów bankowych poszczególnych krajów oraz na szczeblu europejskim. Testy w bankach centralnych mają się rozpocząć na początku 2007 r. Pod koniec października 2005 r. w serwisach internetowych KBC opublikowano ogólny opis planów i kwestii organizacyjnych związanych z testami przy udziale użytkowników.

Planowany system opłat z tytułu podstawowych usług ma spełnić dwa podstawowe cele. Po pierwsze, powinien zapewnić szeroki dostęp do systemu, czyli nie powinien zniechęcać mniejszych instytucji do bezpośredniego udziału w systemie. Po drugie, opłaty powinny być atrakcyjne dla dużych uczestników rynku, którzy obecnie generują bardzo dużą



część transakcji w systemie TARGET. System przedstawiony w drugim raporcie z postępów pozwala uczestnikom na wybór między a) niewielką opłatą miesięczną w wysokości 100 euro plus stałą opłatą 0,80 euro za transakcję lub b) opłatą miesięczną w wysokości 1.250 euro plus malejącą, w zależności od wolumenu, opłatą wahającą się od 0,60 do 0,20 euro za transakcję. Opłata miesięczna jest stała i każdy uczestnik uiszcza ją za każdy rachunek rozliczeniowy w systemie. Zgodnie z planowanym systemem średnie opłaty w niemal wszystkich krajach będą znacznie niższe niż w obecnym systemie TARGET. Wszystkie banki centralne, niezależnie od własnych dat migracji, będą stosować ceny systemu TARGET2 dopiero od chwili, gdy do wspólnej platformy dołączą kraje z trzeciej grupy migracji, tj. od maja 2008 r.

Prowadzono również prace nad kwestiami umownymi i innymi zagadnieniami prawnymi związanymi z TARGET2 oraz uwarunkowaniami biznesowymi (np. procedurami na wypadek nieprzewidzianych sytuacji i współpracą z systemami zewnętrznymi). Eurosystem będzie prowadził owocny dialog i ścisłą współpracę ze wspólnotą użytkowników systemu TARGET do końca okresu wdrażania projektu, regularnie informując o postępach prac.

2.3 TRANSGRANICZNE WYKORZYSTANIE ZABEZPIECZEŃ

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

Kwota zabezpieczeń transgranicznych ustanowionych za pośrednictwem Eurosystemu wzrosła z 370 mld euro w grudniu 2004 r. do 444 mld euro w grudniu 2005 r. Na koniec 2005 r. zabezpieczenia transgraniczne stanowiły 49,1% wszystkich zabezpieczeń złożonych w Eurosystemie. Dane te potwierdzają obserwowaną w poprzednich latach tendencję do wzrostu integracji rynków finansowych w strefie euro, a także coraz większe zainteresowanie kontrahentów posiadaniem w portfelach aktywów zdeponowanych w innych krajach strefy euro.

SYSTEM BANKÓW CENTRALNYCH KORESPONDENTÓW

System Banków Centralnych Korespondentów (*Correspondent Central Banking Model – CCBM*) pozostaje najważniejszym kanałem transferu zabezpieczeń transgranicznych, jeżeli chodzi o operacje Eurosystemu związane z polityką pieniężną oraz kredytami śróddziennymi. W 2005 r. za pomocą tego systemu dostarczono Eurosystemowi 36,7% wszystkich zabezpieczeń. Wartość takich aktywów utrzymywanych w bankach wzrosła z 298 mld euro na koniec 2004 r. do 353 mld euro na koniec 2005 r.

W 2005 r., w związku ze zbliżającym się wdrożeniem nowego systemu zabezpieczeń Eurosystemu, zatwierdzonego przez Radę Prezesów w lipcu 2005 r., rozpoczęto prace nad

przeoglądem technicznych i operacyjnych uwarunkowań systemu CCBM. W nowym systemie utrzymywana będzie jedna lista kwalifikowanych aktywów, a kredyty bankowe będą mogły być wykorzystane jako zabezpieczenie w dowolnym kraju strefy euro. Ponadto w związku z przyszłym rozszerzeniem strefy euro podjęto wstępne kroki w kierunku integracji niektórych nowych państw członkowskich UE z systemem CCBM.

Ponieważ brak jest kompleksowej alternatywy rynkowej dla usług CCBM, które miały służyć jako rozwiązanie tymczasowe wobec braku rozwiązania rynkowego obejmującego całą strefę euro, EBC rozpoczął analizę możliwych sposobów opracowania operacyjnego modelu zarządzania zabezpieczeniami w ramach Eurosystemu.

KWALIFIKOWANE POŁĄCZENIA MIĘDZY KRAJOWYMI SYSTEMAMI ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Krajowe systemy rozrachunku papierów wartościowych (SSS) mogą być ze sobą połączone na mocy uzgodnień umownych i operacyjnych, w celu umożliwienia transgranicznych transferów kwalifikowanych papierów wartościowych. Papiery przekazane przez takie połączenie do innego systemu SSS można wykorzystać zgodnie z lokalnymi procedurami w taki sam sposób jak zabezpieczenia krajowe. Obecnie istnieje 59 połączeń udostępnianych kontrahentom, z których tylko niektóre są aktywnie wykorzystywane. Połączenia te obejmują ponadto tylko część strefy euro. Mogą być stosowane w operacjach kredytowych Eurosystemu, jeżeli są zgodne z dziewięcioma standardami użytkowników⁶. Według tych standardów Eurosystem ocenia nowe połączenia lub unowocześnione kwalifikowane połączenia. W 2005 r. trzy kwalifikowane połączenia zostały unowocześnione i pozytywnie zweryfikowane.

⁶ *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations* („Standardy użytkowania systemów rozrachunku papierów wartościowych UE w operacjach kredytowych ESBC”), styczeń 1998.

Wartość zabezpieczeń ustanowionych za pośrednictwem połączeń wzrosła z 72 mld euro w grudniu 2004 r. do 91 mld euro w grudniu 2005 r. Stanowiła to 8,6% całkowitej wartości zabezpieczeń transgranicznych i krajowych zdeponowanych w Eurosystemie w 2005 r.

W 2005 r. zdecydowano, że przy transgranicznych transferach zabezpieczeń do Eurosystemu możliwe byłoby wykorzystanie połączeń pośrednich między systemami SSS. Połączenie pośrednie (ang. *relayed link*) jest umownym i technicznym rozwiązaniem pozwalającym na rozliczenie transakcji między dwoma systemami SSS, które nie są ze sobą bezpośrednio połączone, za pośrednictwem trzeciego systemu SSS. Aby zapobiec narażeniu Eurosystemu na nadmierne ryzyko, połączenie pośrednie wykorzystywane przez uczestników rynku jest uznawane za kwalifikowane jedynie wówczas, gdy samo połączenie oraz systemy SSS przez nie łączone spełniają standardy użytkowników Eurosystemu. W związku z tym opracowano metodykę oceny połączeń pośrednich przez Eurosystem. Ocenianie połączeń pośrednich rozpoczęło się w 2005 r.

3 BANKNOTY I MONETY

3.1 BANKNOTY I MONETY EURO W OBIEGU ORAZ OBRÓT WALUTĄ

ZAPOTRZEBOWANIE NA BANKNOTY I MONETY EURO

W 2005 r. wartość banknotów euro w obiegu wzrosła o 63,9 mld euro do 565,2 mld euro (zob. wykres 42). Roczne tempo wzrostu zmalało do około 12,8% z 15,0% w 2004 r. Liczba banknotów w obiegu zwiększyła się do 10,4 mld na koniec 2005 r. – roczne tempo wzrostu wyniosło 7,4% w porównaniu z 6,8% w 2004 r. (zob. wykres 43). Analizy statystyczne wskazują, że stały wzrost zapotrzebowania na banknoty euro wiąże się w pewnym stopniu z rynkami spoza strefy euro. Szacuje się, że, pod względem wartości, od 10% do 20% banknotów euro w obiegu znajduje się w posiadaniu nierezydentów – pełnią one głównie rolę środka tezauryzacji lub waluty równoległej.

Wartość banknotów euro w obiegu w 2005 r. w dalszym ciągu rosła szybciej niż ich liczba; było tak w każdym roku od wymiany waluty. Wskazuje to na utrzymujące się duże zapotrzebowanie na banknoty euro o wysokich nominałach. Wskaźniki wzrostu dla poszczególnych nominałów były podobne do odnotowanych w 2004 r.: liczba banknotów o nominałach 5, 10, 20 i 200 euro w obiegu zwiększyła się umiarkowanie (od 3,1% do 3,9%), podczas gdy liczba banknotów o nominałach 50, 100 i 500 euro rosła szybko –

o odpowiednio 11,4%, 10,8% i 20,9% (zob. wykres 44).

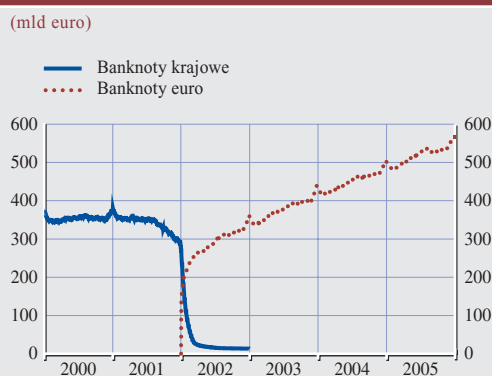
Liczba i wartość monet euro w obiegu rosły od stycznia 2003 r. W 2005 r. wartość monet euro w obiegu (tzn. wartość netto, z wyłączeniem zapasów utrzymywanych przez banki centralne) wzrosła o 8,5% z 15,3 mld euro do 16,6 mld euro. Liczba monet euro w obiegu zwiększyła się o 12,1% z 56,2 mld do 63,0 mld. Silny wzrost liczby monet był stymulowany głównie rosnącym zapotrzebowaniem na monety o niskich nominałach.

OBRÓT BANKNOTAMI W EUROSISTEMIE

W 2005 r. utrzymała się niewielka tendencja wzrostowa z poprzednich lat w zakresie emisji i depozytu banknotów euro. Ogółem wyemitowano 31,3 mld banknotów, a 30,6 mld wróciło do krajowych banków centralnych.

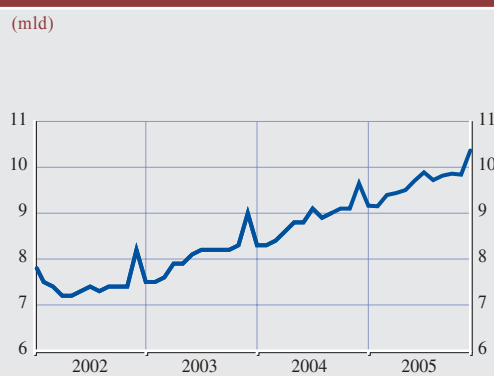
Wszystkie banknoty euro powracające z obiegu do banków centralnych strefy euro są sprawdzane pod względem autentyczności i możliwości powtórnego wprowadzenia do obiegu przy użyciu w pełni automatycznych urządzeń. W 2005 r. sprawdzono w ten sposób około 1 mld banknotów więcej niż w roku poprzednim. Około 4,3 mld banknotów zniszczono, ponieważ były zabrudzone lub zużyte i nie nadawały się do ponownego wprowadzenia do obiegu.

Wykres 42 Łączna wartość banknotów w obiegu w latach 2000–2005



Źródło: EBC.

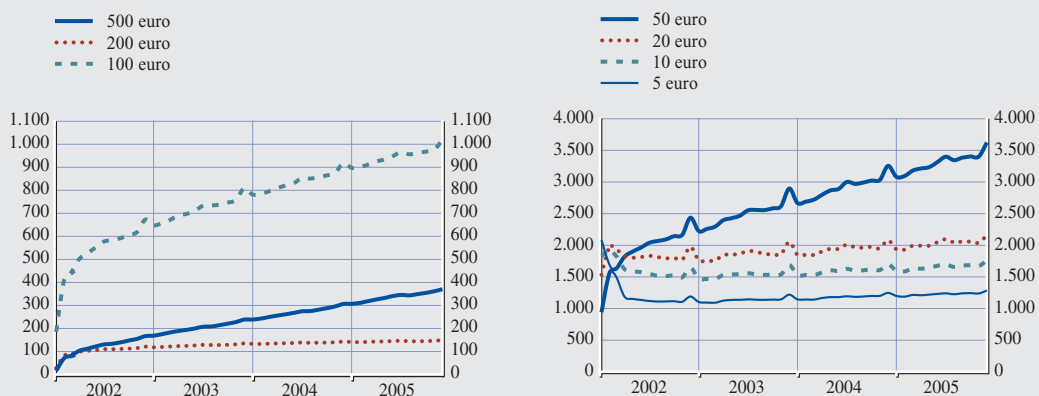
Wykres 43 Łączna liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2005



Źródło: EBC.

Wykres 44 Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002–2005

(mln)



Źródło: EBC.

3.2 FAŁSZERSTWA I PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM BANKNOTÓW

FAŁSZERSTWA BANKNOTÓW EURO

W 2005 r. liczba zgłoszonych fałszerstw banknotów euro utrzymywała się na stabilnym poziomie. Od początku 2004 r. do końca 2005 r. z obiegu wycyfowano średnio 49 tys. fałszyfikatów miesięcznie. Całkowita liczba fałszywych banknotów przekazanych w 2005 r. do krajowych centrów analiz⁷ wyniosła 582 tys. Jest to liczba bardzo podobna do odnotowanej w 2004 r. (594 tys.). Euro jest walutą godną zaufania: jest dobrze chronione zarówno dzięki zaawansowanym zabezpieczeniom, jak i skuteczności europejskich i krajowych organów śledczych. EBC doradza jednak użytkownikom czujność i stosowanie testu polegającego na sprawdzeniu banknotu dotykiem, przyjrzeniu mu się oraz obejrzeniu pod odpowiednim kątem⁸. Na wykresie 45

przedstawiono tendencje w zakresie liczby fałszywych banknotów wycyfowanych z obiegu w półrocznych odstępach od chwili wprowadzenia banknotów euro do obiegu. Tabela 14 pokazuje, że najczęściej fałszowany jest banknot 50 euro; od 2004 r. odsetek fałszyfikatów o nominale 50 euro wzrasta, podczas gdy odsetek fałszyfikatów 100 euro wykazuje porównywalny spadek.

PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM

EBC nadal ściśle współpracuje z krajowymi bankami centralnymi strefy euro, Europolem i Komisją Europejską (w szczególności z Europejskim Urzędem ds. Zwalczania Nadużyć Finansowych – OLAF) w walce z fałszerstwami euro. Eurosystem aktywnie uczestniczy, zarówno w Unii Europejskiej, jak i poza nią, w szkoleniu pracowników zajmujących się obrotem gotówką w zakresie rozpoznawania fałszywych banknotów i sposobów postępowania z nimi.

Międzynarodowe Centrum Przeciwdziałania Fałszerstwom ocenia nowe urządzenia do reprodukcji banknotów oraz systemy

Tabela 14 Fałszywe banknoty według nominalów

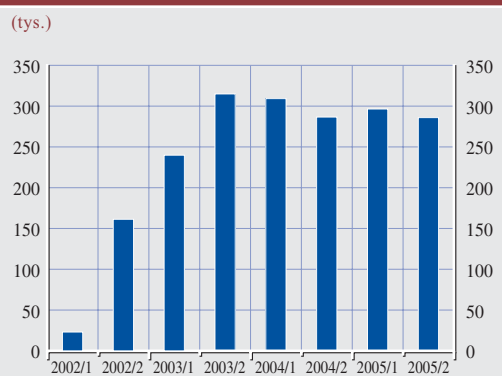
	5 euro	10 euro	20 euro	50 euro
Procent	1	7	21	59
	100 euro	200 euro	500 euro	Razem
Procent	7	4	1	100

Źródło: Eurosystem.

⁷ Centra utworzone w każdym państwie członkowskim UE, zajmujące się wstępną analizą fałszywych banknotów euro na szczeblu krajowym.

⁸ Szczegółowe informacje znajdują się pod adresem: <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.

Wykres 45 Liczba fałszywych banknotów euro wycofanych z obiegu w latach 2002-2005



Źródło: Eurosystem.

przeciwdziałania fałszerstwom, wspomagając w ten sposób utworzoną przez 27 banków centralnych Grupę Banków Centralnych ds. Powstrzymywania Fałszerstw Pieniądza działającą pod auspicjami prezesów banków centralnych grupy G-10. Wzrost liczby wdrażanych systemów przeciwdziałania fałszerstwom spowodował znaczne zwiększenie aktywności Centrum. Trwają ciągłe prace nad opracowaniem infrastruktury wspomagającej walkę z fałszerstwami. Komunikację między instytucjami emisyjnymi a społeczeństwem w dziedzinie systemów przeciwdziałania fałszerstwom usprawnił w szczególności zmodernizowany serwis internetowy www.rulesforuse.org.

3.3 EMISJA I PRODUKCJA BANKNOTÓW

PODSTAWOWE ZASADY WYKRYWANIA FAŁSZYWYCH BANKNOTÓW I SORTOWANIA BANKNOTÓW WEDŁUG JAKOŚCI OBIEGOWEJ

W celu zapewnienia, że banknoty w obiegu są autentyczne i w dobrym stanie, w styczniu 2005 r. EBC określił podstawowe zasady wykrywania fałszerstw i sortowania banknotów według jakości obiegowej, przeznaczone dla instytucji kredytowych i innych podmiotów zajmujących się zawodowo obsługą znaków pieniężnych. Zasady te określają wspólną politykę powtórnego wprowadzania do obiegu

banknotów otrzymanych od klientów przez instytucje kredytowe oraz inne podmioty zajmujące się zawodowo obsługą znaków pieniężnych. Stanowią one również pomoc dla powyższych instytucji w wykonywaniu określonych w art. 6 Rozporządzenia Rady (WE) nr 1338/2001 obowiązków dotyczących wykrywania oraz wycofywania z obiegu fałszywych banknotów euro. W celu zapewnienia spójnej realizacji tych zasad w ramach całego Eurosystemu Rada Prezesów zatwierdziła w grudniu 2005 r. „Podręcznik procedur”. Krajowe banki centralne są odpowiedzialne za wdrożenie wspomnianych zasad, przy uwzględnieniu uwarunkowań danego kraju (np. środowiska gospodarczego, struktury sektora bankowego czy funkcjonującej sieci oddziałów krajowych banków centralnych oraz roli krajowego banku centralnego w obiegu pieniądza gotówkowego). Ponadto przewidziano dwuletni okres przejściowy (do końca 2007 r.) dla instytucji kredytowych i podmiotów zawodowo zajmujących się obsługą gotówki na dostosowanie obecnie funkcjonujących procedur i urządzeń do nowych zasad.

Podstawowym ich elementem jest zobowiązanie instytucji kredytowych oraz innych podmiotów zajmujących się zawodowo obsługą znaków pieniężnych do sprawdzania autentyczności i jakości obiegowej (zgodnie z obowiązującymi minimalnymi standardami) wszystkich banknotów euro otrzymanych od klientów oraz ponownie wydawanych innym klientom. Instytucje kredytowe i inne podmioty zawodowo zajmujące się obsługą gotówki, które nie zdecydują się na ponowne wprowadzanie banknotów do obiegu, będą nadal miały możliwość zwrócenia się do krajowego banku centralnego o spełnienie wymogów dotyczących banknotów euro.

Banknoty wydawane przez instytucje kredytowe w bankomatach będą sprawdzane przy użyciu urządzeń do obsługi znaków pieniężnych, których zgodność działania z zasadami została zweryfikowana przez krajowe banki centralne strefy euro. Inne instytucje

obsługujące bankomaty, szczególnie placówki handlu detalicznego, również mają obowiązek sprawdzać banknoty zgodnie z tymi standardami. Eurosystem będzie obserwował rozwój wydarzeń w tym zakresie.

Przewiduje się również, że instytucje kredytowe oraz inne podmioty zajmujące się zawodowo obsługą znaków pieniężnych będą dostarczać krajowym bankom centralnym informacji o swoich działaniach związanych z obrotem gotówkowym, co pozwoli Eurosystemowi monitorować zgodność tych działań z zasadami. W grudniu 2004 r. Rada Prezesów postanowiła, że szczegółowe procedury zbierania powyższych danych zostaną opracowane przez Eurosystem w porozumieniu z przedstawicielami sektora bankowego. W tym celu Eurosystem utworzył w 2005 r. wspólny zespół zadaniowy, w skład którego weszli przedstawiciele Grupy Roboczej ds. Gotówki Europejskiej Rady Płatności (ang. *European Payments Council Cash Working Group*) oraz Stowarzyszenia Firm Zajmujących się Konwojowaniem Wartości Pieniężnych (*European Security Transport Association – ESTA*). Zdecydowano się na podejście ekonomiczne – od instytucji powtórnie wprowadzających banknoty euro do obiegu za pośrednictwem bankomatów zbierana będzie ograniczona ilość podstawowych informacji dotyczących infrastruktury obrotu gotówkowego oraz dane operacyjne dotyczące obsługi banknotów.

URUCHOMIENIE PILOTAŻOWEGO PROGRAMU ZAGRANICZNYCH DEPOZYTÓW BANKNOTÓW EURO

EBC rozważa uruchomienie programu zagranicznych depozytów banknotów euro (ang. *extended custodial inventory – ECI*) w celu usprawnienia międzynarodowej dystrybucji banknotów euro oraz poprawy nadzoru nad ich obiegiem poza strefą euro, zważywszy, że 10%–20% całkowitej wartości banknotów euro w obiegu znajduje się poza strefą euro. ECI jest magazynem gotówki utrzymywany przez prywatny bank (bank ECI), który przechowuje powierzone mu znaki pieniężne. W ramach tego programu banki ECI miałyby składać raporty o przeznaczeniu i pochodzeniu banknotów



w obrocie, zbierać informacje o zatrzymanych falsyfikatach oraz wychwytywać banknoty o jakości zbyt niskiej do ponownego wprowadzenia do obiegu, dostarczając tym samym Eurosystemowi danych o wykorzystaniu i fałszerstwach banknotów euro poza strefą euro. Banki ECI mogłyby również przekazywać informacje o wprowadzeniu nowej serii banknotów euro oraz usprawniać wymianę banknotów starych serii. Przed podjęciem ostatecznej decyzji o wdrożeniu i funkcjonowaniu takiego programu, EBC rozważy uruchomienie rocznego pilotażowego programu zagranicznych depozytów banknotów euro we współpracy z dwoma bankami z Azji.

PRODUKCJA BANKNOTÓW

W 2005 r. wyprodukowano ogółem 3,63 mld banknotów euro, w porównaniu z 1,6 mld w 2004 r. Wzrost produkcji w 2005 r. wiązał się z następującymi czynnikami: a) zmniejszeniem poziomu zapasów w krajowych bankach centralnych w 2004 r., b) zwiększeniem ilości gotówki w obiegu w 2005 r., c) zwiększeniem liczby banknotów w obiegu wymagających wymiany oraz d) decyzją o wyprodukowaniu w 2005 r. części banknotów na poczet przyszłego zapotrzebowania. Ta decyzja powinna ograniczyć przewidywane okresy spiętrzenia produkcji w przyszłości oraz

Tabela 15 Przydziały produkcji banknotów euro w 2005 r.

Nominal	Liczba (mln banknotów)	KBC zlecający produkcję
5 euro	530	FR
10 euro	1.020	DE, GR, IE, AT
20 euro	700	ES, FR, NL, PT, FI
50 euro	1.100	BE, DE, ES, IT, NL
100 euro	90	IT
200 euro	-	-
500 euro	190	DE, LU
Razem	3.630	

Źródło: EBC.

pozwoić na efektywniejsze wykorzystanie zdolności produkcyjnych w najbliższych latach.

W 2005 r. przydział produkcji banknotów euro nadal przebiegał zgodnie z przyjętym w 2002 r. scenariuszem zdecentralizowanej produkcji opartej na pulach. W ramach porozumienia każdy krajowy bank centralny w strefie euro odpowiada za pokrycie określonej części zapotrzebowania na banknoty o określonych nominałach. W tabeli 15 przedstawiono przydziały produkcji na rok 2005.

DRUGA SERIA BANKNOTÓW EURO

Po zatwierdzeniu przez Radę Prezesów ramowego planu opracowania, druku oraz emisji drugiej serii banknotów euro prace nad projektem rozpoczęły się i postępują sprawnie. Podstawowe etapy projektu to określenie wymagań funkcjonalnych i technicznych różnych grup użytkowników banknotów, weryfikacja przemysłowa w celu identyfikacji potencjalnych problemów przy druku na dużą skalę, projekt oraz wykonanie, produkcja pilotażowa, druk na dużą skalę i podzielona na etapy emisja.

Podstawowe wymagania funkcjonalne wobec nowych banknotów (w tym skrócony wykaz zabezpieczeń) są określane na podstawie badań rynkowych i konsultacji z europejskimi stowarzyszeniami konsumentów oraz Europejską Unią Niewidomych. W procesie konsultacyjnym uczestniczą również przedstawiciele europejskiego sektora bankowego, firm zajmujących się

konwojowaniem wartości pieniężnych, sektora handlu detalicznego i producentów automatów do sprzedaży towarów, jak też stowarzyszenie producentów urządzeń do obsługi banknotów.

Przewiduje się, że pierwsze banknoty nowej serii zostaną wyemitowane pod koniec bieżącej dekady. Dokładne terminy i kolejność emisji będą zależały od postępów w dziedzinie doskonalenia zabezpieczeń oraz sytuacji w zakresie fałszerstw. W drugiej serii zachowany zostanie obecny zakres nominałów banknotów euro, a ich wzór będzie oparty na motywie epok historycznych i stylów architektonicznych znanym z serii obecnej.

4 STATYSTYKA

EBC, z pomocą krajowych banków centralnych gromadzi, zestawia i publikuje różnego rodzaju dane statystyczne, które wspomagają realizację polityki pieniężnej oraz realizację innych zadań Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). W 2005 r., podobnie jak w latach poprzednich, dostarczanie danych przebiegało sprawnie. Ponadto udostępniono nowe dane zgodnie ze średnioterminową strategią EBC dotyczącą statystyki, a EBC we współpracy z instytucjami Wspólnoty i innymi organizacjami międzynarodowymi kontynuował działania na rzecz harmonizacji pojęć statystycznych oraz ich powszechnego stosowania.

4.1 ZMIANY W STATYSTYCE W STREFIE EURO

W ostatnich latach poczyniono znaczne postępy w opracowywaniu statystyk strefy euro. Zasady statystyczne dla strefy euro mają na celu ujęcie w sposób perspektywiczny bieżących zmian w funkcjonowaniu rynków finansowych i całej gospodarki oraz usunięcie ewentualnych braków wykrytych przez użytkowników w EBC i spoza niego. Przy realizacji tych celów EBC konsekwentnie dąży do utrzymania obciążeń sprawozdawczych na minimalnym poziomie. Dlatego też propozycje dotyczące nowych statystyk lub istotnych zmian dotychczasowych statystyk będą poddawane analizie korzyści i kosztów, w której uczestniczyć będą podmioty składające sprawozdania i opracowujące statystyki oraz ich użytkownicy.

Najważniejszym priorytetem jest zaprojektowanie oraz zestawienie kwartalnych rachunków narodowych strefy euro, finansowych i niefinansowych, w rozbiciu na sektory instytucjonalne. Eurosystem opracowuje je wraz z Komisją Europejską (Eurostat) i krajowymi urzędami statystycznymi. Przewiduje się, że zintegrowany system rachunków narodowych będzie gotowy w 2007 r. Zobrazuje on współzależności między poszczególnymi sektorami gospodarki: przedsiębiorstwami, instytucjami finansowymi, sektorem

publicznym i gospodarstwami domowymi oraz między tymi sektorami a resztą świata. Umożliwi również analizę powiązań między zachodzącymi w gospodarce zmianami o charakterze finansowym i niefinansowym, w szczególności w zakresie pozycji bilansujących, takich jak oszczędności i inwestycje gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw, deficyt budżetowy i PKB. Z czasem powinno więc stać się możliwe uzyskanie dodatkowych informacji o poszczególnych kanałach transmisji polityki pieniężnej oraz lepsza analiza wpływu wstrząsów gospodarczych na strefę euro. Docelowo kwartalne rachunki narodowe strefy euro pozwolą na monitorowanie szerokiego zakresu danych statystycznych i podstawowych wskaźników w ramach jednego, spójnego modelu rachunkowości makroekonomicznej.

EBC opracowuje również ogólne zasady gromadzenia zharmonizowanych danych statystycznych dotyczących niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego (z wyłączeniem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych) ze szczególnym naciskiem na fundusze inwestycyjne, uwzględniając tym samym coraz większą rolę tych instytucji na rynkach finansowych strefy euro.

Kolejnym podstawowym elementem średniookresowej strategii statystycznej EBC są przygotowania do przyszłego rozszerzenia strefy euro. EBC ściśle współpracuje z krajowymi bankami centralnymi państw członkowskich spoza strefy euro, aby zagwarantować, że obszernie dane, za które w pierwszym rzędzie odpowiedzialny jest EBC, będą przekazywane od momentu przystąpienia tych państw do strefy euro. W celu zapewnienia, że po rozszerzeniu strefy euro dostępne będą wystarczająco długie szeregi czasowe, przyjęto ogólną politykę przekazywania odpowiednich danych historycznych przez wszystkie państwa członkowskie UE.

EBC ściśle współpracuje z Eurostatem i innymi organizacjami międzynarodowymi, jak również

bierze aktywny udział w bieżącej aktualizacji ogólnoświatowych standardów statystycznych takich jak System Rachunków Narodowych (System of National Accounts – SNA 93) oraz opracowany przez MFW podręcznik zestawiania bilansu płatniczego. Dalszy rozwój i zastosowanie międzynarodowych standardów statystycznych, jak również zasad zarządzania w dziedzinie statystyki, umożliwia zestawianie wartościowych informacyjnie agregatów dla strefy euro, pozwala na dokonywanie porównań między krajami i przyczynia się do zwiększenia wiarygodności oraz niezależności urzędowych statystyk.

4.2 NOWE LUB ROZSZERZONE STATYSTYKI

Dnia 1 stycznia 2005 r. weszło w życie znolizowane Rozporządzenie EBC dotyczące skonsolidowanego bilansu sektora monetarnych instytucji finansowych. Rozporządzenie to zobowiązuje instytucje kredytowe i fundusze rynku pieniężnego do podawania w dalszym ciągu danych o depozytach i kredytach w ich wartości nominalnej, pomimo wejścia w życie Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej dotyczących instrumentów finansowych. Pozwoli to zachować dotychczasową bazę pojęciową statystyki pieniężnej.

Od stycznia 2005 r. EBC publikuje bilans płatniczy i międzynarodową pozycję inwestycyjną strefy euro w podziale geograficznym. Od kwietnia 2005 r. międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest publikowana kwartalnie. Te nowe statystyki prezentują więcej informacji o skutkach transakcji i pozycji transgranicznych dla gospodarki strefy euro.

We wrześniu 2005 r. EBC zaczął publikować wskaźniki statystyczne służące do pomiaru stopnia integracji głównych rynków finansowych strefy euro – rynku pieniężnego, obligacji, akcji i rynku bankowego. Wskaźniki te obejmują zarówno kredyty detaliczne, jak

i hurtowy obrót instrumentami udziałowymi (zob. podrozdział 3 rozdziału 3).

Wprowadzono również dalsze zmiany w przepisach prawnych EBC, aby umożliwić w przyszłości publikację nowych danych statystycznych. W ramach omawianej powyżej strategii zmierzającej do opracowania zintegrowanego zestawu kwartalnych rachunków narodowych strefy euro (finansowych i niefinansowych) w rozbiciu na sektory instytucjonalne, Rada Prezesów znolizowała wytyczne EBC dotyczące kwartalnych rachunków finansowych. Zapewni to od 2006 r. terminowe dostarczanie wyczerpujących kwartalnych rachunków finansowych w analogicznym pełnym rozbiciu na sektory i instrumenty, jak również informacji dotyczących depozytów i kredytów w analogicznym rozbiciu (od 2008 r.). Ponadto przyjęcie wytycznych EBC dotyczących statystyki finansów publicznych ułatwiło integrację statystyk sektora publicznego z kwartalnymi rachunkami strefy euro w rozbiciu na sektory instytucjonalne. Od listopada 2005 r. publikowane są kwartalne dane dotyczące długu publicznego strefy euro oraz dostosowań deficytu do długu.

W związku z angażowaniem się EBC na rzecz poprawy dostępności i jakości danych statystycznych dla strefy euro, Rada Prezesów przyjęła w 2005 r. rozwiązania pozwalające na wymianę (wyłącznie do celów statystycznych) poufnych danych między urzędami statystycznymi. Wymiana informacji – na zasadach ścisłej poufności – pozwala uniknąć powielania wniosków o udostępnienie tych samych informacji przez podmioty składające sprawozdania.

W celu ułatwienia utworzenia Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (zob. rozdział 3), Rada Prezesów poparła również zamiary Komisji Europejskiej zmierzające do podwyższenia progu sprawozdawczości danych o bilansie płatniczym dotyczących płatności w euro w obrębie UE. Zgodnie z propozycją od stycznia 2008 r. banki nie będą musiały zgłaszać

denominowanych w euro transgranicznych płatności klientów do kwoty 50 tys. euro.

W 2005 r. dokonano dalszych zmian mających na celu szersze upowszechnienie i poprawę dostępności danych statystycznych. W przypadku niektórych statystyk tabele z danymi zagregowanymi dla strefy euro oraz udziałem poszczególnych państw członkowskich w tych agregatach są ogłaszane w serwisie internetowym EBC i serwisach większości krajowych banków centralnych strefy euro. Kontynuowano również prace nad ułatwieniem dostępu do danych statystycznych za pośrednictwem serwisu internetowego EBC organom decyzyjnym, przedstawicielom mediów, analitykom, naukowcom oraz innym użytkownikom statystyk. Prace te mają zostać zakończone w drugiej połowie 2006 r.

4.3 STATYSTYKA SŁUŻĄCA OCENIE KONWERGENCJI

Zgodnie z Traktatem, EBC oraz Komisja Europejska mają obowiązek sporządzania raportów o konwergencji co najmniej raz na dwa lata lub na wniosek państwa członkowskiego spoza strefy euro. Najbliższy raport o konwergencji zostanie opublikowany w 2006 r.

Danych statystycznych niezbędnych do określenia stopnia spełnienia przez państwa członkowskie kryteriów konwergencji w zakresie cen, pozycji fiskalnej, kursu walutowego oraz długoterminowych stóp procentowych dostarcza Eurostat. EBC wraz z krajowymi bankami centralnymi państw członkowskich wspomaga prace Eurostatu, udostępniając dane statystyczne dotyczące długoterminowych stóp procentowych, jak również gromadząc i zestawiając dodatkowe dane statystyczne uzupełniające powyższe cztery podstawowe wskaźniki.

Ponieważ ocena procesu konwergencji w fundamentalny sposób zależy od jakości i rzetelności danych statystycznych wykorzystanych w obliczeniach, ostatnie



postępy w zestawianiu oraz przedstawianiu danych statystycznych (w szczególności w odniesieniu do statystyki finansów publicznych) są ściśle monitorowane przez EBC. W tym kontekście EBC z zadowoleniem przyjął inicjatywę Komisji Europejskiej z 2005 r. dotyczącą wdrożenia Kodeksu Dobrych Praktyk obowiązującego Eurostat i krajowe urzędy statystyczne. Przestrzeganie tego kodeksu ma na celu zwiększenie niezależności, rzetelności oraz odpowiedzialności krajowych i wspólnotowych urzędów statystycznych, która jest niezbędnym warunkiem opracowywania wiarygodnych, wysokiej jakości statystyk w obrębie UE.

5 BADANIA EKONOMICZNE

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

5.1 PROGRAM BADAŃ

Program badań realizowany w 2005 r. można podzielić na sześć głównych dziedzin: makroekonomia i ekonomia pieniądza, ekonomia i finanse międzynarodowe, stabilność finansowa, integracja finansowa, modelowanie makroekonometryczne i narzędzia prognostyczne oraz ogólne zagadnienia ekonomiczne i strukturalne.

W dziedzinie makroekonomii oraz ekonomii pieniądza projekty zakończone w 2005 r. skupiały się na objaśnieniu premii za ryzyko uwzględnionej w rentowności obligacji w kategoriach fundamentów gospodarczych, co pozwoliło na uzyskanie dokładniejszych, rynkowych danych dotyczących oczekiwań inflacyjnych. Prowadzono również analizę „niercardiańskich” niedoskonałości gospodarstw domowych oraz rynku finansowego takich jak ograniczenia kredytowe i ich rola w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. Badano też znaczenie zmian cen aktywów dla polityki pieniężnej, sposób określania właściwych zasad polityki, rolę pieniądza, znaczenie działań komunikacyjnych banku centralnego oraz różnice w zmianach gospodarczych w obrębie strefy euro.

W dziedzinie ekonomii i finansów międzynarodowych skupiono się na wpływie kursu walutowego, międzynarodowej transmisji wstrząsów gospodarczych, podziale ryzyka w ramach unii walutowej, determinantach

stanów nierównowagi na świecie oraz informacjach uzyskiwanych w wyniku analizy krzywej dochodowości.

Badania w dziedzinie stabilności finansowej skupiały się na opracowaniu nowych technik pomiaru ryzyka niestabilności banków. Jeżeli chodzi o integrację finansową, prowadzono szeroko zakrojone badania nad opracowaniem i obliczaniem wskaźników integracji finansowej – zarówno w strefie euro, jak i w nowych państwach członkowskich UE (zob. ramka 10). Zakończono również badania nad korzyściami publicznymi wynikającymi z uruchomienia systemu TARGET 2.

W 2005 r. miał miejsce znaczny postęp w dziedzinie modelowania makroekonometrycznego dotyczący prac nad nowym modelem EBC dla całej strefy euro. Model ten skonstruowano zgodnie z najnowszymi tendencjami w teorii makroekonomii. W porównaniu do modeli wcześniejszych modele makroekonometryczne nowej generacji, znane jako dynamiczne modele stochastyczne równowagi ogólnej (ang. *dynamic stochastic general equilibrium – DSGE*), opierają się w znacznie większym stopniu na podstawach mikroekonomicznych i pozwalają na bardziej szczegółową analizę zakłóceń gospodarczych. Rezultaty prac technicznych nad nowym modelem dla całej strefy euro wraz z pierwszymi wynikami empirycznymi z innego modelu DSGE uwzględniającego zmienne monetarne i finansowe zostały zaprezentowane podczas wspólnej konferencji z Radą Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej oraz MFW w grudniu 2005 r.

Podjęto dalsze prace nad udoskonaleniem krótkoterminowych projekcji inflacji i wzrostu PKB w strefie euro. Wiązało się to z analizą transmisji wstrząsów w obrębie krajów, sektorów i branż, badaniem mocy statystycznej „globalnych” tendencji inflacyjnych oraz określeniem procedur wyboru właściwego modelu. Prowadzono też dodatkowe badania nad porównaniem zalet prognozowania

szeregów zagregowanych i w rozbiciu na poszczególne kategorie, jak również nad zawartością informacyjną danych o wysokiej częstotliwości.

W dziedzinie ogólnych zagadnień ekonomicznych i strukturalnych badania przeprowadzone w 2005 r. rzuciły światło na skutki działania instytucji związanych z rynkiem pracy, czynniki warunkujące podaż pracy oraz różnice między poszczególnymi krajami w zakresie płac realnych i dynamiki przepływu miejsc pracy. Prowadzono również dalsze badania nad skutkami reform fiskalnych, szczególnie w odniesieniu do nowych państw członkowskich UE.

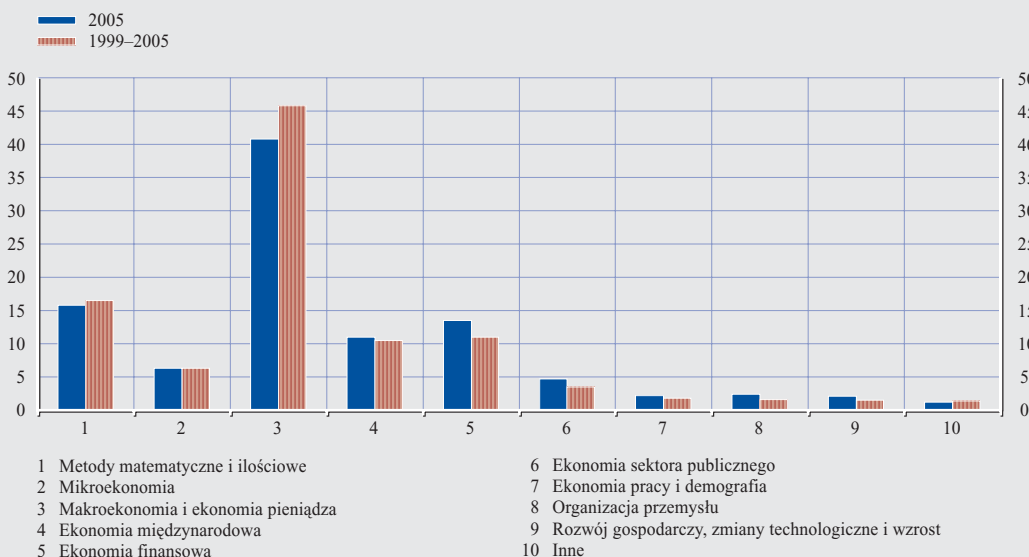


Większość wyników badań przeprowadzonych przez EBC lub we współpracy z nim opublikowano w serii dokumentów roboczych (*Working Papers*) oraz w mniejszym stopniu w serii dokumentów okolicznościowych (*Occasional Papers*). Były one również prezentowane na wielu konferencjach i warsztatach. W 2005 r. opublikowano 145 dokumentów roboczych EBC (w porównaniu ze

126 w 2004 r.). Spośród nich 68 powstało z udziałem pracowników EBC (72 w 2004 r.), a 77 napisali autorzy spoza Europejskiego Banku Centralnego w ramach programu badawczego (ang. *Research Visitor Programme*) lub konferencji organizowanych przez EBC (54 w 2004 r.). Wiele spośród napisanych przez pracowników EBC artykułów, z wydawanej od 1999 r. serii dokumentów roboczych, doczekało

Wykres 46 Seria dokumentów roboczych EBC. System klasyfikacji literatury ekonomicznej

(w procentach)



Źródło: EBC.

się lub wkrótce doczeka publikacji w periodykach akademickich (123) lub w formie książkowej (22). Biorąc pod uwagę znaczne opóźnienia w cyklu wydawniczym wynikające z faktu, że autorzy wzajemnie recenzują swoje artykuły, w 2006 r. ten wysoki już wskaźnik wzrośnie jeszcze bardziej. Jak wynika z wykresu 46, badania EBC skupiają się głównie na tematyce związanej z polityką gospodarczą. Na wykresie dokumenty robocze EBC zostały pogrupowane według poruszanej w nich problematyki zgodnie z systemem klasyfikacji literatury ekonomicznej (ang. *Journal of Economic Literature*). Najczęściej poruszonym w serii tematem jest „makroekonomia i ekonomia pieniądza”, a na kolejnych miejscach znalazły się „metody matematyczne i ilościowe”, „ekonomia finansowa” i „ekonomia międzynarodowa”.

W 2005 r. EBC był gospodarzem wielu konferencji i warsztatów, m.in.: warsztatu „Wdrażanie polityki pieniężnej w strefie euro: doświadczenia i przyszłe wyzwania” (*Monetary policy implementation in the euro area: lessons from the past and challenges ahead*); trzeciej konferencji Międzynarodowego Forum Badań Polityki Pieniężnej (*International Research Forum on Monetary Policy*); konferencji pod tytułem „Wpływ UGW na strefę euro i jej państwa członkowskie” (*What effects is EMU having on the euro area and its member countries?*); warsztatu zorganizowanego wspólnie z Centrum ds. Badań nad Polityką Gospodarczą (*Centre for Economic Policy Research – CEPR*) zatytułowanego „Rynki pracy w poszerzonej Unii Europejskiej: co przyczyniłoby się do wzrostu zatrudnienia?” (*Labour markets in an enlarged European Union: what would raise employment?*); warsztatu EBC i Banku Rozrachunków Międzynarodowych „Makrofinansowe modele struktury terminowej stóp procentowych” (*Macro-finance modelling of the term structure of interest rates*); dziewiątej dorocznej konferencji CEPR i Europejskiego Instytutu Letniego (*European Summer Institute*) zatytułowanej „Reformy strukturalne a wzrost gospodarczy” (*Structural reforms and economic*

growth); czwartej konferencji badawczej banków centralnych pod tytułem „Pomiar ryzyka a ryzyko systemowe” (*Risk measurement and systemic risk*) zorganizowanej we współpracy z Bankiem Japonii oraz Radą Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej, pod auspicjami Komitetu ds. Globalnego Systemu Finansowego (*Committee on the Global Financial System*); oraz czwartego warsztatu o technikach prognozowania pod tytułem „Ocena prognoz i prognozy warunkowe” (*Forecast evaluation and conditional forecasts*).

5.2 SIECI BADAWCZE

Wiele badań EBC jest prowadzonych w ramach zorganizowanych sieci (zespołów badawczych). Są to grupy badaczy wspólnie zaangażowanych w szeroko zakrojone, wielokierunkowe projekty badawcze. Są wśród nich ekonomiści z EBC, krajowych banków centralnych strefy euro i innych banków centralnych, przedstawiciele instytucji zajmujących się polityką gospodarczą oraz przedstawiciele świata akademickiego. EBC, samodzielnie lub we współpracy z innymi instytucjami, oferuje tym zespołom wsparcie koordynacyjne i organizacyjne.

Sieć Badawcza ds. Uporczywości Inflacji w Eurosystemie (*Eurosystem Inflation Persistence Network*), skupiająca specjalistów ze wszystkich banków centralnych Eurosystemu, została utworzona w 2003 r. w celu analizowania dynamiki inflacji w strefie euro i należących do niej gospodarkach krajowych. Grupa ta zakończyła prace w 2005 r. W badaniach nad zjawiskami uporczywości inflacji oraz kształtowania się cen wykorzystano wiele danych, w tym dane indywidualne i sektorowe dotyczące cen konsumpcyjnych i cen producentów, makroekonomiczne stopy inflacji oraz wyniki badań ankietowych. W 2005 r. w ramach serii dokumentów roboczych EBC ukazały się 23 artykuły związane z pracami tej sieci. Reakcje kręgów akademickich zostały przedstawione podczas dorocznego zebrania Amerykańskiego

Stowarzyszenia Ekonomicznego (*American Economic Association*) oraz dorocznego kongresu Europejskiego Stowarzyszenia Ekonomicznego (*European Economic Association*) (dodatkowe informacje zawarto w ramce 4).

Sieć Badawcza ds. Cyklu Koniunkturalnego w Strefie Euro (*Euro Area Business-Cycle Network*) utworzona we współpracy z Centrum Badań Polityki Ekonomicznej (ang. *Centre for Economic Policy Research – CEPR*) pełni funkcję forum badań nad tym zagadnieniem. W jej pracach uczestniczą przedstawiciele środowiska akademickiego, banków centralnych i innych instytucji odpowiedzialnych za politykę gospodarczą. W 2005 r. sieć zorganizowała trzeci cykl szkoleń (dotyczących szeregów czasowych i prognozowania), którego gospodarzem był Banca d'Italia. Przeprowadzono również dwie sesje warsztatów. Pierwsza z nich poświęcona była potrzebie stworzenia działającej w czasie rzeczywistym bazy danych o strefie euro i odbyła się w Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, a druga, której gospodarzem był Bank Finlandii (Suomen Pankki) – produktywności oraz cykлом koniunkturalnym w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Wyniki badań sieci są dostępne w umieszczonej w Internecie i zawierającej 251 pozycji bazie danych artykułów oraz w serii materiałów dyskusyjnych opublikowanych wspólnie z CEPR.

W 2002 r. EBC i Centrum Badań Finansowych (*Centre for Financial Studies – CFS*) utworzyły Sieć Badawczą ds. Rynków Kapitałowych oraz Integracji Finansowej w Europie (*Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*). Celem tej sieci jest promowanie badań dotyczących polityki gospodarczej w zakresie integracji europejskich systemów finansowych oraz ich powiązań międzynarodowych. EBC i CFS zdecydowały, że sieć będzie kontynuować działalność do 2007 r., przy czym zakres jej badań zostanie poszerzony o trzy priorytetowe dziedziny:

a) związek między integracją finansową a stabilnością finansową; b) przystąpienie nowych państw do UE, rozwój finansowy i integracja finansowa oraz c) modernizacja systemu finansowego i wzrost gospodarczy w Europie. Uruchomiony w ramach sieci program badawczy *Lamfalussy Fellowship* został również poszerzony o te dziedziny. W 2005 r. Oesterreichische Nationalbank w Wiedniu był gospodarzem i współorganizatorem konferencji sieci badawczej EBC i CFS dotyczącej rozwoju finansowego, integracji oraz stabilności w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej (dodatkowe informacje znajdują się w ramce 10).

6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA

6.1 PRZESTRZEGANIE ZAKAZU FINANSOWANIA I UPRIWILEJOWANEGO DOSTĘPU

Zgodnie z art. 237 ust. d Traktatu, EBC powierzono zadanie monitorowania 25 banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej oraz EBC w zakresie przestrzegania zakazów określonych w art. 101 i 102 Traktatu oraz w Rozporządzeniach Rady (WE) nr 3603/93 i 3604/93. Art. 101 zabrania EBC i bankom centralnym udzielania kredytów w rachunku bieżącym oraz wszelkich innych kredytów instytucjom rządowym bądź instytucjom i organom Wspólnoty, a także nabywania bezpośrednio od nich instrumentów dłużnych. Art. 102 zakazuje stosowania wszelkich środków, które nie wynikają z przesłanek ostrożnościowych, umożliwiających uprzywilejowany dostęp instytucji rządowych oraz instytucji i organów Wspólnoty do instytucji finansowych. Równoległe z ECB przestrzeganie powyższych postanowień przez państwa członkowskie UE kontroluje Komisja Europejska.

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

W 2005 r. Rada Prezesów zidentyfikowała dwa przypadki nieprzestrzegania powyższych wymogów Traktatu i odpowiednich Rozporządzeń Rady. Banca d'Italia i Oesterreichische Nationalbank zarejestrowały nabycia na rynku pierwotnym instrumentów dłużnych wyemitowanych przez Europejski Bank Inwestycyjny (EBI). Banca d'Italia zakupiła papiery wartościowe EBI denominowane w dolarach amerykańskich dla celów zarządzania rezerwami papierów wartościowych denominowanych w walucie

obcej. Oesterreichische Nationalbank zakupił papiery wartościowe EBI denominowane w euro. Europejski Bank Inwestycyjny jest organem wspólnotowym, takie nabycia stanowią naruszenie zakazu finansowania pieniężnego zgodnie z Artykułem 101 Traktatu i Rozporządzenia Rady Nr 3603/93.

W 2004 r.⁹ Rada Prezesów zidentyfikowała jeden przypadek nieprzestrzegania przez KBC powyższych wymogów Traktatu oraz odpowiednich Rozporządzeń Rady. W okresie silnego napływu monet krajowych do banków centralnych w wyniku wprowadzenia banknotów i monet euro 1 stycznia 2002 r. Suomen Pankki – Finlands Bank przekroczył od października 2001 r. do lutego 2004 r. limit 10% monet w obiegu ustanowiony w art. 6 Rozporządzenia Rady (WE) nr 3603/93. Sytuacja ta została jednak w pełni skorygowana w marcu 2004 r., natomiast od tej daty postanowienia Traktatu były przestrzegane.

6.2 FUNKCJE DORADCZE

Art. 105 ust. 4 Traktatu wymaga, aby zasięmano opinii EBC w sprawie każdego projektowanego aktu wspólnotowego lub krajowego w dziedzinach podlegających jego kompetencji¹⁰. Wszystkie opinie wydane przez EBC są zamieszczane w serwisie internetowym EBC. Od stycznia 2005 r. opinie dotyczące krajowych projektów ustawodawczych są z reguły publikowane natychmiast po wydaniu i przekazaniu właściwym organom, zgodnie z procedurą przyjętą w przypadku opinii dotyczących projektów ustawodawczych UE. W czerwcu 2005 r. EBC opublikował „Przewodnik dotyczący zasięgnięcia przez władze krajowe opinii Europejskiego Banku Centralnego w sprawie projektowanych przepisów prawnych” (*Guide to consultation of*

9 Nawiązanie w niniejszym Raporcie Rocznym do wydarzeń z 2004 r. wynika z faktu, iż kontrola EBC w tym zakresie zakończyła się po ostatecznej dacie przekazywania danych do Raportu Rocznego za 2004 r.

10 Zgodnie ze stanowiącym załącznik do Traktatu Protokołem w sprawie niektórych postanowień dotyczących Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej, obowiązek konsultacji z EBC nie ma zastosowania w przypadku Zjednoczonego Królestwa.

the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions), który ma służyć jako praktyczna pomoc i źródło informacji dla władz krajowych.

W 2005 r. EBC wydał 61 opinii, z czego 13 w odpowiedzi na wnioski Rady UE oraz 48 w odpowiedzi na wnioski władz krajowych. W 2004 r. złożono 39 wniosków o opinie. Wzrost ten wynika z większej liczby wniosków ze strony nowych państw członkowskich podczas pierwszego pełnego roku ich członkostwa w UE. Lista opinii wydanych w 2005 r. znajduje się w załączniku do niniejszego Raportu.

W opiniach dotyczących nowych rozporządzeń Rady UE w sprawie nadzoru i procedury nadmiernego deficytu nowelizujących Pakt Stabilności i Wzrostu¹¹ EBC podkreślił, że prawidłowa polityka fiskalna jest nieodzownym warunkiem sukcesu UGW oraz warunkiem zapewnienia stabilności makroekonomicznej, wzrostu i spójności w strefie euro. Ponadto EBC uznał za niezbędne utrzymanie wiarygodnej procedury nadmiernego deficytu ze ścisłym harmonogramem (zob. również podrozdział 1.1 rozdziału 4). Opinii EBC zasięgano również w kwestii rozporządzenia Rady dotyczącego przyszłego przyjęcia euro przez nowe państwa członkowskie¹². EBC uznał, że okres przejściowy między wprowadzeniem euro jako waluty nowych państw członkowskich a wprowadzeniem banknotów i monet euro nie powinien być dłuższy niż trzy lata, przy czym powinno się dążyć do skrócenia tego okresu jeszcze bardziej. Biorąc pod uwagę istnienie różnych alfabetów, EBC podkreślił również znaczenie wymogu mówiącego, że nazwa wspólnej waluty musi być taka sama we wszystkich językach urzędowych UE¹³.

Władze krajowe nadal zasięgały opinii EBC w kwestiach związanych z niezależnością banków centralnych – m.in. Włoch, Litwy, Słowacji i Hiszpanii – jako członków ESBC¹⁴ oraz w sprawie nowelizacji statutów banków centralnych Estonii, Łotwy, Litwy, Słowacji i Szwecji związanej z Raportem o Konwergencji

EBC z 2004 r.¹⁵. Władze krajowe zasięgały również opinii EBC w kwestiach związanych z przestrzeganiem zakazu finansowania zawartego w art. 101 Traktatu, w tym w sprawie projektu ustawy upoważniającej Oesterreichische Nationalbank do złożenia na specjalnym rachunku MFV depozytu na rzecz redukcji ubóstwa i ułatwienia wzrostu w krajach dotkniętych katastrofami naturalnymi¹⁶ oraz projektu ustawy upoważniającej Banca d'Italia do otwarcia linii kredytowej na rzecz Republiki Libanu¹⁷. EBC stwierdził, że austriacki projekt ustawy nie narusza zakazu finansowania, ponieważ jest objęty zawartym w prawie wspólnotowym zwolnieniem dotyczącym finansowania przez banki centralne zobowiązań sektora publicznego wobec MFV¹⁸. W przypadku włoskiego projektu ustawy EBC stwierdził jednak, że proponowana forma finansowania jest objęta zakazem zawartym w Traktacie. W związku z tym projekt ustawy został przez włoskie władze wycofany.

Władze krajowe zasięgały opinii EBC w sprawie propozycji ustawodawczych dotyczących systemu nadzoru finansowego¹⁹. W swojej opinii na temat projektu ustawy ustanawiającej Česká národní banka jedynym organem nadzoru finansowego w Czechach EBC wyraził pogląd, że w obliczu coraz silniejszego zacierania się tradycyjnych granic

11 CON/2005/18 i CON/2005/17 z 3 czerwca 2005 r.

12 CON/2005/51. Opinii EBC w sprawie prawodawstwa krajowego ułatwiającego przyszłe wprowadzenie euro zasięgały również władze krajowe niektórych nowych państw członkowskich (w tym Litwy i Słowenii) (zob. CON/2005/38 i CON/2005/57).

13 Opinii EBC zasięgano również w sprawie innych ważnych projektów aktów prawnych UE omawianych w pozostałych częściach niniejszego Raportu Roczego. Wśród nich można wymienić propozycję dyrektywy w sprawie adekwatności kapitałowej (CON/2005/4) oraz propozycję decyzji Rady dotyczącej podpisania Konwencji Haskiej w sprawie papierów wartościowych przechowywanych przez pośrednika (CON/2005/7). Więcej informacji na ten temat znajduje się w podrozdziale 2 rozdziału 3.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

18 Zgodnie z art. 7 Rozporządzenia Rady (WE) nr 3603/93 z dnia 13 grudnia 1993 r. określającego definicję w celu zastosowania zakazów określonych w art. 101 Traktatu.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.

między sektorami bankowym, papierów wartościowych i ubezpieczeniowym oraz wynikających z tego wyzwań dla nadzoru ostrożnościowego i stabilności systemu finansowego, bank centralny odpowiedzialny za ogół rynków finansowych powinien radzić sobie lepiej niż kilku nadzorców, z których każdy ma ograniczone kompetencje w ramach konkretnego sektora finansowego. W osobnej opinii dotyczącej projektu czeskiej ustawy o upadłości²⁰ EBC z uznaniem przyjął fakt, że czyni ona Česká národní banka odpowiedzialnym za nadzór nad bankami w trudnej sytuacji finansowej oraz decyzję o wszczęciu postępowania upadłościowego wobec takich banków.

6.3 ADMINISTROWANIE OPERACJAMI ZACIĄGANIA I UDZIELANIA POŻYCZEK PRZEZ WSPÓLNOTĘ EUROPEJSKĄ

Zgodnie z art. 123 ust. 2 Traktatu oraz art. 9 Rozporządzenia Rady (WE) nr 332/2002 z 18 lutego 2002 r., EBC nadal odpowiada za administrowanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek przez Wspólnotę Europejską w ramach Mechanizmu Średnioterminowej Pomocy Finansowej. W 2005 r. EBC nie wykonał żadnych zadań administracyjnych. Na koniec 2004 r. nie odnotowano zaległych zobowiązań ani nieuregulowanych należności, a w 2005 r. nie zainicjowano żadnych nowych operacji.

20 CON/2005/36.

Ramka 9

USŁUGI ZARZĄDZANIA REZERWAMI W EUROSISTEMIE

W styczniu 2005 r. wprowadzono nowe zasady zarządzania denominowanymi w euro rezerwami walutowymi klientów Eurosystemu. Nowe zasady, które dotyczą banków centralnych, władz monetarnych oraz instytucji rządowych zlokalizowanych poza strefą euro, a także organizacji międzynarodowych, przewidują świadczenie kompleksowych usług, które umożliwiają uprawnionym klientom sprawne zarządzanie rezerwami walutowymi denominowanymi w euro. Usługi te obejmują zakres od udostępniania rachunków powierniczych oraz związanych z tym usług przechowywania i rozrachunku aż po usługi gotówkowe i inwestycyjne. Są one oferowane przez poszczególne banki centralne Eurosystemu (usługodawców Eurosystemu), pełniące rolę specjalnych usługodawców, na jednolitych warunkach, zgodnie z ogólnie przyjętymi standardami rynkowymi. Uprawnieni klienci mogą uzyskać pełny dostęp do usług objętych nowymi zasadami za pośrednictwem dowolnego spośród ww. usługodawców.

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

Uprawnieni klienci z uznaniem przyjęli nowe zasady. Z danych zebranych przez EBC wynika, że liczba klientów, którzy nawiązali relacje biznesowe z jednym z banków centralnych Eurosystemu wydaje się być reprezentatywna dla grupy uprawnionych klientów, do których skierowane są nowe zasady. Jeżeli chodzi o świadczone usługi, całkowite saldo gotówki lub papierów wartościowych utrzymywanych przez klientów w bankach centralnych Eurosystemu wzrosło w porównaniu ze stanem sprzed wprowadzenia nowych zasad. Dotyczy to

w szczególności zagranicznych rządowych papierów wartościowych należących do klientów (tj. papierów wyemitowanych przez rządy państw innych niż to, w którym znajduje się bank centralny, gdzie zostały zdeponowane). Klienci z uznaniem powitali również wprowadzenie w ramach nowych zasad automatycznej usługi inwestycji typu *overnight*, która pozwala inwestować pieniądze bezpośrednio u danego usługodawcy i/lub na rynku na atrakcyjnych warunkach.

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

Autor

Pep Agut

Tytuł

Read your voice, 2000

Material

Techniki mieszane

Format

190 x 195 cm

© ECB i autor



ROZDZIAŁ 3

STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA

I STABILNOŚĆ FINANSOWA

Eurosystem przyczynia się do sprawnej realizacji polityki prowadzonej przez właściwe władze krajowe w zakresie nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi oraz stabilności systemu finansowego. Oferuje również tym władzom i Komisji Europejskiej usługi doradcze w zakresie przepisów prawnych Wspólnoty i ich wdrażania w powyższych obszarach.

I.1 MONITOROWANIE STABILNOŚCI FINANSOWEJ

EBC, we współpracy z Komitetem Nadzoru Bankowego przy ESBC, monitoruje zagrożenia dla stabilności finansowej w celu określenia zdolności systemu finansowego do absorpcji wstrząsów¹. Uwaga skupiona jest na bankach, jako że są one nadal głównymi pośrednikami w procesie transferu środków od deponentów do kredytobiorców w strefie euro, a przez to ważnym kanałem, przez który zagrożenia te mogą się rozprzestrzenić na pozostałą część systemu finansowego. Jednak z uwagi na rosnące znaczenie innych instytucji finansowych i rynków oraz ich powiązań z bankami, słabości tych elementów składowych systemu finansowego mogą zostać przeniesione na banki. Z tego względu monitorowane są również procesy zachodzące w pozostałych ogniwach.

ZMIANY KONIUNKTURALNE

W 2005 r. wzrosła odporność systemu finansowego strefy euro. Instytucje finansowe skorzystały na wzroście aktywności gospodarczej na świecie, który postępował w dość szybkim tempie, mimo dalszych podwyżek cen ropy naftowej, oraz na ciągłej poprawie danych bilansowych dużych firm strefy euro. W tych warunkach jeszcze bardziej polepszyła się rentowność banków strefy euro, i nastąpiła poprawa bilansów zakładów ubezpieczeń. W przyszłości instytucje finansowe mogą jednak stanąć w obliczu zagrożeń wynikających na przykład z gwałtownej korekty stanów nierównowagi na świecie, podatności na korektę cen aktywów (które osiągnęły bardzo wysoki poziom

w wyniku nieustannego poszukiwania zysku) na niektórych rynkach [instrumentów] o stałym dochodzie oraz rynkach kredytowych, jak również możliwości kolejnych podwyżek cen ropy naftowej. Ponadto, bilanse gospodarstw domowych w niektórych krajach nadal są podatne na potencjalną korektę cen na rynku mieszkaniowym.

W sektorze bankowym strefy euro proces przywracania rentowności przez duże banki, zapoczątkowany w 2003 r., trwał nadal także w 2005 r., choć w przypadku banków, które zaczęły w 2005 r. stosować Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), trudniej jest dokonywać porównań z wcześniejszymi wskaźnikami rentowności. Co ważne, proces odzyskiwania rentowności był powszechny i objął również sektory bankowe tych krajów, w których w 2003 r. odnotowano wyniki poniżej średniej. Wzrost rentowności w 2005 r. wynikał głównie z ograniczenia rezerw, utrzymującego się wzrostu wartości udzielonych kredytów (przede wszystkim mieszkaniowych) dla sektora gospodarstw domowych oraz rozpoczynającego się ożywienia w zakresie udzielania kredytów dla sektora przedsiębiorstw. Redukcja kosztów, która przyczyniła się do poprawy rentowności banków w 2004 r., w 2005 r. okazała się mniejsza.

Rezerwy na kredyty stracone w 2005 r. nadal spadały. Wynikało to z niewielkiej liczby przypadków niewypłacalności w sektorach gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz tylko nieznacznego pogorszenia jakości aktywów banków; z kolei znaczne całkowite lub częściowe odpisy przeterminowanych kredytów z lat poprzednich ograniczyły (przynajmniej w niektórych krajach strefy euro) wpływ ryzyka kredytowego na bilanse banków. Ponadto są dowody na to, że wskaźnik pokrycia, tj. stosunek rezerw do niepracujących aktywów,

¹ Od końca 2004 r. EBC publikuje dwa razy do roku raport o stabilności systemu finansowego strefy euro pt. *Financial Stability Review*. W 2005 r. wydał również czwartą edycję publikacji *EU banking sector stability*, która prezentuje główne wnioski oparte na regularnym monitorowaniu stabilności sektora bankowego przez Komitet Nadzoru Bankowego. Publikacje te są dostępne w serwisie internetowym EBC.

spadł w 2005 r. Nie można jednak wykluczyć, że zmniejszony przyrost (a w niektórych krajach stan) rezerw może spowodować ich niedobór w przypadku nieprzewidzianego pogorszenia się cyklu kredytowego.

Jeżeli obserwowane w latach 2004-2005 szybsze tempo przyrostu kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa utrzyma się, może to zapewnić bankom pożądaną dywersyfikację ich źródeł dochodu i zmniejszyć ich zależność od sektora gospodarstw domowych. Jednak pomimo zwiększenia ilości kredytów, przychody netto z tytułu odsetek – podstawowy składnik rentowności banków – w 2005 r. nadal spadały w związku z ograniczeniem marż odsetkowych. Spadek ten był spowodowany spłaszczeniem krzywych dochodowości, utrzymującymi się niskimi stopami procentowymi oraz silną konkurencją między bankami o kredyty i depozyty. Jeżeli chodzi o pozaodsetkowe dochody netto, banki z reguły wykazywały wzrost przychodu zarówno z tytułu opłat i prowizji, jak i z tytułu działalności handlowej. W niektórych przypadkach powyższe przychody były wystarczająco wysokie, aby z nadwyżką zrekompensować mniejsze dochody z podstawowej działalności banków, tj. przekształcania terminów zapadalności.

Pomimo dalszej poprawy w niektórych krajach, najważniejsze regulacyjne współczynniki wypłacalności sektora bankowego strefy euro nie uległy zasadniczej zmianie w 2004 r. – ostatnim, za który dostępne są skonsolidowane dane. Dostępne dla niektórych dużych banków strefy euro dane nieskonsolidowane wskazują na pewną poprawę wskaźników wypłacalności w 2005 r.

W 2005 r. w branży ubezpieczeniowej w strefie euro ponownie zanotowano poprawę rentowności i wzmocnienie bazy kapitałowej, chociaż w związku z niskimi stopami procentowymi dochody z inwestycji były nadal niewielkie. Przyrost sum bilansowych w sektorze ubezpieczycieli osobowych i majątkowych był stymulowany poprawą



rentowności działalności ubezpieczeniowej wynikającą z surowej dyscypliny cenowej. W sektorze ubezpieczeń na życie do poprawy rentowności przyczyniły się niższe gwarantowane stopy zwrotu z produktów oszczędnościowych oraz spadek kosztów. Ponadto, trwające reformy powszechnych programów emerytalnych w strefie euro sprzyjały lokowaniu prywatnych oszczędności w produkty ubezpieczeń na życie. W sektorze reasekuracyjnym spadek wartości sprzedanych polis przyczynił się do zmniejszenia rentowności.

W 2005 r. branża globalnych funduszy zabezpieczających oraz inwestowania w przedsiębiorstwa nie giełdowe (ang. *private equity*) i kapitału wysokiego ryzyka nadal się rozwijała. Napływ środków do funduszy zabezpieczających trwał przez cały 2005 r., choć w drugim i trzecim kwartale nieco zmalał wskutek niższych stóp zwrotu notowanych w tym sektorze. W szczególności wyniki pewnych strategii kredytowych pogorszyły się wiosną 2005 r. w związku z obniżką poniżej poziomu inwestycyjnego ocen wiarygodności kredytowej dwóch dużych amerykańskich producentów samochodów. Ponadto, biorąc pod uwagę rosnące zaangażowanie funduszy zabezpieczających na rynkach instrumentów o względnej wartości (ang. *relative value instruments*) oraz złożonych strukturyzowanych produktów kredytowych, nie można wykluczyć,

że w przypadku dalszej zmienności rynków kredytowych banki mogą być w przyszłości narażone na straty związane z inwestycjami w fundusze zabezpieczające. Niedawne badania dotyczące zaangażowania banków UE wobec funduszy zabezpieczających² wykazały jednak, że w większości krajów istniejące bezpośrednie zagrożenie było, ogólnie rzecz biorąc, umiarkowane w porównaniu do wysokości sum bilansowych banków oraz zaangażowania podobnych banków amerykańskich. Odzwierciedla to fakt, że globalny rynek brokerski jest nadal w dużej mierze opanowany przez amerykańskie instytucje finansowe. Niemniej jednak wciąż ważne jest, by banki w sposób odpowiedni zarządzały ryzykiem związanym z funduszami zabezpieczającymi.

ZMIANY STRUKTURALNE

Zmiany strukturalne w sektorze bankowym mogą mieć w dłuższym okresie istotny wpływ na stabilność finansową, na przykład poprzez zmiany w warunkach konkurencji lub poprzez rosnące umiędzynarodowienie. W sektorze bankowym strefy euro dokonują się obecnie ważne zmiany strukturalne dotyczące konsolidacji, umiędzynarodowienia, pośrednictwa finansowego i struktury finansowania. Chociaż struktura rynków bankowych w strefie euro nadal jest zróżnicowana, jeżeli chodzi o poziom koncentracji, strukturę własnościową, obecność inwestorów zagranicznych oraz rozmiar i znaczenie kanałów dystrybucji usług, sytuacja może się zmienić wskutek zwiększonej liczby fuzji i przejęć w sektorze oraz innych zmian strukturalnych³.

Tempo konsolidacji – zarówno na poziomie krajowym, jak i transgranicznym – w ostatnich latach zmniejszyło się, czego dowodzi niewielka liczba fuzji i przejęć oraz wolniejsze zmniejszanie się liczby instytucji kredytowych⁴. W 2005 r. doszło jednak do kilku transgranicznych fuzji i przejęć na dużą skalę, co potwierdza ponowne zainteresowanie konsolidacją transgraniczną, które pojawiło się w 2004 r. W niektórych państwach członkowskich krajowa konsolidacja dużych

banków może stopniowo zbliżać się ku końcowi, ponieważ ich rynki bankowe wykazują już bardzo wysoki stopień koncentracji. W tych krajach podstawową strategią ekspansji – oprócz zasadniczego wzrostu – stała się, mimo istniejących nadal barier, konsolidacja transgraniczna.

Pojawiły się również oznaki stopniowych zmian w strukturze bilansów banków – przyrost kredytów jest szybszy od wzrostu depozytów. Ta tendencja może odzwierciedlać zmniejszoną atrakcyjność depozytów dla gospodarstw domowych w sytuacji utrzymywania się niskich stóp procentowych oraz zmieniających zależności pomiędzy ryzykiem a stopą zwrotu, jak również czynników strukturalnych, takich jak: zmieniające się uwarunkowania demograficzne, które zwiększają znaczenie prywatnych produktów emerytalnych i ubezpieczeniowych. Wskutek pojawienia się tej tendencji banki w coraz większym stopniu uciekają się do finansowania za pośrednictwem rynków międzybankowych i za pomocą instrumentów rynku kapitałowego.

Banki strefy euro wydają się również w większym stopniu przenosić ryzyko do innych sektorów gospodarki, zamiast jedynie pośredniczyć między kredytodawcami a kredytobiorcami, a niektóre zdają się odchodzić od świadczenia zintegrowanych usług finansowych. Finansowanie bankowe pozostaje jednak dominującą formą pośrednictwa finansowego w strefie euro⁵.

2 *Large EU banks' exposures to hedge funds*, EBC, listopad 2005 r.

3 Bardziej szczegółowa analiza zmian strukturalnych w sektorach bankowych UE i strefy euro znajduje się w raporcie Komitetu Nadzoru Bankowego zatytułowanym *EU banking structures* z października 2005 r. oraz w artykule *Consolidation and diversification in the euro area banking sector*, zamieszczonym w wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z maja 2005 r.

4 Liczba instytucji kredytowych w 2004 r. zmniejszyła się o 2,8% oraz o 2,3% w 2005 r. (w skali rocznej, ekstrapolacja na podstawie danych do trzeciego kwartału włącznie), osiągając poziom nieznacznie poniżej 6.300.

5 W 2005 r. stosunek kredytów krajowych do PKB wyniósł 115%, podczas gdy stosunek kapitalizacji rynku akcji do PKB osiągnął 68%.

Na koniec można zaobserwować, że banki uelastyczniają swoje struktury organizacyjne, zlecając podwykonawcom wykonywanie zadań, które nie są związane z podstawowymi obszarami ich działalności oraz specjalizując się w wykonywaniu zadań wynikających z realizacji konkretnego etapu cyklu usługowego – opracowywaniu, produkcji, dystrybucji lub rozliczeniach.

Ogólnie rzecz biorąc, rola banków w strefie euro ulega stopniowej ewolucji. Rośnie znaczenie bezpośredniego finansowania na rynku kapitałowym, a podmioty świadczące nietradycyjne usługi finansowe mogą zwiększyć swój udział w pewnych dziedzinach bankowości, usprawniając tym samym system finansowy strefy euro i zmieniając sytuację w zakresie ryzyka.

I.2 WSPÓŁPRACA W SYTUACJACH KRYZYSU FINANSOWEGO

Ramy regulacyjne UE dotyczące współpracy między właściwymi władzami w zakresie zarządzania w sytuacjach kryzysu finansowego podlegały dalszemu doskonaleniu w 2005 r.

Po pierwsze, w maju organy nadzoru bankowego, banki centralne oraz ministrowie finansów państw UE wypracowali porozumienie dotyczące współpracy w sytuacjach kryzysu finansowego, które weszło w życie 1 lipca. Porozumienie – przyjęte pod egidą Komitetu Ekonomiczno-Finansowego (*Economic and Financial Committee*) – dotyczy sytuacji kryzysowych, które mogą mieć konsekwencje transgraniczne i systemowe dla instytucji kredytowych, grup bankowych lub banków wchodzących w skład grup finansowych, jak również wywoływać inne zakłócenia systemowe o transgranicznych skutkach dla rynków finansowych – w tym zakłócenia dotyczące systemów płatniczych lub innej części infrastruktury rynkowej. Zasady i procedury określone w porozumieniu dotyczą wymiany informacji, opinii oraz ocen między władzami, jak również współpracy na

poziomie krajowym i transgranicznym. W celu utrzymania lepszej współpracy między władzami porozumienie zawiera również ustalenia dotyczące opracowywania awaryjnych planów zarządzania w sytuacjach kryzysowych, jak również testów w warunkach skrajnych i ćwiczeń symulacyjnych. Funkcjonowanie samego porozumienia zostanie przetestowane podczas symulacji kryzysu zaplanowanej na 2006 r.

Po drugie, Komitet Nadzoru Bankowego (KNB) (*Banking Supervision Committee – BSC*) wspólnie z Komitetem Europejskich Nadzorców Bankowych (KENB) (*Committee of European Banking Supervisors – CEBS*) rozważały dalsze możliwości udoskonalenia systemu zarządzania kryzysowego w zakresie praktyk banków centralnych i władz nadzorczych, dotyczących radzenia sobie w sytuacjach transgranicznych kryzysów finansowych.

2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR

2.1 ZAGADNIENIA OGÓLNE

W lipcu 2005 r. Komisja Europejska udostępniła do publicznych konsultacji Zieloną Księgę poświęconą polityce w dziedzinie usług finansowych na lata 2005–2010. W ramach swojego wkładu w te konsultacje Eurosystem podkreślił, że przy udoskonalaniu zasad nadzoru finansowego w UE należy w jak największym stopniu wykorzystać potencjał procedury Lamfalussy'ego⁶. Eurosystem wyraził również swoją wolę dalszego udoskonalenia zasad finansowych przy wykorzystaniu najważniejszych elementów tej procedury. Możliwe jest wyraźniejsze rozróżnienie pomiędzy zasadami podstawowymi (akty prawne poziomu 1) a szczegółami technicznymi (akty prawne poziomu 2). Powinna temu towarzyszyć dalsza konwergencja praktyk nadzorczych, która również odgrywa ważną rolę w zapewnieniu spójnego egzekwowania wymogów w poszczególnych państwach członkowskich. Stwierdzono też, że dla grup finansowych działających ponad granicami państw szczególnie ważna jest sprawna i konsekwentna współpraca między organami państwa macierzystego i goszczącego. Jeżeli chodzi o kwestie stabilności finansowej, Eurosystem wskazał obszary, które można udoskonalić: monitorowanie stabilności finansowej w obrębie różnych krajów i sektorów finansowych, zarządzanie w warunkach stresu finansowego (ang. *financial stress*) oraz ubezpieczenia depozytów.

2.2 BANKOWOŚĆ

Po publikacji w czerwcu 2004 r. znowelizowanych zasad międzynarodowej konwergencji pomiarów kapitału i standardów kapitałowych (ang. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*), powszechnie znanych jako Nowa Metodologia Kapitałowa lub Bazylea II, Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (BKNB) (*Basel Committee on Banking Supervision – BCBS*) skoncentrował się na

najważniejszych kwestiach związanych z ich wdrożeniem. BKNB prowadził również prace dotyczące wielu specjalistycznych zagadnień.

Na szczeblu europejskim zasady Nowej Metodologii Kapitałowej zostały wprowadzone do prawodawstwa UE w drodze nowelizacji skodyfikowanej dyrektywy bankowej (*Codified Banking Directive*) i dyrektywy w sprawie adekwatności kapitałowej (*Capital Adequacy Directive*). Parlament Europejski oraz Rada UE przyjęły ostateczne teksty aktów prawnych odpowiednio we wrześniu i październiku 2005 r. Państwa członkowskie będą musiały znowelizować prawodawstwo krajowe w celu uwzględnienia nowych zasad, które wejdą w życie w 2007 r. Ponadto pod koniec 2005 r. BKNB po raz piąty przeprowadził badanie wpływu ilościowego nowych zasad kapitałowych (znane jako QIS5). Wyniki zostaną opublikowane wiosną 2006 r. i mogą doprowadzić do dalszych ilościowych korekt regulacji. W badaniach uczestniczył również KENB.

EBC nadal wspiera prace BKNB i wnosi do nich swój wkład, uczestnicząc jako obserwator w działaniach komitetu oraz jego najważniejszych organach. Ponadto EBC wydał opinię w sprawie nowych regulacji kapitałowych UE, w której poparł ogólny kształt nowych zasad.

EBC przeanalizował również możliwe skutki wzrostu transgranicznej aktywności bankowej w UE dla prowadzonej polityki, pod kątem zagwarantowania stabilności finansowej. Analiza, dokonana głównie przez Komitet Nadzoru Bankowego (KNB), obejmuje obszary nadzoru finansowego, zarządzania kryzysowego, monitorowania stabilności finansowej oraz metod gwarantowania depozytów. Wyniki uzyskane w tej ostatniej dziedzinie okazały się przydatne dla celów dokonywanego obecnie przez Komisję

⁶ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 lutego 2001 r. Raport jest dostępny w serwisie internetowym Komisji Europejskiej. Zob. również Raport Roczny EBC za 2003 r., s. 111.

Europejską przeglądu dyrektywy o systemach gwarantowania depozytów (*Deposit Guarantee Schemes Directive*)⁷.

2.3 PAPIERY WARTOŚCIOWE

W 2005 r. działania związane z sektorem papierów wartościowych koncentrowały się głównie na usunięciu luk w regulacjach prawnych UE poprzez przyjęcie pozostałych przepisów wykonawczych poziomu 2 wdrażających dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych (*Market in Financial Instruments Directive*) oraz dyrektywę w sprawie przejrzystości (*Transparency Directive*). Z uwagi na znaczenie tych przepisów dla integracji europejskich rynków finansowych i zwiększenia stabilności finansowej EBC uważnie śledzi postęp prac w tej dziedzinie oraz wnosi swój wkład poprzez udział w pracach Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (*European Securities Committee*).

Eurosystem uczestniczył w debacie dotyczącej przeglądu procesu Lamfalussy'ego odpowiadając na wstępną ocenę przedstawioną do publicznych konsultacji przez Komisję Europejską. Eurosystem potwierdził swoje poparcie dla procedury Lamfalussy'ego, w szczególności kładąc nacisk na fakt, że powinna ona być wykorzystana w celu udoskonalenia dotychczasowych wymogów regulacyjnych oraz opracowania jednolitego zestawu zharmonizowanych zasad technicznych, które zaspokoją potrzeby zarówno organów regulacyjnych, jak i uczestników rynku. Ten jednolity zestaw zharmonizowanych zasad powinien stanowić jedyne źródło praw i obowiązków uczestników rynku oferujących usługi transgraniczne w zakresie nim objętym.

Eurosystem wziął również udział w debacie o udoskonaleniu zasad UE dotyczących funduszy inwestycyjnych, zapoczątkowanej przez przedstawioną 12 lipca 2005 r. do publicznych konsultacji Zieloną Księgę Komisji Europejskiej. Eurosystem podkreślił fakt, że

dalsze wysiłki na rzecz usunięcia pozostałych barier administracyjnych i prawnych mogą doprowadzić do dalszej konsolidacji europejskiej branży funduszy inwestycyjnych oraz ulepszenia oferowanych produktów, co przyniesie korzyści zarówno inwestorom, jak i rynkowi finansowemu UE. Jeżeli chodzi o fundusze zabezpieczające, Eurosystem podtrzymał swoje dotychczasowe stanowisko przyjęte na szczeblu międzynarodowym, że kwestie stabilności finansowej związane z działalnością tych funduszy powinny być rozwiązywane przede wszystkim na etapie ich współdziałania z podmiotami regulowanymi, w szczególności bankami.

2.4 RACHUNKOWOŚĆ

1 stycznia 2005 r. weszło w życie Rozporządzenie Rady (WE) nr 1606/2002, zobowiązujące wszystkie spółki giełdowe, w tym banki, do sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych zgodnie z MSSF. Mając na uwadze znaczenie, jakie mają właściwe standardy rachunkowości dla stabilności finansowej, EBC nadal wykazywał aktywność w pracach związanych z wdrożeniem nowych zasad rachunkowości w UE.

W pierwszej połowie roku skoncentrowano się na wprowadzeniu w Międzynarodowym Standardzie Rachunkowości nr 39 (MSR 39) nowej opcji pozwalającej na stosowanie wartości godziwej⁸ przy wycenie wszystkich rodzajów instrumentów finansowych. Jest ona ogólnie znana jako opcja wyceny według wartości godziwej. W konstruktywnym dialogu między EBC, BKNB oraz Radą Międzynarodowych Standardów

7 *Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC)*, Komisja Europejska, 14 lipca 2005 r. Dokument konsultacyjny jest dostępny w serwisie internetowym Komisji.

8 Wartość godziwa to kwota, za jaką możliwa jest wymiana danego składnika aktywów lub uregulowanie zobowiązania na warunkach rynkowych bezpośrednio między dobrze poinformowanymi i zainteresowanymi stronami transakcji (ang. *arm's length transaction*). W praktyce wartość godziwa jest często równa notowanej cenie rynkowej lub jest szacowana przy użyciu techniki wyceny polegającej na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych.

Rachunkowości (RMSR) (*International Accounting Standards Board – IASB*) zanotowano postęp, w wyniku którego Prezes EBC wystosował w kwietniu 2005 r. list do RMSR popierający proponowaną nowelizację MSR 39. Nowelizacja ta została wprowadzona przez RMSR w czerwcu 2005 r.

wprowadzenia MSSF dla stabilności finansowej oraz na kwestii, czy standardy te skutecznie przyczyniają się do dalszego zwiększenia stabilności finansowej.

W tym kontekście, EBC przyczynił się również – przez swój udział w charakterze obserwatora prac zespołu zadaniowego ds. rachunkowości BKNB – do powstania wskazówek nadzorczych opracowanych przez ten zespół. W lipcu 2005 r. BKNB przedstawił do konsultacji dokument zatytułowany *Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards* [Wytyczne nadzoru nt. zastosowania opcji wartości godziwej przez banki zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej] zawierający wskazówki nadzorcze dotyczące wykorzystania opcji wyceny według wartości godziwej przez banki zgodnie z MSSF, który – z perspektywy nadzorczej – wiąże wykorzystanie opcji wyceny według wartości godziwej z dobrymi praktykami zarządzania ryzykiem⁹.

W kwietniu 2005 r. kuratorzy Fundacji Komitetu Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (FKMSR) (*International Accounting Standards Committee Foundation – IASCF*) zakończyli przegląd konstytucji FKMSR. W odpowiedzi na uwagi zgłoszone w okresie konsultacyjnym (również przez EBC) Fundacja postanowiła powołać nową, zmienioną Radę ds. Standardów (*Standards Advisory Council*), której zadaniem będzie udzielanie ogólnych wskazówek strategicznych, oraz Grupę Doradczą ds. Nominacji Kuratorów (*Trustee Appointments Advisory Group*), z którą będą konsultowane nominacje nowych kuratorów. EBC ma przedstawicieli w obu tych organach.

W drugim kwartale 2005 r. KNB rozpoczął prace nad analizą powiązań zachodzących między rachunkowością a stabilnością finansową. Skupiają się one na skutkach

⁹ Wytyczne nadzorcze nie wprowadzają żadnych dodatkowych wymogów w zakresie rachunkowości.

3 INTEGRACJA FINANSOWA

W ramach swoich podstawowych zadań Eurosystem jest żywotnie zainteresowany finansową integracją w Europie, a w szczególności w strefie euro. Po pierwsze, dobrze zintegrowany system finansowy wspomaga płynną i skuteczną transmisję polityki pieniężnej w obrębie całej strefy euro. Po drugie, integracja finansowa oddziałuje również na zadania Eurosystemu dotyczące zapewnienia stabilności finansowej. Jest również ważna dla skutecznego działania systemów płatniczych i sprawnego funkcjonowania systemów rozrachunku. Ponadto, zgodnie z art. 105 Traktatu, Eurosystem wspiera, bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ogólne polityki gospodarcze we Wspólnocie. Integracja finansowa, która jest priorytetowym celem Wspólnoty, może wspomóc rozwój systemu finansowego, zwiększając tym samym potencjał wzrostu gospodarczego.

Ogólnie rzecz biorąc, Eurosystem rozróżnia cztery rodzaje działań, poprzez które przyczynia się do wzrostu integracji finansowej: (a) zwiększanie świadomości w zakresie europejskiej integracji finansowej i monitorowanie jej postępów; (b) występowanie w charakterze katalizatora działalności sektora prywatnego przez wspieranie zbiorowych działań; (c) doradztwo w zakresie ram regulacyjnych i prawnych systemu finansowego oraz (d) świadczenie przez banki centralne usług sprzyjających europejskiej integracji finansowej. W 2005 r. EBC nadal podejmował inicjatywy w powyższych czterech dziedzinach. Działania te zostały szczegółowo omówione poniżej. Oprócz tego EBC kontynuował również prace badawcze nad integracją finansową (zob. ramka 10).

Ramka 10

SIEĆ BADAWCZA DS. RYNKÓW KAPITAŁOWYCH ORAZ INTEGRACJI FINANSOWEJ W EUROPIE

EBC oraz Centrum Studiów Finansowych (CSF) (*Center for Financial Studies – CFS*) we Frankfurcie nadal prowadziły działania w ramach wspólnej sieci badawczej zajmującej się rynkami kapitałowymi i integracją finansową w Europie¹. W obecnej – drugiej – fazie zakres działalności badawczej rozszerzono o trzy priorytetowe obszary: (a) związek między integracją finansową a stabilnością finansową; (b) przystąpienie nowych państw do UE, rozwój finansowy a integracja finansowa oraz (c) modernizacja systemu finansowego a wzrost gospodarczy w Europie.

Pierwsza konferencja w drugiej fazie działalności sieci odbyła się w Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique w Brukseli w maju 2005 r.; jej współorganizatorem było Centrum ds. Badań nad Polityką Gospodarczą (CBPG) (*Centre for Economic Policy Research – CEPR*). Odbywająca się pod hasłem „Konkurencja, stabilność i integracja w bankowości europejskiej” (*Competition, stability and integration in European banking*) konferencja dotyczyła w szczególności priorytetowych prac sieci w zakresie konkurencji i geograficznego zasięgu bankowości, jak również integracji oraz stabilności finansowej.

Jednym z najważniejszych tematów poruszonych na konferencji była bankowość transgraniczna w Europie. Analizy dotyczące wchodzenia banków zagranicznych na rynki wschodzące (Europy Środkowej i Wschodniej, Rosji oraz Ukrainy) wskazywały na to, że kredyty udzielane przez banki zagraniczne w tych krajach stymulują rozwój firm pod względem obrotów i wartości

¹ Więcej informacji o działaniach sieci w poprzednich latach znajduje się w ramce 10 Raportu Roczного EBC za 2003 r. oraz w ramce 12 Raportu Roczного EBC za 2004 r., jak również w serwisie internetowym sieci badawczej pod adresem: www.eu-financial-system.org.

aktywów². Dotyczy to nawet mniejszych firm, choć w kategoriach względnych ich udział w rynku maleje. Ponadto obecność banków zagranicznych ma pozytywny wpływ na dostępność kredytów, ponieważ krajowe firmy korzystają z niższego oprocentowania, zwiększając stosunek zadłużenia do wartości aktywów oraz wydłużają czas zapadalności po stronie pasywów. Wejście na rynek banków zagranicznych wydaje się również sprzyjać wzrostowi dynamiki lub „twórczej destrukcji” w przemyśle – zwiększa się liczba powstających i upadających firm.

Druga konferencja w drugiej fazie działalności sieci została zorganizowana w listopadzie 2005 r. w Wiedniu przy współpracy z Oesterreichische Nationalbank, który był również jej gospodarzem. Głównym tematem konferencji był „Rozwój rynków finansowych, integracja oraz stabilność w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej” (*Financial development, integration and stability in Central, Eastern and South-Eastern Europe*). Omawiano w szczególności priorytetowe badania sieci dotyczące przystąpienia do UE, rozwoju rynku finansowego i integracji finansowej. Główne wyniki wskazują na coraz silniejszą integrację (nadal niewielkich) rynków akcji większych krajów Europy Środkowej i Wschodniej (EŚW) – Czech, Węgier i Polski – z rynkami akcji strefy euro. Nie ma to miejsca w przypadku rynków akcji mniejszych krajów EŚW. Stosunkowo niewiele danych wskazuje na integrację rynków obligacji skarbowych krajów EŚW z rynkami strefy euro.

Sieć będzie kontynuować swoją działalność w 2006 r. Deutsche Bundesbank będzie gospodarzem konferencji dotyczącej priorytetowego obszaru modernizacji systemu finansowego oraz wzrostu gospodarczego w Europie, a Banco de España będzie gościć konferencję na temat integracji i stabilności finansowej.

2 Dokumenty Robocze EBC, nr 498, czerwiec 2005 r.

MONITOROWANIE INTEGRACJI FINANSOWEJ

We wrześniu 2005 r. EBC opublikował pierwszy raport i pierwszy zestaw wskaźników integracji finansowej. Stanowią one ogólną ocenę stopnia integracji finansowej najważniejszych segmentów rynku finansowego strefy euro. W odniesieniu do oceny integracji finansowej, rynek określonych instrumentów czy usług finansowych jest uważany za w pełni zintegrowany, jeżeli wszystkie podmioty gospodarcze o tych samych istotnych cechach obecne na tym rynku podlegają jednemu zestawowi zasad, mają taki sam dostęp do tego rynku i są w taki sam sposób traktowane. Rozważano dwie szerokie kategorie wskaźników – oparte na cenie oraz ilości. Wskaźniki były albo obliczane (w przypadku odchyłeń standardowych i współczynników), albo oparte na modelach (wyprowadzone z modeli ekonometrycznych). Zestaw wskaźników będzie dalej poszerzany – w szczególności zostaną dodane wskaźniki dotyczące instytucji finansowych oraz infrastruktury rynku.

Dostępne dane wskazują, że stopień integracji jest bardzo zróżnicowany w zależności od segmentu rynku. Niezabezpieczony rynek pieniężny zintegrował się w pełni wkrótce po wprowadzeniu euro. Wyrazny postęp nastąpił również w integracji rynku transakcji z przyrzeczeniem odkupu (repo). Rynki obligacji skarbowych były w dużej mierze zintegrowane jeszcze przed wdrożeniem Unii Walutowej, choć nadal występują pewne różnice rentowności, które odzwierciedlają m.in. różnice w ocenie wiarygodności kredytowej emitentów oraz płynności obligacji. Rynek obligacji przedsiębiorstw również wykazuje wysoki stopień integracji, nastąpił też postęp w zakresie integracji rynku akcji. Rynki bankowe (szczególnie segment detaliczny) są z reguły zintegrowane w znacznie mniejszym stopniu. Ogólnie w strefie euro nadal występują różnice między poszczególnymi krajami w zakresie oprocentowania kredytów i depozytów bankowych (zob. ramka 11).

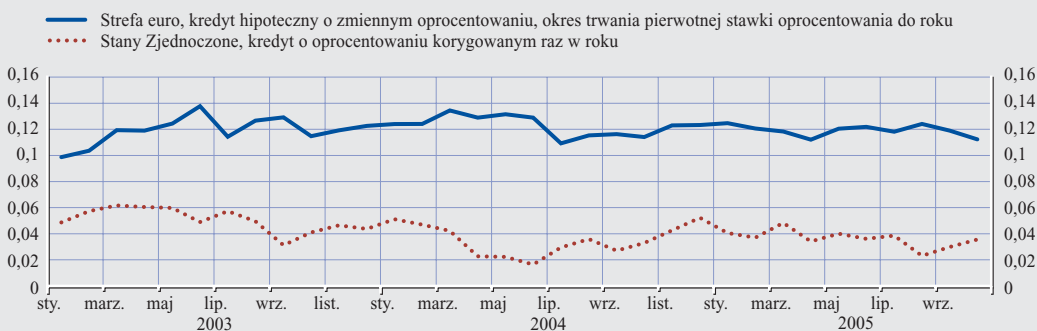
Ramka II

PORÓWNANIE OPROCENTOWANIA KREDYTÓW HIPOTECZNYCH W POSZCZEGÓLNYCH REGIONACH STREFY EURO I STANÓW ZJEDNOCZONYCH

W niniejszej ramce przeanalizowano stopień zróżnicowania oprocentowania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w krajach strefy euro. Wniosek, że oprocentowanie kredytów hipotecznych w krajach strefy euro wykazuje ogólnie większe zróżnicowanie niż oprocentowanie w różnych regionach Stanów Zjednoczonych może sugerować, że rynek hipoteczny strefy euro jest mniej zintegrowany. Należy jednak zauważyć, że dane amerykańskie wykorzystane w tej analizie nie obejmują zróżnicowania pomiędzy stanami wchodzącymi w skład regionów.

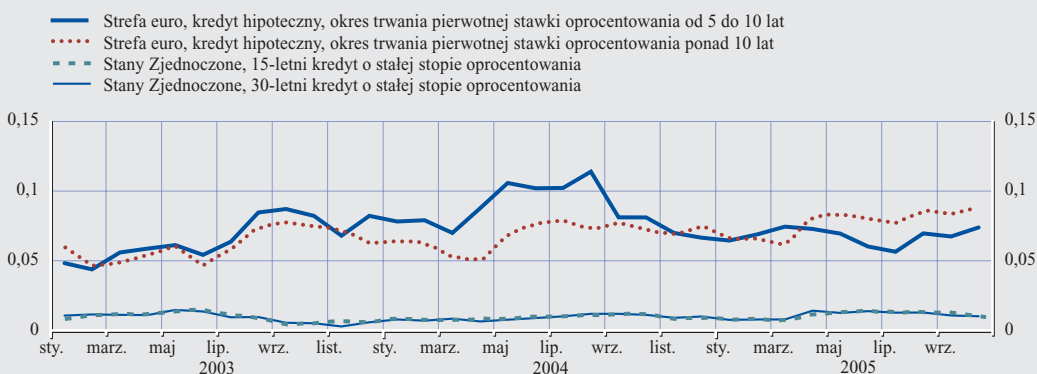
Wykres A Zróżnicowanie zmiennego i krótkoterminowego oprocentowania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych oraz odpowiedniego oprocentowania rynkowego w regionach Stanów Zjednoczonych i krajach strefy euro

(oprocentowanie dla nowych klientów, współczynnik zmienności)



Wykres B Zróżnicowanie oprocentowania długoterminowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych oraz odpowiedniego oprocentowania rynkowego w regionach Stanów Zjednoczonych i krajach strefy euro

(oprocentowanie dla nowych klientów, współczynnik zmienności)



Źródła: Freddie Mac, Primary Mortgage Market Survey i EBC.

Uwaga: W celu uniknięcia przypadkowych ruchów stóp wskutek niewielkich/zmiennych wolumenów, zróżnicowanie dla strefy euro obliczono przy uwzględnieniu wyłącznie krajów o znacznych wolumenach. Zróżnicowanie dla Stanów Zjednoczonych zmierzono przy uwzględnieniu pięciu regionów (północno-wschodniego, południowo-wschodniego, środkowo-północnego, południowo-zachodniego i zachodniego). Nie można wykluczyć, że zróżnicowanie wewnątrz regionów (tzn. pomiędzy stanami Stanów Zjednoczonych) nie zostało w pełni uwzględnione oraz że wskaźniki zróżnicowania dla USA byłyby nieco wyższe, gdyby uwzględniono zróżnicowanie wewnątrz regionów. Na stopień zróżnicowania może też wpływać rozmiar próby.

Różnicami w strukturze finansowania kredytów hipotecznych, które mają prawdopodobnie wpływ na rodzaj oferowanych produktów, można tłumaczyć niektóre różnice w oprocentowaniu kredytów mieszkaniowych w strefie euro. Rynek hipoteczny strefy euro jest nadal niejednorodny z punktu widzenia finansowania – począwszy od finansowania depozytami, obligacjami zabezpieczonymi hipoteką (ang. *mortgage covered bonds*) lub papierami wartościowymi zabezpieczonymi hipoteką (ang. *mortgage-backed securities*). Oprocentowanie kredytów hipotecznych może też się wahać w zależności od cech produktów, okresów, stosowania stałej stopy procentowej i preferencji klientów (co ilustrują różne okresy kredytowania oraz różne relacje wartości kredytu do wartości nieruchomości, którą jest on zabezpieczony [nazywane współczynnikiem hipoteki]), jak również roli regulacji rządowych i rynkowych.

W tej sytuacji, zróżnicowanie oprocentowania kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w poszczególnych krajach strefy euro w okresie od stycznia 2003 r. do października 2005 r. było znacznie większe niż regionalne zróżnicowanie oprocentowania kredytów w Stanach Zjednoczonych (zob. wykresy A i B).

WYSTĘPOWANIE W CHARAKTERZE KATALIZATORA DZIAŁAŃ SEKTORA PRYWATNEGO

Opracowana i wdrażana przez Stowarzyszenie Rynków Finansowych (SRF) (*the Financial Markets Association – ACI*) inicjatywa dotycząca krótkoterminowych europejskich papierów wartościowych (*Short-term European Paper Initiative – STEP*) ma na celu doprowadzenie do ujednoczenia norm na niejednorodnych europejskich rynkach krótkoterminowych papierów wartościowych poprzez podporządkowanie się uczestników rynku postanowieniom konwencji STEP, dotyczącym ujawniania informacji, dokumentacji, rozrachunku oraz dostarczania danych. Od maja 2005 r. Europejska Federacja Bankowa (EFB) (*European Banking Federation – EBF*) wspomaga SRF w realizacji tej inicjatywy. Będzie ona miała bezpośredni wkład w funkcjonowanie rynku STEP. Pierwszy program emisji pod znakiem STEP ma zostać przeprowadzony na początku 2006 r.

EBC wspiera tę inicjatywę występując w charakterze katalizatora, na przykład tworząc forum dyskusyjne i udostępniając swój serwis internetowy do celów publicznych konsultacji SRF. Eurosystem zapewni również wsparcie operacyjne. W lipcu 2004 r. Rada Prezesów postanowiła w zasadzie poprzeć działania związane ze znakiem STEP przez pierwsze dwa lata od jego wprowadzeniu. Zarządzany przez

EFB Sekretariat STEP będzie przyznawał znak STEP przy wsparciu kilku krajowych banków centralnych strefy euro. Rada Prezesów zdecydowała również, po dokonaniu oceny efektywności procesu gromadzenia danych, zaakceptować wnioski dotyczące przygotowywania i publikowania na bieżąco danych statystycznych STEP dotyczących rentowności i wolumenów.

W 2005 r. EBC w stały sposób wspierał projekt Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (JOPE) (*Single Euro Payments Area – SEPA*), przede wszystkim działając na rzecz terminowego zakończenia pierwszego etapu JOPE, czyli umożliwienia obywatelom strefy euro korzystania – do 1 stycznia 2008 r. – z instrumentów płatniczych JOPE do celów przelewów uznaniowych, poleceń zapłaty oraz transakcji kartami płatniczymi równoległe z istniejącymi krajowymi instrumentami płatniczymi. Ponadto EBC obserwował prace sektora bankowego na rzecz zakończenia drugiego etapu tzn. stworzenia do końca 2010 r. pełnowartościowej infrastruktury JOPE do celów przelewów uznaniowych, poleceń zapłaty oraz transakcji kartami płatniczymi. EBC aktywnie wspierał Europejską Radę ds. Płatności (ERP) (*European Payments Council – EPC*). Działania Eurosystemu i EPC były koordynowane na wysokim szczeblu podczas zebrań Grupy Kontaktowej ds. Strategii

Płatności w Euro (*Contact Group on Euro Payments Strategy*). Aby zapewnić zaangażowanie wszystkich udziałowców, Eurosystem zorganizował wiele spotkań z użytkownikami JOPE – w tym z organizacjami konsumenckimi, małymi i średnimi przedsiębiorstwami, przedstawicielami handlu detalicznego oraz dyrektorami finansowymi przedsiębiorstw. Zapoczątkowano również dialog z bankami na temat najlepszego sposobu spełnienia oczekiwań i wymogów powyższych grup w ramach projektu JOPE. EBC uważa prace ERP nad określeniem standardów oraz zasad biznesowych dotyczących kart płatniczych, przelewów uznaniowych i poleceń zapłaty w ramach JOPE za bardzo ważne osiągnięcie. Nadal niezbędne jest jednak prowadzenie intensywnych prac mających na celu przezwyciężenie barier między krajami i spełnienie różnych wymagań użytkowników. Wobec perspektywy migracji krajowych płatności do instrumentów JOPE, poczynając od 2008 r., EBC zainicjował dialog na wysokim szczeblu między bankami centralnymi Eurosystemu a najważniejszymi instytucjami kredytowymi strefy euro w celu zapewnienia, że zaangażują się one w inwestycje związane z projektem JOPE oraz realizację jego celów.

EBC przeprowadził prawną i ekonomiczną analizę kosztów obsługi naliczanych przez organizacje obsługujące płatności kartami w strefie euro. Ponadto, w ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnymi, EBC przeprowadził badania dotyczące nowatorskich technik płatności elektronicznych, które objęły ponad sto różnych systemów płatności elektronicznych. Wyniki tego badania zostaną opublikowane w 2006 r.

W dziedzinie rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych występuje silna konkurencja między uczestnikami rynku, którzy oferują różne rozwiązania integracyjne. Chociaż Eurosystem zajmuje neutralne stanowisko wobec konkretnych rozwiązań, zdecydowanie popiera dalszą integrację. W tym kontekście dwa razy do roku organizowano spotkania

z grupą kontaktową zrzeszającą przedstawicieli sektora bankowego oraz rozrachunku papierów wartościowych (*Contact Group on Euro Securities Infrastructures*), podczas których omawiano zagadnienia związane z integracją sektora rozrachunku papierów wartościowych w strefie euro. Organizowano również spotkania z organizacjami branżowymi. Ponadto EBC uczestniczył w pracach Grupy Ekspertów ds. Doradztwa i Monitorowania Rozliczeń i Rozrachunków (*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group*) oraz Grupy do Spraw Prawnych (*Legal Certainty Group*), które zostały powołane przez Komisję Europejską odpowiednio w latach 2004 i 2005. Prace dotyczyły usunięcia piętnastu barier integracji (technicznych, rynkowych, podatkowych i prawnych) rozpoznanych przez Grupę Giovanniniego.

Europejska Umowa Ramowa (EUR) (*European Master Agreement – EMA*) jest inicjatywą mającą umożliwić obrót transgraniczny na mocy ramowej umowy prawnej. Jest to wielojęzyczna umowa, dostosowana do wielu systemów prawnych i obejmująca wiele produktów, której postanowienia dotyczą w szczególności umów z przyrzeczeniem odkupu, wymiany walutowej, instrumentów pochodnych oraz pożyczek papierów wartościowych. EBC, który brał udział w opracowywaniu projektu umowy, wykorzystuje ją od 2001 r. w transakcjach ze wszystkimi europejskimi partnerami zakresie zarządzania rezerwami walutowymi oraz umów z przyrzeczeniem odkupu dotyczących środków własnych. Od czerwca 2005 r. umowa ta jest również wykorzystywana w obrocie instrumentami pochodnymi prowadzonym przez EBC w piętnastu europejskich systemach prawnych.

DORADZTWO W ZAKRESIE RAM REGULACYJNYCH I PRAWNYCH SYSTEMU FINANSOWEGO

Eurosystem uczestniczył w publicznych konsultacjach Komisji Europejskiej na temat: Zielonej Księgi dotyczącej priorytetów polityki w dziedzinie usług finansowych w najbliższych pięciu latach (zob. podrozdział 2.1 niniejszego rozdziału), udoskonalenia zasad

funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w UE (zob. podrozdział 2.3 niniejszego rozdziału), kredytów hipotecznych w UE oraz systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych. EBC wziął również udział w pracach Komisji nad nowymi ramami prawnymi dotyczącymi płatności (*New Legal Framework for Payments*), które mają zwiększyć efektywność i poziom bezpieczeństwa płatności na skutek usunięcia barier prawnych i technicznych, jak również lepiej chronić konsumentów.

W marcu 2005 r. EBC wydał opinię na temat propozycji decyzji Rady dotyczącej podpisania Konwencji Haskiej w sprawie papierów wartościowych przechowywanych przez pośrednika. EBC zauważył, że Konwencja Haska jest jednym z możliwych sposobów podejścia do określania lokalizacji rachunku papierów wartościowych w przypadku wystąpienia konfliktu prawnego, stwierdzając, że przydatne byłoby dokonanie kompleksowej oceny skutków Konwencji przed jej wprowadzeniem na terenie UE. Ocena taka nie powinna przynieść uszczerbku inicjatywom Wspólnoty w zakresie rozliczania i rozrachunku, czy też potrzebie przeprowadzenia głębokiej reformy i harmonizacji prawa dotyczącego księgowania papierów wartościowych. Ponadto EBC uczestniczył w działaniach Międzynarodowego Instytutu Unifikacji Prawa Prywatnego (MIUPP) (*International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT)*) związanych z projektem międzynarodowej konwencji w sprawie jednolitych zasad dotyczących papierów wartościowych przechowywanych przez pośrednika.

w pracach związanych z analizą zabezpieczeń transgranicznych. Prace te były prowadzone przez grupę roboczą powołaną przez Komitet ds. Systemów Płatności i Systemów Rozrachunku (KSPSR) (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*) grupy G10.

ŚWIADCZENIE PRZEZ BANKI CENTRALNE USŁUG PROWADZĄCYCH DO INTEGRACJI FINANSOWEJ

W 2005 r. kontynuowano prace nad systemem TARGET 2 – kolejną generacją systemu TARGET (zob. podrozdział 2.2 rozdziału 2). Eurosystem podjął również pierwsze działania mające na celu stopniowe wprowadzenie jednej listy zabezpieczeń (zob. podrozdział 1 rozdziału 2). Na szczeblu globalnym EBC brał udział

4 NADZÓR NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ

Jednym ze statutowych zadań Eurosystemu jest sprawowanie nadzoru nad systemami płatniczymi i rozliczeniowymi. Nadzór ten ma na celu zapewnienie efektywności i bezpieczeństwa ogólnej organizacji przepływów płatniczych w gospodarce. Eurosystem poświęca również uwagę systemom rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, ponieważ zakłócenia w rozrachunku i przechowywaniu zabezpieczeń mogłyby zagrozić realizacji polityki pieniężnej i sprawnemu funkcjonowaniu systemów płatniczych. EBC wniósł wkład w międzynarodową debatę na temat nadzoru w dwóch raportach opublikowanych przez Komitet ds. Systemów Płatności i Systemów Rozrachunku (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*) w maju 2005 r.¹⁰.

4.1 NADZÓR NAD SYSTEMAMI I INFRASTRUKTURĄ WYSOKOKWOTOWYCH PŁATNOŚCI W EURO

Nadzór Eurosystemu obejmuje wszystkie systemy płatności w euro, włącznie z zarządzanymi przez sam Eurosystem. Eurosystem stosuje te same standardy nadzoru zarówno wobec systemów własnych, jak i obsługiwanych przez operatorów prywatnych. Te standardy to „Podstawowe zasady dla systemowo ważnych systemów płatności” (*Core Principles for Systemically Important Payment Systems*), przyjęte przez Radę Prezesów w 2001 r.

TARGET

Zasady nadzoru nad obecnym systemem TARGET zostały w pełni wdrożone. Jeżeli chodzi o nadzór nad przyszłym systemem TARGET2, opracowano już jego ogólne ramy organizacyjne. EBC będzie przewodniczył działaniom nadzorczym banków centralnych związanym z systemem TARGET 2 oraz koordynował je. Krajowe banki centralne będą odpowiedzialne za nadzór nad lokalnymi funkcjonalnościami systemu tam, gdzie są one istotne wyłącznie dla sytuacji danego kraju, oraz będą brać udział w centralnych działaniach nadzorczych. Opracowywanie systemu

TARGET 2 jest monitorowane przez organy nadzorcze systemu TARGET. Podobnie jak każdy inny system wysokokwotowych płatności w euro w strefie euro, TARGET 2 będzie działał zgodnie ze standardami nadzoru Eurosystemu. Obecnie przeprowadzana jest kompleksowa wstępna ocena nadzorcza systemu TARGET 2 w fazie projektowej.

Na początku 2005 r. organy nadzorcze systemu TARGET przeprowadziły ocenę systemu SORBNET-EURO – systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (ang. *real-time gross settlement – RTGS*) Narodowego Banku Polskiego służącego do rozliczeń w euro – przed jego przyłączeniem do systemu TARGET za pośrednictwem systemu BI-REL Banca d’Italia. Oczekuje się, że w związku z rozszerzeniem UGW dojdzie do dalszej rozbudowy obecnego systemu TARGET. Systemy RTGS, które mają zostać przyłączone do obecnego systemu TARGET, wraz z wszelkimi innymi systemowo ważnymi elementami infrastruktury do rozliczeń w euro w odpowiednich państwach członkowskich, będą poddawane ocenie nadzorczej zgodnie ze wspólną polityką nadzoru Eurosystemu.

EURO1

EURO1 jest systemem rozrachunku netto wysokokwotowych płatności w euro, którego właścicielem i operatorem jest podmiot prywatny – EBA Clearing Company. W 2005 r. nadzór systemu EURO1 skupiał się na ocenie solidności jego podstaw prawnych (ang. *legal soundness*). W celu przygotowania EURO1 do przyłączenia do niego banków z nowych państw członkowskich UE, operator systemu zlecił sporządzenie opinii prawnych dotyczących odpowiednich systemów prawnych w celu zweryfikowania, czy EURO1 będzie nadal zgodny z podstawową zasadą nr 1 („solidne podstawy prawne”). EBC jako organ nadzorczy systemu EURO1 dokonał przeglądu tych opinii. Przegląd ujawnił pewne ogólne braki

¹⁰ Zob. raporty Banku Rozrachunków Międzynarodowych zatytułowane *Central bank oversight of payment and settlement systems* oraz *New developments in large-value payment systems*.

w prawodawstwie krajowym, które mogłyby również mieć wpływ na podstawy prawne funkcjonowania innych systemów płatniczych w tych krajach. EBC zajął się następnie tymi kwestiami w ścisłej współpracy z odpowiednimi krajowymi bankami centralnymi.

ZINTEGROWANY SYSTEM ROZRACHUNKU CIĄGŁEGO

Zintegrowany System Rozrachunku Ciągłego (*Continuous Linked Settlement – CLS*) służy do dokonywania rozrachunku transakcji walutowych w piętnastu walutach na zasadzie płatność za płatność, eliminując w ten sposób w bardzo znacznym stopniu ryzyko kursowe w rozrachunkach.

W grudniu 2005 r. CLS przetwarzał średnio 194 tys. transakcji dziennie, a ich przeciętna dzienna wartość sięgała 2,6 bln USD¹¹. Euro jest najważniejszą, po dolarze amerykańskim, walutą w rozrachunkach. W grudniu 2005 r. rozrachunki w euro w ramach CLS miały wartość średnio 429 mld euro dziennie, czyli 20% całkowitej wartości rozrachunków (w dolarach dokonywano 47% rozrachunków). Udział euro zmniejszył się nieco w porównaniu z grudniem 2004 r. ze względu na większą liczbę walut rozliczanych w CLS.

W 2006 r. Bank Rozrachunków Międzynarodowych rozpocznie badania wśród najważniejszych uczestników rynku walutowego, by ustalić, z jakich metod minimalizacji ryzyka korzystają w celu ograniczenia ryzyka kursowego rozliczenia. Wyniki tego badania będą stanowić dla banków centralnych podstawę do oceny przedstawionej w raporcie Banku Rozrachunków Międzynarodowych z 1996 r. *Settlement risk in foreign exchange transactions* [„Ryzyko rozliczeniowe w transakcjach walutowych”] strategii grupy G10 mającej na celu zmniejszenia ryzyka kursowego rozliczeń. Środki wprowadzone od 1996 r. zostaną poddane ocenie celem ustalenia, czy można je uznać za skuteczne, czy też – aby osiągnąć możliwy do przyjęcia poziom ryzyka kursowego rozliczeń – nowe regulacje mogą okazać się niezbędne.

SWIFT

SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) to spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, która świadczy usługi w zakresie bezpiecznego przesyłania komunikatów dla ponad 7,5 tys. instytucji finansowych.

W 2005 r. banki centralne uczestniczące w nadzorze systemu SWIFT udoskonaliły praktyczne procedury dotyczące nadzoru. Nadal zachowują ważność dwa podstawowe założenia, na których oparty jest nadzór SWIFT, tj. wspólny nadzór, przy czym głównym organem nadzorczym jest Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, oraz perswazja jako metoda wprowadzania zmian. W lutym 2005 r. EBC oraz Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique formalnie uzgodniły w ramach tych procedur zasady współpracy przy nadzorze nad systemem SWIFT.

CIĄGŁOŚĆ DZIAŁANIA

10 maja 2005 r. EBC przedstawił do publicznych konsultacji dokument zatytułowany *Payment systems business continuity* [„Ciągłość działania systemów płatniczych”]. Dokument ten zawiera wytyczne dotyczące wdrożenia rozwiązań zapewniających ciągłość działania systemowo ważnych systemów płatniczych w oparciu o podstawową zasadę nr 7. Skupia się on na najważniejszych składnikach ciągłości działania – strategii, planowaniu, zarządzaniu w sytuacjach kryzysowych oraz testowaniu. Zgłoszone uwagi zostaną uwzględnione przy końcowej redakcji dokumentu, zaplanowanej na 2006 r. Dokument w ostatecznej formie ma zostać wykorzystany przy opracowaniu i eksploatacji rozwiązań zapewniających ciągłość działania systemowo ważnych systemów płatniczych oraz przy ocenach nadzorczych przeprowadzonych przez Eurosystem.

¹¹ Każda operacja walutowa obejmuje dwie transakcje, po jednej dla każdej zastosowanej waluty. Tak więc w grudniu 2005 r. w systemie ZSRC/CLS dokonano rozrachunku operacji o średniej dziennej wartości równoważnej 1,3 bln USD (około 1,1 bln euro).

4.2 DETALICZNE USŁUGI PŁATNICZE

NADZÓR NAD SYSTEMAMI PŁATNOŚCI DETALICZNYCH

W latach 2004 i 2005 ocenie Eurosystemu pod kątem odpowiednich zasad podstawowych poddano piętnaście systemów płatności detalicznych w euro uznanych za systemowo ważne lub o dużym znaczeniu (w oparciu o „Standardy nadzorcze dla systemów płatności detalicznych w euro” – *Oversight standards for euro retail payment systems* – przyjęte przez Radę Prezesów w 2003 r.). Dwa systemy uznane za systemowo ważne oraz jeden system o dużym znaczeniu spełniały wszystkie odpowiednie zasady podstawowe. Pozostałe systemy wykazywały braki dotyczące jednej lub większej liczby zasad podstawowych. Oceny odzwierciedlają jednak stan na koniec czerwca 2004 r., a braki (o różnej wadze) są obecnie usuwane¹².

4.3 ROZLICZANIE I ROZRACHUNEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Eurosystem jest szczególnie zainteresowany sprawnym funkcjonowaniem systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych oraz ich nadzoru. Po pierwsze, ocenia zgodność systemów rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement systems* – SSS) w strefie euro ze „Standardami użytkownika systemów rozrachunku papierów wartościowych UE w operacjach kredytowych ESBC” (*Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*), znanymi jako „standardy użytkownika Eurosystemu”¹³; oceniana jest również zgodność połączeń między systemami. Po drugie, Eurosystem współpracuje z organami odpowiedzialnymi za zasady prawne regulujące działania oraz nadzór systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych na szczeblu UE.



OCENA SYSTEMÓW ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH POD KĄTEM STANDARDÓW UŻYTKOWNIKA

W związku z regularnie dokonywanymi ocenami systemów rozliczeń papierów wartościowych Eurosystem zalecił w 2004 r. wdrożenie nowych zasad emisji, przechowywania oraz rozrachunku międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych. Takie papiery wartościowe, emitowane wspólnie przez dwa międzynarodowe centralne depozyty papierów wartościowych (MCDPW) (ang. *international central securities depositories* – ICSD) – Belgijski Euroclear Bank oraz Clearstream Banking Luxembourg – stanowią znaczną część papierów wartościowych, które mogą być prawnie wykorzystywane w operacjach kredytowych Eurosystemu. W 2005 r. MCDPW wraz z innymi uczestnikami rynku rozpoczęły przygotowania do wdrożenia zasad dotyczących „nowych globalnych skryptów dłużnych” (*New Global Note* – NGN). W ramach tej nowej struktury emisję papierów wartościowych

12 Zob. raport EBC zatytułowany *Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles*, sierpień 2005 r.

13 Wobec braku zharmonizowanych standardów nadzorczych UE standardy użytkownika Eurosystemu są traktowane jako faktyczne wspólne standardy dla systemów rozliczeń papierów wartościowych UE i dlatego są omawiane w tym rozdziale. W zamierzeniu standardy użytkownika nie stanowią jednak pełnego zestawu standardów nadzorczych systemów rozliczeń papierów wartościowych.

będzie reprezentować nowa forma globalnego certyfikatu na okaziciela – nowy globalny skrypt dłużny. Zgodnie z warunkami NGN, MCDPW będą prowadzić rejestry stanowiące prawny dowód zadłużenia emitenta. Dodatkowe informacje o NGN można znaleźć na przykład w serwisach internetowych MCDPW. Nowe zasady mają obowiązywać od 30 czerwca 2006 r.

WSPÓŁPRACA Z KOMITETEM EUROPEJSKICH REGULATORÓW RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

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. Powołano grupę roboczą złożoną z przedstawicieli każdego banku centralnego należącego do ESBC i każdego organu regulacyjnego należącego do CESR. Opierając się na zaleceniach dla systemu rozliczeń papierów wartościowych opracowanych przez Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (MOKPW) (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) i CPSS (znanych jako „Zalecenia CPSS-IOSCO”), grupa robocza sporządziła raport konsultacyjny na temat standardów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej („*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*”)¹⁴, który został przedstawiony do publicznych konsultacji po zatwierdzeniu przez Radę Prezesów oraz CESR w październiku 2004 r. Raport zawiera dziewiętnaście standardów¹⁵ mających na celu zwiększenie bezpieczeństwa, solidności oraz efektywności rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w UE. W porównaniu z zaleceniami CPSS-IOSCO standardy ESBC-CESR zmierzają do zaostrożenia i wzmocnienia wymagań w pewnych obszarach z uwagi na specyficzne cechy rynków europejskich. Ogólnym celem standardów ESBC-CESR jest promowanie bezpieczeństwa oraz efektywności infrastruktury rynkowej, a tym samym

sprzyjanie integracji i konkurencyjności rynków kapitałowych UE. Uwzględniono w nich prace Komisji Europejskiej w tym zakresie.

Od października 2004 r. grupa robocza kontynuuje prace w następujących czterech obszarach: a) opracowanie metodologii oceny standardów dotyczących systemów rozliczeń papierów wartościowych, b) opracowanie standardów i metodologii oceny partnerów rozliczeniowych szczebla centralnego, c) analiza zagadnień związanych z depozytariuszami (ang. *custodian banks* – bankami powiernikami) oraz d) analiza tematów pod kątem współpracy między organami regulacyjnymi i nadzorczymi.

Grupa robocza prowadzi prace w sposób otwarty i przejrzysty. W 2005 r. uczestniczyła w wielu spotkaniach z przedstawicielami branży bankowej oraz rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w celu przedyskutowania konkretnych spraw oraz osiągnięcia lepszego wzajemnego zrozumienia w zakresie praktyk branżowych i obaw władz dotyczących ryzyka. Ponadto zacieśniono współpracę między bankami centralnymi a organami regulującymi obrót papierami wartościowymi z jednej strony a nadzorem bankowym z drugiej.

¹⁴ Dostępny w serwisie internetowym EBC.

¹⁵ Dostępne w serwisie internetowym EBC.

Autor

Maria Hedlund

Tytuł

Loosing Ground, 2003

Materiał

4 wydruki komputerowe na aluminium

Format

każdy 85 x 76 cm

© ECB i autor



ROZDZIAŁ 4

STOSUNKI EUROPEJSKIE I MIĘDZYNARODOWE

I ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE

W 2005 r. EBC utrzymywał regularne kontakty z instytucjami i organami UE. Prezes EBC uczestniczył w posiedzeniach Rady ECOFIN, podczas których omawiano sprawy związane z zadaniami i celami EBC. Przewodniczący Eurogrupy oraz członek Komisji Europejskiej, gdy uważali to za stosowne, uczestniczyli w spotkaniach Rady Prezesów. Prezes oraz Wiceprezes EBC również uczestniczyli w posiedzeniach Eurogrupy, która nadal jest szczególnie ważnym forum otwartego i nieformalnego dialogu na temat polityki pomiędzy EBC, ministrami finansów z krajów strefy euro oraz Komisji.

I.1 ZAGADNIENIA STRATEGICZNE

PAKT STABILNOŚCI I WZROSTU

W 2005 r. dwanaście państw członkowskich UE zanotowało nadmierny deficyt budżetowy (zob. również podrozdział 2.5 rozdziału 1). Procedury nadmiernego deficytu w strefie euro wdrożono lub kontynuowano w przypadku Niemiec, Grecji, Francji, Włoch oraz Portugalii, natomiast w przypadku Holandii procedurę unieważniono. W styczniu 2005 r. Rada ECOFIN zgodziła się, że w świetle analizy przeprowadzonej przez Komisję Europejską na tym etapie nie ma potrzeby zastosowania – w ramach procedury nadmiernego deficytu – dodatkowych działań w stosunku do Niemiec oraz Francji. W lutym 2005 r. Rada ECOFIN wezwała Grecję do zlikwidowania nadmiernego deficytu w jak najkrótszym terminie, najpóźniej do 2006 r. W lipcu 2005 r. Rada ECOFIN zażądała, aby Włochy skorygowały nadmierny deficyt najpóźniej do 2007 r., wydłużając termin ze względu na szczególne okoliczności. W przypadku Portugalii Rada ECOFIN wyznaczyła we wrześniu wydłużony termin (najpóźniej do 2008 r.), również ze względu na szczególne okoliczności. Spośród nowych państw członkowskich spoza strefy euro procedurami nadmiernego deficytu objęto Czechy, Cypr, Węgry, Malte, Polskę i Słowację oraz Wielką Brytanię. Sytuacja węgierskiego budżetu uległa znacznemu pogorszeniu w 2005 r. i 8 listopada Rada ECOFIN uznała, że

działania podjęte przez Węgry są niewystarczające. Dalsze kroki dotyczące procedur nadmiernego deficytu w państwach członkowskich będą uzależnione od wyników budżetowych za rok 2005, jak również od planów i działań konsolidacyjnych, jak również zaangażowania tych państw w ich realizację w 2006 r i później.

W 2005 r. udoskonalono zasady proceduralne określone w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Po okresie dyskusji na tematy specjalistyczne, które trwały od połowy 2004 r., Rada ECOFIN osiągnęła 20 marca 2005 r. polityczne porozumienie i sporządziła dla Rady Europejskiej raport zatytułowany „Poprawa wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu” („*Improving the implementation of the Stability and Growth Pact*”). Po uzyskaniu politycznego poparcia Rady Europejskiej, Rada ECOFIN zakończyła formalny przegląd Paktu i dokonała nowelizacji rozporządzeń Rady dotyczących Paktu Stabilności i Wzrostu¹. W październiku 2005 r. Rada ECOFIN przyjęła również poprawiony Kodeks Postępowania zawierający informacje proceduralne i wytyczne dotyczące wdrożenia Paktu. Komisja Europejska oraz stosowne fora UE przez cały rok kontynuowały prace nad kwestiami proceduralnymi i metodologicznymi związanymi ze znowelizowanym Paktem.

Wśród zmian dokonanych w Pakcie należy wymienić wprowadzenie średnioterminowych celów budżetowych uwzględniających sytuację danego kraju wraz ze ścieżkami dostosowania kładącymi nacisk na konsolidację podczas okresów dobrej koniunktury gospodarczej. Jest to część prewencyjnych funkcji Paktu. Wprowadzono również zmiany dotyczące ram procedur nadmiernego deficytu, tj. funkcji korekcyjnych. Poważne pogorszenie koniunktury, które zwalnia kraj ze stosowania

¹ 27 czerwca 2005 r. przyjęto dwa nowe Rozporządzenia Rady: Rozporządzenie Rady (WE) nr 1055/2005 zmieniające Rozporządzenie Rady (WE) nr 1466/97 w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych oraz Rozporządzenie Rady (WE) nr 1056/2005 zmieniające Rozporządzenie Rady (WE) nr 1467/97 w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu.

procedury nadmiernego deficytu, jest obecnie definiowane jako ujemne realne roczne tempo wzrostu PKB lub skumulowany spadek produkcji podczas przedłużającego się okresu bardzo niskiego wzrostu PKB w stosunku do potencjalnego wzrostu. Ponadto, jeżeli deficyt pozostaje zbliżony do wartości referencyjnej na poziomie 3% PKB, a jej przekroczenie ma charakter tymczasowy, przy podejmowaniu decyzji o zaistnieniu nadmiernego deficytu oraz ustalaniu początkowego terminu jego skorygowania możliwe jest wzięcie pod uwagę innych istotnych czynników. Ścieżka dostosowania niezbędna w celu skorygowania nadmiernego deficytu ma zostać ustalona zgodnie z kryterium corocznej minimalnej poprawy salda o 0,5% PKB w ujęciu uwzględniającym zmiany cykliczne, po skorygowaniu o działania jednorazowe i tymczasowe. Termin może ulec zmianie, jeżeli zalecenie czy wezwanie Rady zostanie wydane ponownie wskutek nieprzewidzianych, niekorzystnych zdarzeń gospodarczych niosących poważne negatywne konsekwencje dla budżetu państwa, pod warunkiem, że dane państwo członkowskie podjęło skuteczne działania. Dodatkowo wydłużono wiele terminów związanych z procedurami. Jeżeli chodzi o zarządzanie, znowelizowany Pakt zachęca państwa członkowskie, Komisję Europejską oraz Radę UE do ściślejszej współpracy, jak również silniejszego wzajemnego wsparcia i silniejszej wzajemnej presji (ang. *peer pressure*). Wzywa również do

opracowania krajowych zasad budżetowych, zachowania ciągłości celów budżetowych przy obejmowaniu władzy przez nowy rząd oraz większego zaangażowania parlamentów państw członkowskich w kształtowanie ogólnego europejskiego systemu fiskalnego. Kładzie wreszcie nacisk na fakt, że wdrożenie systemu fiskalnego i jego wiarygodność zależą przede wszystkim od realistycznych prognoz makroekonomicznych oraz wiarygodnych statystyk budżetowych (zob. również podrozdział 4.3 rozdziału 2).

EBC nie jest sygnatariuszem Paktu Stabilności i Wzrostu ani nie odgrywa formalnej roli przy określaniu i wdrażaniu związanych z Paktem procedur, niemniej jednak uczestniczył w dyskusjach towarzyszących jego nowelizacji i konsekwentnie głosił potrzebę utworzenia właściwych, ukierunkowanych na dyscyplinowaną fiskalną podstawowych zasad polityki fiskalnej UGW. EBC twierdził, że pierwotna forma Paktu była właściwa, a zmiana sformułowań prawnych Paktu pod kątem jego funkcji korekcyjnych nie była działaniem roztropnym. ECB zwrócił również uwagę na możliwość usprawnienia funkcji prewencyjnych Paktu. W marcu 2005 r. Rada Prezesów EBC wydała oświadczenie dotyczące porozumienia o nowelizacji, a w czerwcu 2005 r. opublikowała opinie dotyczące propozycji legislacyjnych Komisji Europejskiej (zob. ramka 12).

Ramka 12

PUBLICZNE OŚWIADCZENIA EBC DOTYCZĄCE NOWELIZACJI PAKTU STABILNOŚCI I WZROSTU

Oświadczenie Rady Prezesów z dnia 21 marca 2005 r.

„Rada Prezesów EBC jest poważnie zaniepokojona proponowaną nowelizacją Paktu Stabilności i Wzrostu. Należy unikać sytuacji, w której wprowadzone zmiany dotyczące korekcyjnej funkcji Paktu mogłyby podważyć zaufanie do systemu fiskalnego Unii Europejskiej i trwałości finansów publicznych w państwach członkowskich obszaru euro. Poza tym, w odniesieniu do prewencyjnej funkcji Paktu Rada Prezesów odnotowuje kilka proponowanych zmian, które mogą przyczynić się do jej wzmocnienia. Podstawą powodzenia Unii Gospodarczej i Walutowej są właściwa polityka fiskalna oraz polityka pieniężna ukierunkowana na utrzymanie stabilności

cen. Bez nich nie osiągnie się wzrostu, spójności i stabilności makroekonomicznej w strefie euro. Jest sprawą absolutnie nadrzędną, by państwa członkowskie, Komisja Europejska i Rada Unii Europejskiej realizowały znowelizowane zasady w sposób rygorystyczny i konsekwentny, sprzyjający ostrożnej polityce fiskalnej. W obecnej sytuacji – bardziej niż kiedykolwiek wcześniej – jest konieczne, by wszystkie zainteresowane strony wywiązywały się ze swoich zobowiązań. Społeczeństwo i rynki mogą być przekonane, że Rada Prezesów będzie z determinacją wypełniać swój mandat, dążąc do utrzymania stabilności cen”.

Wyciąg z opinii EBC z 3 czerwca 2005 r. w sprawie znowelizowanych Rozporządzeń Rady

„Prowadzenie prawidłowych polityk fiskalnych ma fundamentalne znaczenie dla powodzenia Unii Gospodarczej i Walutowej. Stanowią one warunek zapewnienia stabilności makroekonomicznej, wzrostu i spójności w strefie euro. Ramy polityki fiskalnej określone w Traktacie oraz w Pakcie Stabilności i Rozwoju stanowią podstawę UGW, mając tym samym kluczowe znaczenie dla kształtowania prawidłowo ugruntowanych oczekiwań w zakresie dyscypliny fiskalnej. Takie wyznaczone odpowiednimi regułami ramy polityki fiskalnej – ukierunkowane na zapewnienie stabilności finansów publicznych, lecz pozwalające jednocześnie na łagodzenie wahań wskaźników gospodarczych za pomocą automatycznych stabilizatorów, powinny w dalszym ciągu spełniać warunki przejrzystości, prostoty i możliwości efektywnego wdrożenia. Spełnienie powyższych warunków ułatwi też zachowanie przejrzystości i równego traktowania przy wprowadzaniu przyjętych ram polityki fiskalnej.”

Nowelizacja Paktu Stabilności i Wzrostu stwarza możliwość ponownego zobowiązania się do prowadzenia oraz egzekwowania prawidłowej polityki fiskalnej, będącej odpowiedzią zarówno na krótko-, jak i długoterminowe wyzwania budżetowe. Jest jednak sprawą nadrzędną, by państwa członkowskie, Komisja Europejska i Rada UE wprowadziły w życie znowelizowane zasady w sposób rygorystyczny i konsekwentny, sprzyjający prawidłowej polityce fiskalnej.

STRATEGIA LIZBOŃSKA

W marcu 2005 r. Rada Europejska zakończyła śródkresowy przegląd realizacji strategii lizbońskiej – szeroko zakrojonego programu reform gospodarczych, społecznych i środowiskowych w ramach UE. Przegląd nastąpił w połowie okresu między rokiem 2000, gdy strategię przyjęto, a rokiem 2010, który miał być docelową datą przekształcenia UE w „najbardziej dynamiczną i konkurencyjną gospodarkę na świecie opartą na wiedzy, zdolną do trwałego wzrostu gospodarczego, z większą liczbą lepszych miejsc pracy oraz większą

spójnością społeczną”. Wobec tak ambitnego celu oraz stosunkowo słabych dotychczasowych wyników jego realizacji, wiosną 2005 r. Rada Europejska postanowiła odnowić strategię i ponownie skoncentrować się na takich priorytetach, jak wzrost [gospodarczy] i zatrudnienie. Rada przyjęła również nowe zasady zarządzania, których celem jest sprawne przeprowadzenie reform.

Treść strategii nie uległa zasadniczym zmianom. Niemniej jednak, pomimo iż gospodarczy, społeczny i środowiskowy wymiar strategii pozostały niezmienione, szefowie państw i rządów oraz Przewodniczący Komisji Europejskiej określili cztery priorytety reform, które powinny być przeprowadzone: promowanie wiedzy i innowacji, uczynienie UE atrakcyjnym obszarem inwestycji i pracy, sprzyjanie wzrostowi gospodarczemu i zatrudnieniu na bazie spójności społecznej oraz działanie na rzecz zrównoważonego rozwoju.



Zważywszy, że podstawowym problemem strategii lizbońskiej był niedostatek reform strukturalnych, Rada Europejska położyła większy nacisk na poprawę elementów strategii związanych z zarządzaniem. Zmieniono zatem zasady i procedury dotyczące formułowania oraz wdrażania strategii, mając na celu usprawnienie procesów koordynacji polityki w czasie, w poszczególnych obszarach, jak również koordynacji między szczeblem UE a państwami członkowskimi. Nowe zasady zarządzania mają też zwiększyć spójność programów krajowych, sprawozdawczości i procesu oceny.

W praktyce zmiany te oznaczają, że „Ogólne wytyczne polityki gospodarczej” oraz „Wytyczne w sprawie zatrudnienia” staną się częścią jednego pakietu o nazwie „Zintegrowane wytyczne na rzecz wzrostu i zatrudnienia”. Pierwszy pakiet przyjęto w czerwcu 2005 r. i zasadniczo będzie on obowiązywał przez trzy lata (2005-2008). Jesienią 2005 r. państwa członkowskie przyjęły krajowe programy reform oparte na zintegrowanych wytycznych i wyznaczyły krajowych koordynatorów strategii lizbońskiej – urzędników rządowych wysokiego szczebla, których zadaniem będzie usprawnienie wewnętrznej koordynacji działań związanych ze strategią. Programy zawierają szczegółowy plan reform w polityce państw członkowskich do 2008 r., uwzględniający potrzeby oraz sytuację poszczególnych krajów. Obejmują również wprowadzanie reform, m.in. łącząc w pojedynczym dokumencie poprzednie krajowe raporty o zatrudnieniu oraz reformach strukturalnych rynku produktów oraz rynku kapitałowego („raporty Cardiff”). Ponadto, Komisja Europejska przyjęła w lipcu 2005 r.

Wspólnotowy Program Lizboński, obejmujący wszelkie działania, które mają zostać podjęte na szczeblu Wspólnoty w związku ze strategią lizbońską w ciągu trzech kolejnych lat. Ocena postępów ma być dokonywana przez Komisję w sposób bardziej spójny w formie corocznego raportu Komisji o postępach. Pierwszy tego typu raport o postępach Komisja przyjęła w styczniu 2006 r. W raporcie z zadowoleniem przyjęto krajowe programy reform i wezwano do ich rygorystycznego wdrażania.

Najważniejszą cechą nowych zasad zarządzania jest nacisk na zwiększenie odpowiedzialności państw członkowskich za przeprowadzenie reform. Jest to uważane za niezbędny warunek realizacji strategii, ponieważ kształt reform strukturalnych – a w jeszcze większym stopniu ich przeprowadzenie – leżą przede wszystkim w gestii państw członkowskich. Muszą one zatem w pełni zaangażować się w politykę, którą popierają na szczeblu krajowym oraz Wspólnoty, jak również, podobnie jak uczyniły to w przypadku krajowych programów reform, konsultować ją z zainteresowanymi stronami (np. parlamentami krajowymi i partnerami społecznymi) uczestniczącymi w opracowywaniu i realizacji tych polityk na szczeblu krajowym. Fakt, że podejmowane reformy będą kwestią narodową, powinien z kolei usprawnić ich przeprowadzenie w państwach członkowskich.

EBC przywiązuje wielką wagę do wdrożenia strategii lizbońskiej i przyczynia się do jej sukcesu, prowadząc politykę pieniężną ukierunkowaną na zapewnienie stabilności. EBC zawsze kładzie nacisk na korzyści wynikające z reform strukturalnych i popiera wysiłki podejmowane w tym zakresie przez rządy i organizacje społeczne. Poważnie

angażując się we realizację strategii lizbońskiej, państwa członkowskie mogą zapoczątkować wiele potrzebnych reform. Przewidziane w strategii dobrze opracowane reformy strukturalne dotyczące rynków produktów, usług, pracy oraz kapitałowego uczynią gospodarkę strefy euro bardziej elastyczną i odporną na wstrząsy gospodarcze, w konsekwencji, w dłuższej perspektywie, trwale zwiększając tempo wzrostu gospodarczego oraz zapewniając wyższy poziom zatrudnienia. Przegląd śródkresowy był ważnym krokiem na drodze do ożywienia strategii. Biorąc pod uwagę dotychczasowe, niejednoznaczne, ogólne wyniki jej wdrażania, niezbędny jest wzmożony wysiłek na rzecz osiągnięcia postawionych celów, aby móc zmierzyć się z wyzwaniem globalizacji, zmian technologicznych oraz procesu starzenia się społeczeństw UE.

I.2 ZAGADNIENIA INSTYTUCJONALNE

KONSTYTUCJA EUROPEJSKA

Po podpisaniu 29 października 2004 r. w Rzymie Traktatu ustanawiającego Konstytucję dla Europy (Konstytucji Europejskiej) przez szefów państw i rządów, państwa członkowskie rozpoczęły zgodnie ze swoimi wymogami konstytucyjnymi procedurę ratyfikacyjną. Do tej pory Konstytucję Europejską ratyfikowało (lub jest bliskie formalnego zakończenia tego procesu) piętnaście państw członkowskich, reprezentujących ponad 50% ludności UE: Belgia, Niemcy, Estonia, Grecja, Hiszpania, Włochy, Cypr, Łotwa, Litwa, Luksemburg, Węgry, Malta, Austria, Słowenia i Słowacja.

We Francji oraz Holandii, gdzie Konstytucję Europejską poddano pod referendum (z mocą wiążącą we Francji oraz bez mocy wiążącej w Holandii), nie uzyskała ona poparcia większości – zabrakło do tego około 5 punktów procentowych we Francji oraz około 12 punktów procentowych w Holandii. Od tej pory część państw członkowskich zawiesiła proces ratyfikacji.

W tych okolicznościach Rada Europejska rozważała kwestię ratyfikacji Konstytucji podczas posiedzenia w dniach 16-17 czerwca 2005 r. Szefowie państw i rządów przyjęli wówczas deklarację stwierdzającą, że Konstytucja „miała na celu zapewnienie właściwych warunków dla bardziej demokratycznego, przejrzystego i skutecznego funkcjonowania rozszerzonej Unii Europejskiej”. Odnotowując wyniki referendum we Francji oraz Holandii, Rada Europejska uznała, że ich wyniki nie podważają przywiązania obywateli do konstrukcji europejskiej. Równocześnie stwierdzono jednak, że odzwierciedlają one zaniepokojenie obywateli i niezbędny jest okres refleksji, podczas którego we wszystkich państwach członkowskich powinny zostać przeprowadzone szerokie dyskusje. Do udziału w debacie zaproszono również instytucje europejskie. Choć Rada Europejska zgodziła się, że harmonogram ratyfikacji w poszczególnych państwach członkowskich może w razie potrzeby ulec zmianie, uznano, że niedawne wydarzenia nie podważają zasadności kontynuacji procesów ratyfikacyjnych. Rada Europejska zamierza powrócić do tej sprawy w pierwszej połowie 2006 r., aby stworzyć wyraźniejszą perspektywę na przyszłość i uzgodnić sposób postępowania.

W opinii EBC Konstytucja Europejska jasno precyzuje prawną i instytucjonalną strukturę UE i zwiększa zdolność Unii do działania na poziomie zarówno europejskim, jak i międzynarodowym, a równocześnie potwierdza dotychczasowe ramy polityki pieniężnej. W związku z tym EBC wyraża pełne poparcie dla Konstytucji. Należy jednak podkreślić, że proces ratyfikacji Konstytucji nie będzie miał wpływu na funkcjonowanie Unii Walutowej ani nie wpłynie na stabilność euro. Niezależnie od tego, czy będzie działać na mocy obecnego Traktatu, czy też Konstytucji Europejskiej, EBC będzie nadal bronić wartości euro i działać na rzecz bezinflacyjnego środowiska makroekonomicznego, sprzyjającego wzrostowi oraz zatrudnieniu.

I.3 SYTUACJA W PAŃSTWACH PRZYSTĘPUJĄCYCH I KANDYDUJĄCYCH DO CZŁONKOSTWA W UE ORAZ KONTAKTY Z NIMI

Podstawowym celem EBC w kontaktach z bankami centralnymi państw przystępujących oraz kandydujących do członkostwa w UE jest działanie na rzecz zgodnego z procedurami określonymi w Traktacie, płynnego procesu integracji walutowej. W związku z tym kontakty między EBC a bankami centralnymi tych państw ulegają w naturalny sposób zacieśnieniu wraz z ogólnym postępem wspomnianych państw na drodze do członkostwa w UE.

Od chwili podpisania – 25 kwietnia 2005 r. w Luksemburgu – Traktatu Akcesyjnego przez Bułgarię i Rumunię, prezesi banków centralnych tych dwóch państw uczestniczą w charakterze obserwatorów w posiedzeniach Rady Ogólnej EBC, a eksperci z obydwu banków centralnych biorą udział jako obserwatorzy w posiedzeniach komitetów ESBC (zob. podrozdział 1.4 rozdziału 7).

EBC jeszcze bardziej zacieśnił stosunki dwustronne z bankami centralnymi Bułgarii i Rumunii w celu przyczynienia się do ich płynnej integracji z ESBC po przystąpieniu do UE. Eurosystem jako całość nadal wspiera ich przygotowania poprzez realizowane projekty pomocy technicznej w formie finansowanych przez UE projektów bliźniaczych (ang. *twinning schemes*). Działania te skoncentrowane były przede wszystkim na statystyce, zagadnieniach prawnych, systemach płatniczych, polityce pieniężnej i zagadnieniach operacyjnych, lecz obejmowały również inne obszary, takie jak stabilność finansowa i nadzór, banknoty, audyt wewnętrzny oraz informatyka.

Datę przystąpienia Bułgarii i Rumunii do UE wyznaczono na 1 stycznia 2007 r. Traktat Akcesyjny zawiera jednak „klauzulę ochronną”, która umożliwi opóźnienie akcesji o rok, jeżeli pojawią się oczywiste dowody, że postęp przygotowań jest niewystarczający, aby spełnić wymagania związane z członkostwem w UE. W październiku 2005 r. Komisja Europejska

opublikowała sprawozdanie z monitoringu, które wskazywało, że pomimo poczynionych postępów niektóre obszary przygotowań nadal budzą poważne obawy. Należą do nich walka z korupcją oraz zagadnienia związane z funkcjonowaniem rynku wewnętrznego i bezpieczeństwem UE (np. bezpieczeństwo żywności oraz kontrola zewnętrznych granic). Komisja Europejska nadal prowadzi intensywny monitoring Bułgarii oraz Rumunii; ostateczną rekomendację ma wydać wiosną 2006 r. Na podstawie tej rekomendacji Rada Europejska podejmie decyzję o dacie przystąpienia tych państw do UE.

Zgodnie z decyzją Rady Europejskiej z grudnia 2004 r., 3 października 2005 r., po ustaleniu procedur negocjacyjnych przez Radę UE, rozpoczęto negocjacje akcesyjne z Turcją. EBC kontynuował prowadzony od dawna strategiczny dialog na wysokim szczeblu z Centralnym Bankiem Republiki Turcji, obejmujący coroczne spotkania na szczeblu Zarządu. W lipcu 2005 r. do Turcji udała się delegacja EBC, której przewodniczył Wiceprezes Banku. Dyskusje koncentrowały się na stabilizacji makroekonomicznej i reformach strukturalnych w Turcji, polityce pieniężnej i kursowej Centralnego Banku Republiki Turcji, sytuacji gospodarczej w strefie euro oraz roli banków centralnych w zapewnieniu stabilności finansowej.

13 grudnia 2004 r. Rada UE zadecydowała o rozpoczęciu w dniu 17 marca 2005 r. rozmów akcesyjnych z Chorwacją pod warunkiem pełnej współpracy tego kraju z Międzynarodowym Trybunałem Karnym dla byłej Jugosławii (MTKJ). Ze względu na to, że współpracę uznano za niewystarczającą, UE odroczyła rozpoczęcie rozmów akcesyjnych. 3 października 2005 r. UE uznała, że władze Chorwacji w pełni współpracują z MTKJ i zadecydowała o rozpoczęciu negocjacji akcesyjnych. EBC zacieśnił kontakty dwustronne z Chorwackim Bankiem Narodowym. Pierwsza oficjalna wizyta złożona przez EBC na szczeblu Zarządu miała miejsce w marcu 2005 r. Do chwili podpisania Traktatu

Aksesyjnego przez Chorwację będą się odbywać coroczne spotkania dwustronne we Frankfurcie.

2 ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE

2.1 NAJWAŻNIEJSZE KIERUNKI ROZWOJU MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU MONETARNEGO I FINANSOWEGO

NADZÓR NAD POLITYKĄ MAKROEKONOMICZNĄ W GOSPODARCE GLOBALNEJ

Ze względu na integrację gospodarczą i finansową strefy euro z gospodarką światową, Eurosystem uważnie śledzi i analizuje politykę makroekonomiczną oraz wydarzenia w państwach spoza strefy euro. Bierze również udział w wielostronnym nadzorze prowadzonym przez międzynarodowe organizacje i fora, uczestnicząc w spotkaniach MFW, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) oraz ministrów finansów i prezesów banków centralnych państw z grup G7, G10 i G20 oraz odbywających się co dwa miesiące spotkaniach prezesów banków centralnych organizowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych. W niektórych instytucjach i forach przyznano EBC status członkowski (np. w grupie G20) lub obserwatora (np. MFW). EBC ocenia kierunki rozwoju międzynarodowej polityki gospodarczej w celu działania na rzecz stabilności środowiska makroekonomicznego oraz właściwej polityki makroekonomicznej.

Najważniejszą tendencją w zakresie międzynarodowej polityki gospodarczej w 2005 r. było pogłębianie się globalnej nierównowagi obrotów bieżących. Pokażny deficyt na rachunku obrotów bieżących Stanów Zjednoczonych powiększał się na przestrzeni roku. Równocześnie w Azji utrzymały się znaczne nadwyżki obrotów bieżących, sięgające niemal 0,8% światowego PKB. Nadwyżka Chin wyraźnie wzrosła, kompensując spadek w pozostałych azjatyckich krajach rozwijających się oraz Japonii. W związku z dużym wzrostem cen ropy naftowej coraz większą rolę w kształtowaniu się globalnej nierównowagi odgrywały również kraje eksportujące ten surowiec. W 2005 r. nadwyżka na rachunku obrotów bieżących tych krajów, która wyniosła około 1% światowego PKB, przewyższyła azjatycką. Gospodarki azjatyckie i eksportujące ropę naftową nadal gromadziły

też znaczne ilości rezerw. Ich akumulacja była szczególnie wysoka w przypadku Chin, około 200 mld USD (około 165 mld euro).

Eurosystem wielokrotnie podkreślał zagrożenia i niewiadome związane z taką nierównowagą, deklarując pełne poparcie dla wspólnych wysiłków zmierzających do rozwiązania tej kwestii poprzez współdziałanie gospodarek wszystkich krajów na rzecz uporządkowanej korekty istniejącej nierównowagi. Taka międzynarodowa strategia przewidywała zwiększenie oszczędności w krajach wykazujących deficyt, przeprowadzenie reform strukturalnych w krajach o stosunkowo niskim potencjale wzrostu, a także działanie na rzecz uelastycznienia kursów wymiany walut w dużych krajach i regionach, gdzie elastyczności tej brakuje. W związku z tym EBC z zadowoleniem powitał podjętą w lipcu 2005 r. decyzję władz chińskich o wprowadzeniu kierowanego płynnego kursu walutowego (ang. *managed floating*). Uznał, że zwiększenie elastyczności jest korzystne dla sprawnego funkcjonowania gospodarki światowej i oczekuje, że zastosowanie nowego kierowanego płynnego kursu walutowego powinno przyczynić się do wzmocnienia globalnej stabilności finansowej.

Napływ kapitału do rozwijających się gospodarek, który EBC nieustannie monitoruje ze względu na znaczenie tego napływu dla międzynarodowej stabilności finansowej, utrzymał się w 2005 r. na wysokim poziomie, podobnie jak ogólne wyniki gospodarcze tych krajów. Wpłynęły na to ważne czynniki zewnętrzne, jak sprzyjające warunki finansowania międzynarodowego, wysokie ceny towarów eksportowych na rynkach międzynarodowych, a także szybki wzrost realnego PKB w Stanach Zjednoczonych i Chinach. Bardziej zdyscyplinowana krajowa polityka gospodarcza, dogodne warunki finansowania oraz wzrost zainteresowania międzynarodowych inwestorów pozwoliły niektórym kredytobiorcom z krajów rozwijających się wejść na międzynarodowe rynki obligacji. Po raz pierwszy wyemitowali

oni papiery wartościowe w walucie krajowej. Po krótkotrwałym wzroście w kwietniu, związanym m.in. z obawami dotyczącymi wzrostu inflacji w Stanach Zjednoczonych oraz zwiększeniem się niechęci inwestorów do ryzyka, wynikającej z obniżenia ocen wiarygodności kredytowej niektórych amerykańskich korporacji, w dalszej części roku różnice pomiędzy cenami kupna i sprzedaży obligacji rozwijających się rynków wróciły do jednego z najniższych poziomów w historii.

Przedmiotem nadzoru międzynarodowej polityki gospodarczej jest również strefa euro. Zarówno MFW, jak i OECD dokonywały regularnych przeglądów strefy euro w ramach uzupełnienia przeglądów poszczególnych państw strefy. Podczas przeglądów badano politykę pieniężną, finansową oraz gospodarczą strefy euro. Konsultacje MFW przeprowadzone w ramach Artykułu IV oraz przegląd dokonany przez Komitet Przeglądów Gospodarczych i Rozwoju (*Economic and Development Review Committee*) OECD doprowadziły do wartościowej wymiany poglądów między tymi międzynarodowymi organizacjami a EBC, prezydencją Eurogrupy i Komisją Europejską. W wyniku tych dyskusji MFW i OECD opracowały raport oceniający politykę strefy euro².

MIĘDZYNARODOWA ARCHITEKTURA FINANSOWA

MFW rozpoczyna obecnie przegląd strategiczny, który jest przedmiotem dyskusji nie tylko w ramach samego Funduszu, lecz również na różnych forach międzynarodowych, takich jak G7 i G20. ESBC przygląda się tym dyskusjom i wnosi w nie swój wkład. Celem przeglądu strategicznego jest określenie średnioterminowych priorytetów działań MFW. Ważne obszary objęte tym przeglądem to nadzór MFW, rola Funduszu na rynkach rozwijających się oraz prawo głosu i reprezentacji.

Dyrektor Zarządzający MFW położył w szczególności nacisk na potrzebę udzielenia przez Fundusz pomocy jego członkom w obliczu wyzwań globalizacji. Podczas

kolejnych dyskusji dotyczących międzynarodowej polityki gospodarczej członkowie Funduszu podkreślili, że MFW musi w ramach dwustronnego nadzoru zwracać większą uwagę na kwestie związane z kursami walutowymi oraz międzynarodowymi konsekwencjami działań podejmowanych na szczeblu krajowym. W zeszłym roku kwestie dotyczące odpowiednich praw głosu i reprezentacji były szeroko dyskutowane na międzynarodowych forach, a w szczególności w MFW. Niektóre kraje członkowskie Funduszu (szczególnie azjatyckie) uważają, że przypisany im udział [w międzynarodowych instytucjach] nie odzwierciedla w sposób właściwy ich rosnącej roli w gospodarce światowej. Dyskusje odbywające się przed dorocznymi spotkaniami MFW (kolejne odbędzie się we wrześniu 2006 r. w Singapurze) nad zagadnieniami przypisanych im udziałów oraz prawa głosu będą musiały być prowadzone równoległe z debatą nad innymi aspektami przeglądu strategicznego. MFW przeprowadza również trzynasty ogólny przegląd przypisanych udziałów, co stanowi sposobność do oceny, na ile obecny rozdział kwot wśród członków Funduszu jest zbieżny z uzgodnionymi miarami względnej ważności gospodarczej i finansowej państw członkowskich. Przegląd ma się zakończyć w styczniu 2008 r.

Od kilku lat ważną kwestią poruszaną przez wspólnotę międzynarodową jest działanie na rzecz uporządkowanego zarządzania kryzysowego. ESBC nadal uczestniczy w dyskusjach dotyczących kwestii zarządzania kryzysowego, a w szczególności oczekiwanej roli sektora prywatnego w rozwiązywaniu kryzysów finansowych. Chociaż podjęto pewne działania na rzecz dopracowania zasad dotyczących udziału sektora prywatnego, nadal pozostają do rozwiązania problemy o podstawowym znaczeniu np. kwestia szybkiego diagnozowania niezbędnych działań, które powinny zostać podjęte przez wszystkie zainteresowane strony. W celu oceny tych

2 MFW: „Euro Area Policies: Staff Report”, sierpień 2005 r.; OECD: „Economic Survey of the Euro Area”, lipiec 2005 r.



problemów, banki centralne należące do ESBC sporządziły oparte na doświadczeniach z przeszłości raport o zaangażowaniu sektora prywatnego, w którym przedstawiono możliwe usprawnienia procedur rozwiązywania kryzysów. W raporcie³ sugeruje się, że uczynienie procedur rozwiązywania kryzysów bardziej przewidywalnymi – poprzez kierowanie zachowaniami kredytobiorców, kredytodawców i urzędników – mogłoby obniżyć ogólne koszty wystąpienia kryzysów finansowych oraz doprowadzić do bardziej właściwego z punktu widzenia dobra ogółu podziału tych kosztów, niż ma to miejsce obecnie.

MIĘDZYNARODOWA ROLA EURO

W 2005 r. rola euro jako waluty międzynarodowej nadal rosła w niektórych segmentach [gospodarki]. W szczególności stopniowo wzrastało wykorzystanie euro w międzynarodowych dłużnych papierach wartościowych oraz jako kotwicy stabilizacyjnej (ang. *anchor currency*), waluty interwencyjnej i pieniądza bezgotówkowego (ang. *deposit currency*) w państwach trzecich. Wzrost wykorzystania euro jako kotwicy stabilizacyjnej i waluty interwencyjnej odnotowano przede wszystkim w nowych państwach członkowskich UE, krajach przystępujących i kandydujących do członkostwa oraz innych regionach sąsiadujących z UE. Udział euro w specjalnych prawach ciągnięcia (SDR) wzrósł 1 stycznia 2006 r. z 29% do 34% wskutek decyzji

ogłoszonej przez MFW w grudniu 2005 r. W przypadku elementu składowego euro w stopach procentowych SDR, trzymiesięczny EURIBOR został zastąpiony trzymiesięczną stopą EUREPO.

Na innych rynkach (międzynarodowych kredytów i depozytów, rynkach walutowych oraz rezerw oficjalnych), jak również w handlu międzynarodowym wykorzystanie euro utrzymywało się na stabilnym poziomie.

EBC nadal rozwijał aparat statystyczny niezbędny do monitorowania i analizy międzynarodowej roli euro. Do monitorowania stopnia wykorzystania euro na międzynarodowych rynkach kapitałowych (zob. podrozdział 4.2 rozdziału 2) przydatne były w szczególności świeżo zgromadzone dane o dłużnych papierach wartościowych w bilansie płatniczym i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro w rozbiciu na waluty. EBC rozpoczął również badania nad czynnikami warunkującymi wykorzystanie euro w handlu międzynarodowym.

³ *Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors*, ECB Occasional Paper No. 32, lipiec 2005 r.

2.2 WSPÓŁPRACA Z KRAJAMI SPOZA UE

Eurosystem nadal rozwijał kontakty z bankami centralnymi spoza UE, głównie organizując seminaria i warsztaty, lecz także udzielając pomocy technicznej, która stała się ważnym narzędziem wspomagania rozwoju instytucji oraz skutecznego działania na rzecz zgodności z europejskimi i międzynarodowymi standardami. Celem tych kontaktów jest gromadzenie informacji i wymiana poglądów na temat sytuacji gospodarczej i monetarnej w różnych regionach świata, z uwzględnieniem jej potencjalnego wpływu na gospodarkę światową oraz strefę euro. Eurosystem nadal oferuje współpracę bankom centralnym z państw sąsiadujących z UE, a EBC utworzył niewielką, stałą komórkę pomocy technicznej.

W październiku 2005 r. Eurosystem wspólnie z Bankiem Centralnym Federacji Rosyjskiej (Centralny Bank Rosji – CBR) zorganizował w Sankt Petersburgu drugie dwustronne seminarium wysokiego szczebla. Seminarium dotyczyło głównie polityki pieniężnej i kursowej Rosji oraz wyzwań dla stabilności sektora bankowego wynikających między innymi z szybkiego wzrostu udzielonych kredytów bankowych i rozwoju zaciąganych kredytów transgranicznych. Poruszono też kwestie ubezpieczenia depozytów i rozwoju sektora bankowego. Podobne wydarzenia będą organizowane regularnie – kolejnym będzie seminarium Eurosystemu organizowane w 2006 r. w Dreźnie przy współpracy Deutsche Bundesbank.

31 października 2005 r. ukończono realizację projektu Central Banking Training III w zakresie nadzoru bankowego. Ten finansowany przez UE projekt pomocy technicznej Eurosystemu dla Centralnego Banku Rosji zainicjowano w listopadzie 2003 r. w ramach Programu Pomocy Technicznej dla Wspólnoty Niepodległych Państw (*Technical Assistance to the Commonwealth of Independent States – TACIS*). Projekt Eurosystemu był wdrażany przez EBC we współpracy z dziewięcioma krajowymi bankami centralnymi państw strefy

euro oraz trzema organami nadzoru bankowego z UE⁴. Celem dwuletniego projektu szkoleniowego była pomoc dla CBR w zwiększeniu jego roli w zakresie nadzoru bankowego poprzez przekazanie wiedzy o dobrych praktykach stosowanych przez organy nadzoru bankowego w UE. Bardziej ogólnym celem było wzmocnienie stabilności rosyjskiego systemu bankowego. Projekt obejmował przede wszystkim szkolenia i seminaria prowadzone w Rosji, w których wzięło udział 800 pracowników nadzoru bankowego CBR. Ważną jego częścią była umożliwiająca upowszechnianie wiedzy, dostępna w językach angielskim i rosyjskim publikacja *Banking supervision: European experience and Russian practice*⁵.

Drugie i trzecie seminaria wysokiego szczebla Eurosystemu z udziałem prezesów banków centralnych partnerów UE z basenu Morza Śródziemnego odbyły się 9 lutego 2005 r. w Cannes oraz 25 stycznia 2006 r. w Nafplion (Grecja). Głównie dyskusje dotyczyły m.in. niezależności banków centralnych oraz przekazów pieniężnych (Cannes), jak również procesu liberalizacji obrotów kapitałowych i postępów w modernizacji procedur operacyjnych dotyczących polityki pieniężnej (Nafplion).

Eurosystem wziął również na siebie odpowiedzialność za pomoc dla Centralnego Banku Egiptu w przeprowadzeniu reformy nadzoru bankowego w ramach ogólnej reformy sektora finansowego tego kraju. EBC oraz cztery krajowe banki centralne strefy euro (Deutsche Bundesbank, Bank Grecji, Banque de

4 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – Bank Finlandii, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (fiński organ nadzoru finansowego), Finansinspektionen (szwedzki organ nadzoru finansowego) oraz Financial Services Authority (brytyjski organ nadzoru finansowego).

5 Publikacja jest dostępna w serwisie internetowym EBC za pośrednictwem łącza zamieszczonego w komunikacie prasowym z 13 października 2005 r. dotyczącym zakończenia projektu szkoleniowego w Rosji (*Completion of central banking training project in Russia*).

France oraz Banca d'Italia) zadeklarowały udział w dwuletnim programie pomocy technicznej finansowanym przez Delegaturę UE w Egipcie w ramach programu pomocy dla państw basenu Morza Śródziemnego (MEDA). Program pomocy technicznej został uruchomiony 1 grudnia 2005 r. Od października 2005 r. EBC rozszerzył również – pod egidą MFW – zakres pomocy technicznej dla Centralnego Banku Egiptu związanej z reformą procedur operacyjnych dotyczących polityki pieniężnej.

EBC nadal zacieśniał relacje z państwami regionu zachodnich Bałkanów, gdyż są one potencjalnymi kandydatami do członkostwa w UE (Była Jugosłowiańska Republika Macedonii otrzymała status państwa kandydackiego w grudniu 2005 r.). Przedstawiciele EBC odwiedzili w 2005 r. Narodowy Bank Republiki Macedonii oraz Bank Albanii. Po przyjęciu przez UE dwutorowego podejścia do negocjacji akcesyjnych z Serbią i Czarnogórą miała również miejsce wizyta w Centralnym Banku Czarnogóry.

Na Bliskim Wschodzie EBC rozwijał kontakty z Sekretariatem Generalnym Rady Współpracy Zatoki Perskiej (*Gulf Cooperation Council – GCC*) oraz instytucjami monetarnymi i bankami centralnymi państw członkowskich tej organizacji. Współpraca ta związana była z planem wprowadzenia do 2010 r. wspólnej waluty we wszystkich krajach GCC.⁶

28 lutego 2005 r. EBC uczestniczył w regionalnym spotkaniu z Komitetem Prezesów Banków Centralnych Południowoafrykańskiej Wspólnoty Rozwoju (SADC)⁷ w celu przedyskutowania doświadczeń związanych z integracją regionalną i walutową.

EBC zacieśnił bezpośrednie kontakty z azjatyckimi bankami centralnymi, organizując wspólnie z Bankiem Indonezji seminarium wysokiego szczebla, w którym wzięło udział jedenastu prezesów – członków Zgromadzenia

Organów Wykonawczych Banków Centralnych Azji Wschodniej i Pacyfiku (*Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks – EMEAP*) oraz członkowie Rady Prezesów EBC. Uczestnicy seminarium, które odbyło się w siedzibie EBC w listopadzie 2005 r., przedyskutowali sposoby zrównoważenia światowego wzrostu gospodarczego i dokonali przeglądu najnowszych wydarzeń w strefie euro oraz w regionie Azji i Pacyfiku, jak też związanych z nimi zagadnień polityki gospodarczej. Oceniono również doświadczenia obydwu regionów w zakresie wielostronnego nadzoru makroekonomicznego i finansowego, jak też transgranicznej integracji finansowej na szczeblu globalnym, w regionie Azji i Pacyfiku oraz w strefie euro.

Jeśli chodzi o kontakty instytucjonalne z państwami Ameryki Łacińskiej, EBC uczestniczył w charakterze obserwatora w dorocznym spotkaniu Międzyamerykańskiego Banku Rozwoju (*Inter-American Development Bank*), które miało miejsce na początku kwietnia na japońskiej wyspie Okinawa. Jako członek współpracujący Ośrodka Latinoamerykańskich Badań Monetarnych (*Centre for Latin American Monetary Studies – CEMLA*) EBC nadal uczestniczył w kilku spotkaniach, których gospodarzem lub współorganizatorem była ta instytucja. Były to m.in. odbywające się dwa razy do roku spotkania prezesów banków centralnych w Cartagenie (w kwietniu) i Waszyngtonie (we wrześniu), jak również seminarium na temat przekazów pieniężnych imigrantów w Ameryce Łacińskiej, które odbyło się w październiku w Mexico City. EBC kontynuował wysiłki na rzecz zacieśnienia dwustronnych relacji z instytucjami

6 Do sześciu państw członkowskich GCC zaliczają się: Bahrajn, Kuwejt, Oman, Katar, Arabia Saudyjska i Zjednoczone Emiraty Arabskie.

7 Południowoafrykańska Wspólnota Rozwoju (*Southern African Development Community – SADC*) jest regionalną grupą, w której skład wchodzi następujące państwa Afryki Południowej: Angola, Botswana, Demokratyczna Republika Konga, Lesoto, Madagaskar, Malawi, Mauritius, Mozambik, Namibia, RPA, Swaziland, Tanzania, Zambia i Zimbabwe.

prowadzącymi politykę pieniężną oraz innymi agendami z Ameryki Łacińskiej m.in. poprzez wizyty w Meksyku, Brazylii i Argentynie. EBC gościł również w 2005 r. we Frankfurcie oficjalne delegacje z wielu państw latynoamerykańskich.

Autor

David Farrell

Tytuł

Ballynultagh, 2000 (z cyklu „Innocent Landscapes”)

Materiał

Fotografia

Format

100 x 100 cm

© Autor



ROZDZIAŁ 5

ODPOWIEDZIALNOŚĆ

I ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC SPOŁECZEŃSTWA I PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO

W ostatnich dziesięcioleciach niezależność banku centralnego stała się nieodzownym elementem reżimu monetarnego, którego priorytetem jest stabilność cen. Równocześnie fundamentalną zasadą nowoczesnych demokracji jest, że każda niezależna instytucja pełniąca funkcję publiczną jest odpowiedzialna za swoje działania wobec obywateli oraz ich demokratycznie wybranych przedstawicieli. W przypadku niezależnego banku centralnego odpowiedzialność można rozumieć jako obowiązek wyjaśniania swoich decyzji społeczeństwu i jego wybranym przedstawicielom, co umożliwi rozliczanie banku centralnego z realizacji jego celów.

Od chwili swego powstania EBC rozumiał fundamentalne znaczenie odpowiedzialności za decyzje w zakresie prowadzonej polityki i prowadził regularny dialog ze społeczeństwem UE oraz Parlamentem Europejskim. O poważnym pojmowaniu odpowiedzialności przez EBC świadczą m.in. duża liczba publikacji wydanych w 2005 r. oraz liczne przemówienia wygłoszone przez członków Rady Prezesów na przestrzeni roku (zob. podrozdział 2 rozdziału 6).

Traktat stawia przed EBC określone wymagania w zakresie sprawozdawczości obejmujące publikację raportów kwartalnych, tygodniowych sprawozdań finansowych oraz raportu rocznego. EBC wywiązuje się z tych obowiązków z nawiązką, publikując na przykład zamiast raportu kwartalnego Biuletyn Miesięczny, organizując comiesięczne konferencje prasowe, a także podając co miesiąc do wiadomości publicznej decyzje Rady Prezesów uzupełniające jej decyzje o stopach procentowych.

Na poziomie instytucjonalnym Traktat wyznacza Parlamentowi Europejskiemu ważną rolę w zakresie odpowiedzialności EBC. W 2005 r., zgodnie z postanowieniami art. 113 Traktatu, Prezes przedstawił na sesji plenarnej Parlamentu Europejskiego Raport Roczny EBC za 2004 r. Ponadto Prezes regularnie zdawał sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej

i innych zadań EBC podczas kwartalnych wystąpień przed Parlamentarną Komisją Gospodarczą i Monetarną (KGM) (*Committee on Economic and Monetary Affairs – ECON*).

Inni członkowie Zarządu byli również wielokrotnie zapraszani do występowania przed Parlamentem Europejskim. W kwietniu 2005 r. Wiceprezes przedstawił Komisji Gospodarczej i Monetarniej Raport Roczny EBC za 2004 r. W październiku Lorenzo Bini Smaghi został zaproszony przez wspomnianą Komisję do wymiany poglądów na temat przeglądu strategicznego działalności MFW (zob. podrozdział 2.1 rozdziału 4).

Zgodnie z ustalonym zwyczajem delegacja członków KGM odwiedziła EBC, aby wymienić z członkami Zarządu poglądy na wiele tematów. Ponadto odbywały się nieformalne rozmowy z członkami Parlamentu Europejskiego na tematy dotyczące rozliczenia i rozrachunku papierów wartościowych w UE oraz zagadnień dotyczących komunikacji związanych ze wspólną walutą, ze szczególnym uwzględnieniem planów nowych państw członkowskich UE dotyczących przyjęcia euro. EBC nadal stosował także praktykę dobrowolnego odpowiadania na pisemne pytania przedstawiane przez członków Parlamentu, dotyczące kwestii leżących w kompetencjach EBC.

Art. 112 Traktatu stanowi, że Parlament Europejski opiniuje kandydatów na członków Zarządu przed ich nominacją. W celu przygotowania swojego stanowiska Parlament poprosił Lorenzo Bini Smaghię, aby przedstawił Komisji Gospodarczej i Monetarniej swoje poglądy i odpowiedział na pytania członków Komisji. Po przesłuchaniu Parlament zaaprobował jego nominację.

2 WYBRANE TEMATY PORUSZANE PODCZAS SPOTKAŃ Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM

Wymiana poglądów między EBC a Parlamentem Europejskim dotyczyła wielu tematów, a kwestie poruszane podczas wystąpień Prezesa w Parlamencie Europejskim koncentrowały się wokół polityki pieniężnej. Poniżej przedstawiono niektóre spośród innych omawianych zagadnień.

REFORMA PAKTU STABILNOŚCI I WZROSTU

Znaczna część dyskusji między Parlamentem Europejskim a EBC dotyczyła zmian w finansach publicznych oraz reformy Paktu Stabilności i Wzrostu. W podjętej w lutym 2005 r. uchwale w sprawie finansów publicznych w ramach UGW Parlament Europejski ostrzegł, że „nadmierne wydatki rządów zagrażają stabilności cen, niskim stopom procentowym oraz inwestycjom rządowym, ograniczając dodatkowo zdolność do zmierzenia się z problemem zachodzących zmian demograficznych”. W związku z reformą Paktu Stabilności i Wzrostu Parlament z uznaniem przyjął wzmocnienie prewencyjnych funkcji Paktu oraz większą uwagę przywiązywaną do kwestii poziomu zadłużenia i celów strategii lizbońskiej. Równocześnie wyraził zaniepokojenie brakiem jasności w zakresie zasad dotyczących korekcyjnych funkcji paktu oraz ubolewanie z powodu niewykorzystanej okazji do wzmocnienia roli Komisji Europejskiej.

Prezes EBC z zadowoleniem przyjął znaczną zbieżność poglądów obydwu instytucji na wspomnianą kwestię. Podczas wystąpień przed Komisją Gospodarczą i Monetarną Prezes podkreślił, że prawidłowa polityka fiskalna jest nieodzownym warunkiem sukcesu UGW. W tym kontekście stwierdził, że reforma Paktu stworzyła okazję do ponownego zobowiązania się do prowadzenia prawidłowej polityki fiskalnej, pod warunkiem, że zmienione zasady będą wdrażane w sposób rygorystyczny i konsekwentny (zob. podrozdział 1.1 rozdziału 4).

ŚRÓDOKRESOWY PRZEGLĄD STRATEGII LIZBOŃSKIEJ

Inną kwestią regularnie omawianą przez EBC i Parlament Europejski był śródkresowy

przeгляд strategii lizbońskiej. W uchwałach dotyczących tego zagadnienia Parlament z zadowoleniem powitał zobowiązanie się Rady UE oraz Komisji Europejskiej do nadania strategii lizbońskiej nowej dynamiki oraz wyraził poparcie dla nowych zasad zarządzania. Parlament podkreślił również, że „dla osiągnięcia celów gospodarczych, społecznych oraz środowiskowych [...] konieczne jest zagwarantowanie trwałych, ukierunkowanych na wzrost warunków makroekonomicznych”. Parlament wyraził ubolewanie z powodu nieprzyjęcia przez Radę Europejską sugestii grupy wysokiego szczebla pod przewodnictwem Wima Koka, że Komisja powinna sporządzać coroczne rankingi obrazujące postępy państw członkowskich w osiąganiu celów strategii lizbońskiej.

Prezes EBC stwierdził, że znowelizowana strategia lizbońska stanowi dobry plan wykorzystania europejskiego potencjału w zakresie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Zgodził się ponadto ze stanowiskiem Parlamentu, że stabilne środowisko makroekonomiczne jest niezbędnym warunkiem szybszego wzrostu i wyższego zatrudnienia. Podkreślił również potrzebę wyznaczenia wskaźnika porównawczego do mierzenia postępów oraz potrzebę wzajemnego wsparcia na szczeblu europejskim w celu sprawniejszego wdrażania reform strukturalnych (zob. podrozdział 1.1 rozdziału 4).

POLITYKA KOMUNIKACJI SPOŁECZNEJ DOTYCZĄCA EURO I UGW

W 2005 r. Parlament Europejski zajmował się również szczegółami polityki komunikacji z obywatelami obecnych i przyszłych krajów strefy euro, dotyczącej wspólnej waluty oraz UGW. Odpowiedzialny za tę kwestię sprawozdawca Parlamentu Europejskiego odwiedził w marcu EBC w celu wymiany poglądów z członkiem Zarządu José Manuelem Gonzálezem-Páramo i ekspertami EBC. W uchwale dotyczącej wdrożenia strategii informacyjnej oraz komunikacyjnej w zakresie euro i UGW Parlament z uznaniem wyrażał się

o zaletach UGW, określając euro jako „prawdopodobnie najbardziej udany projekt europejski w historii”. Wezwał również do opracowania spójnej, ambitnej i długoterminowej strategii komunikacyjnej dotyczącej euro i UGW w celu wsparcia wspólnej waluty oraz przygotowania przyszłych członków strefy do płynnego przejścia na euro. Zasugerował m.in., aby EBC sporządzał coroczne ilościowe analizy dotyczące korzyści dla obywateli wynikające z wprowadzenia wspólnej waluty.

Podczas wystąpienia na sesji plenarnej Parlamentu Europejskiego Prezes podkreślił, że EBC rozważa wszelkie stosowne środki w celu sprawnego upowszechniania informacji o zaletach wspólnej waluty. Wyjaśnił, że szeroko zakrojona analiza ilościowa korzyści wynikających z wprowadzenia euro może napotkać na trudności metodologiczne i ograniczenia w dostępie do danych. W liście do Parlamentu stwierdzono również, że wspomniana analiza musiałaby potencjalnie uwzględniać kwestie wykraczające poza zakres działalności banku centralnego.

INTEGRACJA FINANSOWA I ZWIĄZANE Z NIĄ PRZEPISY

Kwestie związane z integracją finansową i stosownymi przepisami były ponownie ważnym tematem dyskusji między EBC a Parlamentem Europejskim. Parlament zwrócił szczególną uwagę na działania ESBC i Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR) w zakresie rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych. W uchwale podjętej w związku ze wspomnianą kwestią w lipcu 2005 r. Parlament stwierdził, że standardy ESBC-CESR (zob. podrozdział 4.3 rozdziału 3) nie mogą przeważać nad prawodawstwem UE oraz podkreślił potrzebę szerokich i otwartych konsultacji między stronami, których dotyczy to zagadnienie.

Prezes podkreślił fakt, że standardy te stanowią ważny wkład w bezpieczną i zintegrowaną infrastrukturę rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, a ESBC oraz CESR podejmowały decyzje w sposób otwarty

i przejrzysty, po przeprowadzeniu szerokich konsultacji z uczestnikami rynku. Prezes stwierdził również, że standardy ESBC-CESR nie wykluczają ani nie umożliwiają wprowadzenia przyszłych aktów prawnych w tej dziedzinie.

BANKNOTY I MONETY EURO

W 2005 r. dyskutowano również kwestię ewentualnej emisji banknotów euro o bardzo niskich nominałach. Oprócz wystosowania do Prezesa zapytań w tej sprawie na piśmie, Parlament Europejski uchwalił deklarację wzywającą Komisję Europejską, Radę UE oraz EBC do uznania potrzeby wyemitowania banknotów o nominałach 1 i 2 euro.

W 2004 r. Rada Prezesów zadecydowała o niepodejmowaniu emisji banknotów euro o bardzo niskich nominałach, ponieważ argumenty przeciw ich wprowadzeniu przeważały nad argumentami na ich korzyść. Podejmując decyzję Rada Prezesów kierowała się niewystarczającym zapotrzebowaniem społecznym na banknoty o bardzo niskich nominałach, trudnościami praktycznymi dla stron trzecich w związku z ich wprowadzeniem oraz wysokimi kosztami druku banknotów i wprowadzenia ich do obiegu. Prezes wyjaśnił, że nie pojawiły się żadne nowe dowody, które mogłyby wpłynąć na zmianę stanowiska Rady Prezesów.

Autor

Natividad Bermejo

Tytuł

Duérmete niño, 2000

Materiał

Grafika na papierze

Format

145 x 212 cm

© ECB i autor



ROZDZIAŁ 6

KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA

I POLITYKA KOMUNIKACJI

Komunikacja społeczna stanowi integralną część polityki pieniężnej EBC oraz jego działalności w innych dziedzinach. W działaniach komunikacyjnych EBC kieruje się dwiema zasadami – otwartości i przejrzystości, co przyczynia się do skuteczności, efektywności oraz wiarygodności polityki pieniężnej Banku. Zasady te sprzyjają również staraniom EBC mającym na celu wyczerpujące informowanie o prowadzonej działalności, co szczegółowo omówiono w rozdziale 5.

Wdrażana od 1999 r. koncepcja bieżącej, systematycznej i szczegółowej prezentacji ocen oraz decyzji EBC 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. Po złożeniu szczegółowego oświadczenia wstępnego 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 dwudziestu językach urzędowych UE, podobnie jak skonsolidowane sprawozdania finansowe Eurosystemu. Inne publikacje statutowe EBC – Raport Roczny, kwartalna wersja Biuletynu Miesięcznego oraz Raport o konwergencji – są publikowane w dziewiętnastu z dwudziestu języków urzędowych UE¹. W ramach przejrzystości działań i odpowiedzialności wobec społeczeństw europejskich oraz wybranych przez nich przedstawicieli EBC publikuje także inne dokumenty we wszystkich językach urzędowych – w szczególności komunikaty prasowe o decyzjach dotyczących polityki pieniężnej, projekcje makroekonomiczne opracowywane przez ekspertów oraz stanowiska w kwestiach gospodarczych istotnych dla szerszych kręgów społecznych.

Przygotowanie, publikacja i dystrybucja najważniejszych publikacji EBC w różnych wersjach językowych są prowadzone w ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnymi.

1 Przejściowo nie są one publikowane w języku maltańskim.

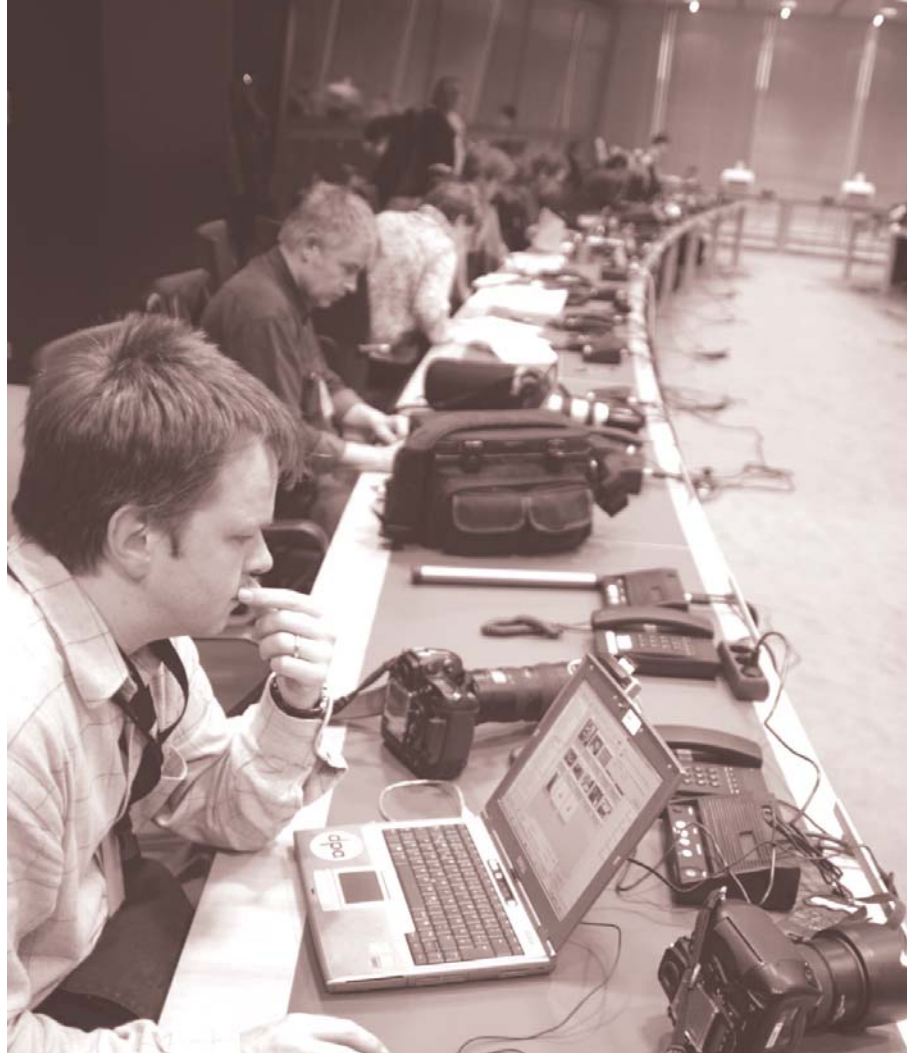
2 DZIAŁALNOŚĆ KOMUNIKACYJNA

W związku ze swoją działalnością istnieje potrzeba zwracania się przez EBC do wielu odbiorców – ekspertów finansowych, dziennikarzy, rządów, parlamentów oraz społeczeństw – o różnym poziomie wiedzy finansowej i ekonomicznej. Mandat oraz decyzje Banku dotyczące polityki gospodarczej są zatem objaśniane przy wykorzystaniu całego zestawu narzędzi i działań komunikacyjnych, które są stale udoskonalane w celu zwiększenia ich skuteczności.

EBC publikuje wiele studiów i raportów. Raport Roczny stanowi przegląd działalności EBC w poprzednim roku, co daje możliwość rozliczenia Banku ze jego działania. Biuletyn Miesięczny przedstawia regularnie uaktualniane oceny EBC w zakresie sytuacji gospodarczej i monetarnej oraz szczegółowe informacje leżące u podstaw decyzji podejmowanych przez Bank. EBC, publikując dokumenty robocze i okolicznościowe, jak również organizując konferencje naukowe, seminaria i warsztaty, przyczynia się do upowszechniania wyników badań.

W 2005 r. EBC we współpracy z krajowymi bankami centralnymi strefy euro stworzył narzędzie edukacyjne przeznaczone dla uczniów i nauczycieli. Ma ono w obszerny i jasny sposób przedstawić powody, dla których stabilność cen jest ważna dla zapewnienia długoterminowego dobrobytu oraz wyjaśnić, jak polityka pieniężna EBC przyczynia się do osiągnięcia tego celu. Wydany w językach strefy euro i rozpowszechniony w około 50 tys. szkół średnich tego obszaru zestaw informacyjny zawiera ośmiominutowy film, broszury dla uczniów oraz książeczkę przeznaczoną dla nauczycieli. Można go również pobrać z serwisu internetowego EBC – jest tam dostępny we wszystkich językach urzędowych UE.

EBC udoskonalił również metodę informowania rynków finansowych o decyzjach w dziedzinie polityki pieniężnej oraz ogłaszania komunikatów społeczeństwu. Od lutego 2005 r. comiesięczne konferencje prasowe są



transmitowane na żywo w serwisie internetowym EBC. Ponadto wkrótce po konferencji udostępniane są odpowiednie pliki dźwiękowe oraz wideo.

Wraz z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych i bankami centralnymi państw grupy G10 EBC zainicjował nową publikację pod tytułem *International Journal of Central Banking*; pierwsze kwartalne wydanie ukazało się 19 maja 2005 r. Prezentuje ona istotne z punktu widzenia polityki gospodarczej artykuły na temat teorii i praktyki bankowości centralnej, ze szczególnym naciskiem położonym na badania w obszarze polityki pieniężnej i stabilności finansowej.

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 2005 r. członkowie Zarządu wygłosili około 220 przemówień i udzielili licznych wywiadów, jak również publikowali artykuły w periodykach naukowych, czasopismach i gazetach.

Krajowe banki centralne strefy euro również odgrywają ważną rolę w upowszechnianiu informacji dotyczących euro i działalności Eurosystemu wśród społeczeństw oraz zainteresowanych podmiotów w poszczególnych krajach, zwracając się do różnorodnych grup odbiorców na szczeblu regionalnym i krajowym w ich własnym języku i środowisku.

EBC przyjmuje też grupy zwiedzających w swojej siedzibie we Frankfurcie. W 2005 r. około 8 tys. gości uzyskało informacje z pierwszej ręki w postaci prezentacji oraz wykładów wygłoszonych przez personel 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. W 2005 r. odpowiedziano na około 65 tys. zapytań złożonych różnymi kanałami.

EBC organizuje coroczne Dni Kultury ukierunkowane na przybliżenie społeczeństwu i samym pracownikom EBC różnorodności i kulturowej i dynamiki państw członkowskich UE. Co roku inicjatywa ta koncentruje się na bogactwie i kulturze konkretnego kraju, przyczyniając się w ten sposób do lepszego poznania się krajów UE. W roku 2005 Dni Kultury poświęcone były Węgrom, w 2003 – Portugalii, a w 2004 – Polsce. Program imprez powstał przy ścisłej współpracy z Bankiem Centralnym Węgier i odbywał się pomiędzy 2 a 28 listopada.

Autor

Pedro Proença

Tytuł

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Material

Akryl na płótnie

Format

200 x 150 cm

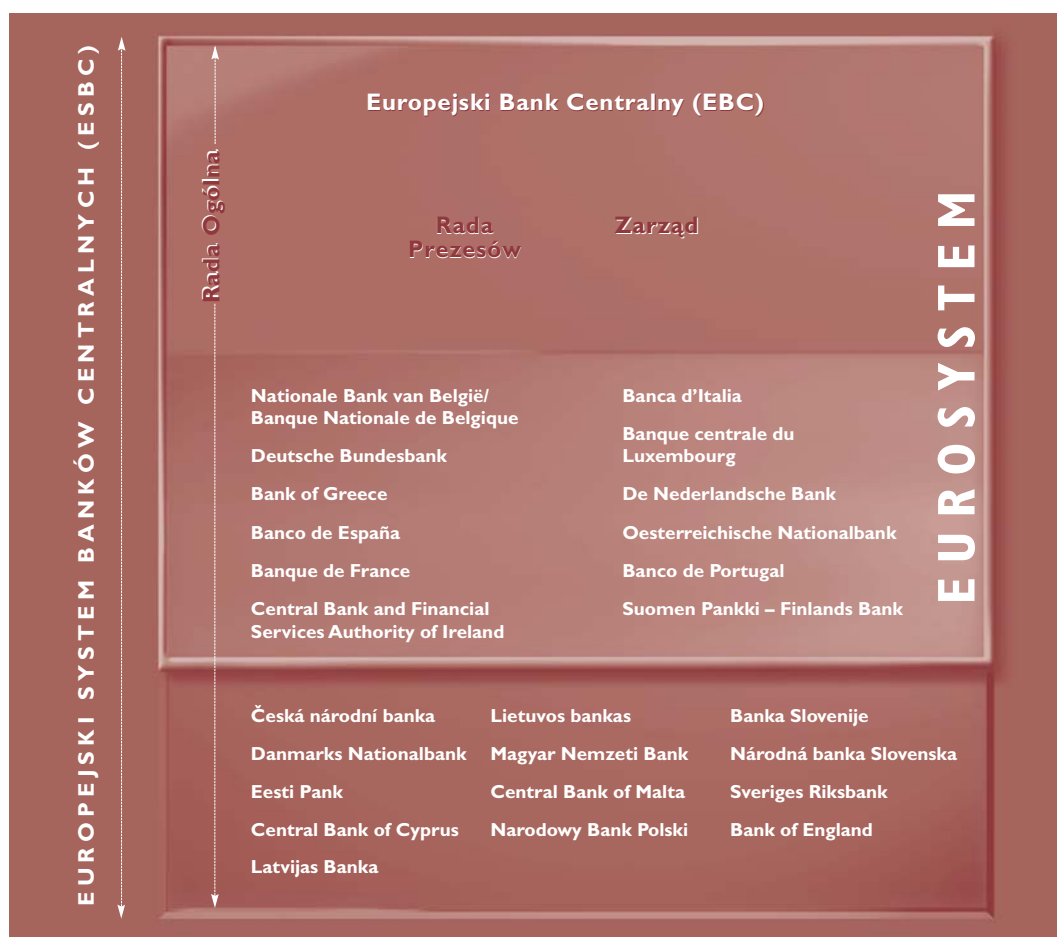
© ECB i autor



**RAMY INSTYTUCJONALNE,
ORGANIZACJA
I ROCZNE SPRAWOZDANIA
FINANSOWE**

I ORGANY DECYZYJNE I ŁĄD KORPORACYJNY W EUROPEJSKIM BANKU CENTRALNYM

I.1 EUROSISTEM I EUROPEJSKI SYSTEM BANKÓW CENTRALNYCH



Eurosystem jest centralnym systemem bankowym strefy euro. Obejmuje Europejski Bank Centralny (EBC) oraz krajowe banki centralne (KBC) dwunastu państw członkowskich UE, których walutą jest euro. Rada Prezesów przyjęła termin „Eurosystem”, aby ułatwić zrozumienie struktury powiązań między bankami centralnymi w strefie euro. Termin ten podkreśla wspólną tożsamość oraz współpracę wszystkich członków, którzy tworzą zespół. W styczniu 2005 r. EBC oraz krajowe banki centralne strefy euro opublikowały w swoich serwisach internetowych informacje o misji Eurosystemu oraz jego celach strategicznych i zasadach organizacyjnych dotyczących realizacji zadań przez wszystkich członków.

ESBC obejmuje EBC oraz KBC wszystkich państw członkowskich UE (obecnie 25), czyli również KBC tych państw członkowskich, które jeszcze nie przyjęły euro. Dopóki będą istniały państwa członkowskie, które nie przystąpiły do strefy euro, konieczne będzie rozróżnienie pomiędzy Eurosystemem a ESBC.

W świetle międzynarodowego prawa publicznego EBC posiada osobowość prawną. Został utworzony jako trzon Eurosystemu oraz ESBC i gwarantuje realizację ich zadań zarówno poprzez działania własne, jak i krajowych banków centralnych.

W świetle prawa krajowego poszczególnych państw każdy KBC posiada osobowość prawną.

Krajowe banki centralne strefy euro, stanowiące integralną część Eurosystemu, wykonują zadania powierzone Eurosystemowi zgodnie z zasadami ustalonymi przez organy decyzyjne EBC. KBC wnoszą również wkład w prace Eurosystemu i ESBC przez uczestnictwo w pracach komitetów Eurosystemu/ESBC (zob. podrozdział 1.5 niniejszego rozdziału). Banki te mogą pełnić, na własną odpowiedzialność, funkcje niezwiązane z Eurosystemem, chyba że Rada Prezesów uzna je za sprzeczne z celami i zadaniami Eurosystemu.

Eurosystem i ESBC są kierowane przez organy decyzyjne EBC: Radę Prezesów oraz Zarząd. Trzecim organem decyzyjnym EBC jest Rada Ogólna, która będzie działać dotąd, dopóki istnieją kraje członkowskie UE, które nie przyjęły jeszcze euro. Funkcjonowanie organów decyzyjnych podlega postanowieniom Traktatu, Statutu ESBC i odpowiednich regulaminów¹. Decyzje w ramach Eurosystemu i ESBC są podejmowane w sposób scentralizowany. EBC i banki centralne krajów strefy euro realizują jednak wspólne cele strategiczne i operacyjne z pełnym poszanowaniem zasady decentralizacji, zgodnie ze Statutem ESBC.

I.2 RADA PREZESÓW

W skład Rady Prezesów wchodzi wszyscy członkowie Zarządu EBC oraz prezesi krajowych banków centralnych państw członkowskich, które przyjęły euro. Zgodnie z Traktatem do najważniejszych zadań Rady należą:

- uchwalanie wytycznych i podejmowanie decyzji niezbędnych do zapewnienia wykonania zadań powierzonych Eurosystemowi;
- ustalanie polityki pieniężnej strefy euro, włącznie z odpowiednimi decyzjami w sprawie pośrednich celów pieniężnych, podstawowych stóp procentowych i wielkości rezerw w ramach Eurosystemu oraz określanie wytycznych koniecznych do ich realizacji.

Rada Prezesów zbiera się zazwyczaj dwa razy w miesiącu w siedzibie EBC we Frankfurcie nad Menem w Niemczech. Na pierwszym posiedzeniu każdego miesiąca dokonuje między innymi dogłębnej oceny sytuacji pieniężnej i gospodarczej oraz podejmuje odpowiednie decyzje. Drugie posiedzenie jest zazwyczaj poświęcone sprawom związanym z innymi zadaniami i obowiązkami EBC oraz Eurosystemu. W 2005 r. dwa posiedzenia odbyły się poza Frankfurt: gospodarzem jednego z nich był Deutsche Bundesbank w Berlinie, a drugiego Bank Grecji w Atenach.

Podejmując decyzje w sprawie polityki pieniężnej oraz innych zadań EBC i Eurosystemu, członkowie Rady Prezesów nie działają jako przedstawiciele swoich krajów, lecz występują całkowicie niezależnie. Odzwierciedla to przyjęta przez Radę zasada „jeden członek, jeden głos”.

¹ Informacje dotyczące Regulaminu EBC można znaleźć w Decyzji EBC/2004/2 z 19 lutego 2004 r. przyjmującej Regulamin Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 80 z 18.03.2004 r., s. 33; Decyzji EBC/2004/12 z 17 czerwca 2004 r. przyjmującej Regulamin Rady Ogólnej EBC, Dz.U. L 230 z 30.06.2004 r., s. 61 oraz Decyzji EBC/1999/7 z 12 października 1999 r. w sprawie Regulaminu Zarządu EBC, Dz.U. L 314 z 8.12.1999 r., s. 34. Regulaminy te są również dostępne w serwisie internetowym EBC.

RADA PREZESÓW



Jean-Claude Trichet

Prezes EBC

Lucas D. Papademos

Wiceprezes EBC

Lorenzo Bini Smaghi (od 1 czerwca 2005 r.)

Członek Zarządu EBC

Jaime Caruana

Prezes Banco de España

Vítor Constâncio

Prezes Banco de Portugal

Vincenzo Desario

(od 20 grudnia 2005 r. do 15 stycznia 2006 r.)

Pełniący obowiązki Prezesa Banca d'Italia

Mario Draghi (od 16 stycznia 2006 r.)

Prezes Banca d'Italia

Antonio Fazio (do 19 grudnia 2005 r.)

Prezes Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Prezes Banku Grecji

José Manuel González-Páramo

Członek Zarządu EBC

John Hurley

Prezes Central Bank and Financial Services
Authority of Ireland

Otmar Issing

Członek Zarządu EBC

Klaus Liebscher

Prezes Oesterreichische Nationalbank

Erkki Liikanen

Prezes Suomen Pankki – Banku Finlandii

Yves Mersch

Prezes Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Prezes Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa

(do 31 maja 2005 r.)

Członek Zarządu EBC

Guy Quaden

Prezes Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

Gertrude Tumpel-Gugerell

Członek Zarządu EBC

Axel A. Weber

Prezes Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Prezes De Nederlandsche Bank

Ostatni rząd (od lewej):

Lorenzo Bini Smaghi,
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

Środkowy rząd (od lewej):

Jaime Caruana, Vítor Constâncio,
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,
John Hurley, Guy Quaden

Pierwszy rząd (od lewej):

Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Nout Wellink,
Christian Noyer

1.3 ZARZĄD

W skład Zarządu wchodzi Prezes i Wiceprezes EBC oraz czterech innych członków mianowanych za wspólnym porozumieniem szefów państw i rządów państw członkowskich strefy euro. Zarząd zbiera się zazwyczaj raz w tygodniu, a do jego głównych obowiązków należą:

- przygotowywanie posiedzeń Rady Prezesów;
- realizowanie polityki pieniężnej strefy euro zgodnie z wytycznymi i decyzjami Rady

- Prezesów, włącznie z wydawaniem niezbędnych poleceń KBC strefy euro;
- kierowanie bieżącą działalnością EBC;
- wykonywanie uprawnień delegowanych przez Radę Prezesów, w tym niektórych uprawnień regulacyjnych.

Komitet ds. Zarządzania, na czele którego stoi członek Zarządu, doradza i służy pomocą Zarządowi w sprawach dotyczących zarządzania, planowania działalności i opracowywania rocznego budżetu EBC.

Drugi rząd (od lewej):

Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

Pierwszy rząd (od lewej):

Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (Prezes EBC),
Lucas D. Papademos
(Wiceprezes EBC)



Jean-Claude Trichet

Prezes EBC

Lucas D. Papademos

Wiceprezes EBC

Lorenzo Bini Smaghi

(od 1 czerwca 2005 r.)

Członek Zarządu EBC

José Manuel González-Páramo

Członek Zarządu EBC

Otmar Issing

Członek Zarządu EBC

Tommaso Padoa-Schioppa

(do 31 maja 2005 r.)

Członek Zarządu EBC

Gertrude Tumpel-Gugerell

Członek Zarządu EBC

1.4 RADA OGÓLNA

Rada Ogólna składa się Prezesa i Wiceprezesa EBC oraz prezesów KBC wszystkich państw członkowskich UE. Rada jest odpowiedzialna przede wszystkim za wykonanie tych zadań przejętych od EIW, które muszą nadal być realizowane przez EBC w związku z tym, że nie wszystkie państwa członkowskie przyjęły euro. W 2005 r. Rada Ogólna zebrała się cztery razy. W marcu 2005 r. Rada Ogólna podjęła decyzję o zaproszeniu prezesów banków centralnych Bułgarii oraz Rumunii do uczestniczenia

w posiedzeniach Rady w charakterze obserwatorów od chwili podpisania przez te państwa Traktatu Akcesyjnego. Decyzja ta jest zgodna z podejściem przyjętym w 2003 r. wobec dziesięciu banków centralnych państw przystępujących wówczas do UE w celu usprawnienia współpracy z nimi i przygotowania ich do wejścia w skład ESBC. 16 czerwca 2005 r. prezesi banków centralnych Bułgarii i Rumunii po raz pierwszy uczestniczyli w posiedzeniu Rady Ogólnej w charakterze obserwatorów.



Ostatni rząd (od lewej):

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

Środkowy rząd (od lewej):

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Jári

Pierwszy rząd (od lewej):

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersen, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden

Uwaga: Mervyn King i Ivan Šramko nie byli obecni na posiedzeniu, podczas którego zrobiono tę fotografię.

Jean-Claude Trichet Prezes EBC
Lucas D. Papademos Wiceprezes EBC
Bodil Nyboe Andersen
(do 31 października 2005 r.)
Prezes Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz
Prezes Narodowego Banku Polskiego
Nils Bernstein (od 1 listopada 2005 r.)
Prezes Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello
Prezes Centralnego Banku Malty
Jaime Caruana Prezes Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Prezes Centralnego Banku Cypru
Vítor Constâncio Prezes Banco de Portugal
Vincenzo Desario
(od 20 grudnia 2005 r. do 15 stycznia 2006 r.)
Pełniący obowiązki Prezesa Banca d'Italia
Mario Draghi (od 16 stycznia 2006 r.)
Prezes Banca d'Italia
Antonio Fazio (do 19 grudnia 2005 r.)
Prezes Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas Prezes Banku Grecji
Mitja Gaspari Prezes Banka Slovenije
Lars Heikensten (do 31 grudnia 2005 r.)
Prezes Sveriges Riksbank

John Hurley
Prezes Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves (od 1 stycznia 2006 r.)
Prezes Sveriges Riksbank
Zsigmond Jári Prezes Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Prezes Bank of England
Vahur Kraft (do 6 czerwca 2005 r.) Prezes Eesti Pank
Klaus Liebscher
Prezes Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Prezes Suomen Pankki – Banku Finlandii
Andres Lipstok (od 7 czerwca 2005 r.)
Prezes Eesti Pank
Yves Mersch Prezes Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer Prezes Banque de France
Guy Quaden
Prezes Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Prezes Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Prezes Zarządu Lietuvos bankas
Ivan Šramko Prezes Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma Prezes Česká národní banka
Axel A. Weber Prezes Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Prezes De Nederlandsche Bank

I.5 KOMITETY EUROSISTEMU/ESBC, KOMITET BUDŻETOWY ORAZ KONFERENCJA DS. ZASOBÓW LUDZKICH



Komitety Eurosystemu/ESBC nadal odgrywają ważną rolę wspomagając organy decyzyjne EBC w realizacji ich zadań. Na wniosek Rady Prezesów i Zarządu komitety wydawały opinie w zakresie swoich kompetencji ułatwiając podejmowanie decyzji. W skład komitetów wchodzi zazwyczaj wyłącznie pracownicy banków centralnych Eurosystemu. Jeżeli jednak komitet zajmuje się sprawami, które wchodzi w zakres kompetencji Rady Ogólnej, w jego zebraniach uczestniczą przedstawiciele KBC państw, które nie przyjęły jeszcze euro. W razie potrzeby mogą być również zapraszani przedstawiciele innych właściwych instytucji, takich jak krajowe organy nadzorcze w przypadku Komitetu Nadzoru Bankowego. Od chwili podpisania Traktatu Akcesyjnego w kwietniu 2005 r. i zgodnie z decyzją o zapraszaniu na posiedzenia Rady Ogólnej

prezesów banków centralnych państw przystępujących do UE, gdy zebrania komitetów ESBC dotyczą spraw wchodzących w zakres kompetencji Rady Ogólnej zapraszani są na nie w charakterze obserwatorów specjaliści z bułgarskiego i rumuńskiego banku centralnego. Obecnie działa dwanaście komitetów Eurosystemu/ESBC, które zostały powołane zgodnie z art. 9 Regulaminu EBC.

Komitet Budżetowy, który powstał na mocy art. 15 Regulaminu, wspomaga Radę Prezesów w kwestiach związanych z budżetem EBC.

W listopadzie 2005 r. Rada Prezesów powołała na mocy art. 9a Regulaminu Konferencję ds. Zasobów Ludzkich. (zob. podrozdział 2 niniejszego rozdziału).

1.6 ŁAD KORPORACYJNY

Oprócz organów decyzyjnych, system ładu korporacyjnego EBC składa się z wielu szczebli kontroli zewnętrznej i wewnętrznej, a także z zasad dotyczących publicznego dostępu do dokumentów EBC.

SZCZEBLE KONTROLI ZEWNĘTRZNEJ

Statut ESBC przewiduje dwa szczeble kontroli zewnętrznej. Pierwszym z nich jest audytor zewnętrzny², którego zadaniem jest kontrola rocznych sprawozdań finansowych EBC (zgodnie z art. 27.1 Statutu ESBC), a drugim – Europejski Trybunał Obrachunkowy, kontrolujący skuteczność zarządzania EBC (art. 27.2). Raport roczny Trybunału wraz z odpowiedzią EBC jest publikowany w serwisie internetowym EBC oraz Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej.

W sierpniu 2002 r. Rada Prezesów zdecydowała, że w celu zagwarantowania pełnej niezależności audytora zewnętrznego EBC należy zastosować zasadę rotacji firm audytorskich. Decyzja ta została wdrożona w ramach procedury wyznaczania audytorów zewnętrznych EBC.

SZCZEBLE KONTROLI WEWNĘTRZNEJ

System kontroli wewnętrznej EBC jest oparty na podejściu funkcjonalnym. Każda jednostka organizacyjna (sekcja, dział, dyrekcja lub dyrekcja generalna) jest odpowiedzialna za własną kontrolę wewnętrzną i sprawność działania. W związku z tym jednostki wdrażają procedury kontroli operacyjnej w ramach swojej dziedziny działalności i określają możliwy do przyjęcia poziom ryzyka. Na przykład obowiązujący zestaw zasad i procedur zwanych „chińskim murem” ma zapobiec przedostawaniu się wewnątrznych informacji z jednostek odpowiedzialnych za politykę pieniężną do jednostek zajmujących się zarządzaniem rezerwami walutowymi EBC i portfelem funduszy własnych. Oprócz narzędzi kontroli stosowanych przez wszystkie jednostki organizacyjne, poszczególne działy w obrębie Dyrekcji Generalnej ds. Kadrowych,

Budżetu i Organizacji monitorują proces kontrolny, zgłaszając propozycje mające na celu usprawnienie procesu identyfikacji, oceny oraz redukcji ryzyka na szczeblu EBC.

Niezależnie od systemu kontroli i monitorowania ryzyka EBC, Dyrekcja Audytu Wewnętrznego przeprowadza kontrole zlecane przez Zarząd. Zgodnie z mandatem określonym w Karcie Audytu EBC³, audytorzy wewnętrzni oceniają doraźnie prawidłowość i skuteczność funkcjonowania systemu kontroli wewnętrznej EBC oraz jakość pracy EBC przy realizacji powierzonych zadań. Audytorzy wewnętrzni EBC działają zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Zawodowymi Audytu Wewnętrznego opracowanymi przez Instytut Audytorów Wewnętrznych.

Komitet Audytorów Wewnętrznych – 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 EBC obowiązują dwa Kodeksy Postępowania. Pierwszy obowiązuje członków Rady Prezesów odzwierciedlając fakt, że ponoszą oni odpowiedzialność za ochronę zasad i reputacji Eurosystemu oraz za skuteczność jego funkcjonowania⁴. Kodeks ten zawiera wytyczne i ustanawia normy etyczne dla członków Rady Prezesów oraz ich zastępców, gdy pełnią funkcje członków Rady Prezesów. Rada Prezesów powołała też doradcę, który udziela jej członkom wskazówek odnośnie niektórych zasad postępowania. Drugim kodeksem jest Kodeks Postępowania EBC, zawierający wytyczne i ustanawiający wzorce dla pracowników EBC i członków Zarządu, którzy są zobowiązani do przestrzegania

2 W wyniku przetargu przeprowadzonego w 2002 r. audytorem zewnętrznym EBC na pięcioletni okres obejmujący lata finansowe 2003–2007 została firma KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

3 Aby zapewnić przejrzystość systemu audytu EBC, Karta została opublikowana w serwisie internetowym Banku.

4 Zob. Kodeks Postępowania członków Rady Prezesów, Dz.U. C 123 z 24.05.2002 r., s. 9 oraz serwis internetowy EBC.

wysokich standardów etyki zawodowej podczas wykonywania swoich obowiązków⁵. Zgodnie z zawartymi w Kodeksie Postępowania zasadami przeciwdziałania nieuprawnionemu wykorzystaniu informacji, pracowników EBC i członków Zarządu obowiązuje zakaz wykorzystywania informacji niedostępnych publicznie w prywatnych transakcjach finansowych dokonywanych na własne ryzyko i rachunek lub na ryzyko i rachunek osób trzecich⁶. Wyznaczony przez Zarząd Doradca ds. Etyki zapewnia spójną interpretację powyższych zasad.

ZWALCZANIE NADUŻYĆ FINANSOWYCH

W 1999 r. Parlament Europejski i Rada UE przyjęły rozporządzenie⁷ w celu nasilenia walki z nadużyciami finansowymi, korupcją i wszelką inną nielegalną działalnością na szkodę interesów finansowych Wspólnot Europejskich. Rozporządzenie to przewiduje m.in., że w przypadku podejrzeń o nadużycia finansowe Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych (OLAF) może prowadzić dochodzenia wewnętrzne w instytucjach, organach, urzędach i agencjach Wspólnoty.

Rozporządzenie OLAF przewiduje, że każda z wymienionych jednostek podejmie decyzje umożliwiające przeprowadzanie takich dochodzeń w jej obrębie. W czerwcu 2004 r. Rada Prezesów podjęła decyzję⁸ dotyczącą warunków prowadzenia przez OLAF dochodzeń w Europejskim Banku Centralnym; weszła ona w życie 1 lipca 2004 r.

PUBLICZNY DOSTĘP DO DOKUMENTÓW EBC

Podjęta w marcu 2004 r. decyzja Europejskiego Banku Centralnego o publicznym dostępie do dokumentów EBC⁹ 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 EBC.

W 2005 r. liczba wniosków dotyczących dostępu do dokumentów była nadal niewielka.

- 5 Zob. Kodeks Postępowania Europejskiego Banku Centralnego zgodnie z art. 11.3 Regulaminu EBC, Dz.U. C 76 z 08.03.2001 r., s. 12, oraz serwis internetowy EBC.
- 6 Zob. Część 1.2 Regulaminu Pracownika EBC zawierająca zasady dotyczące postępowania pracowników i tajemnicy zawodowej, Dz.U. C 92 z 16.04.2004 r., s. 31 oraz serwis internetowy EBC.
- 7 Rozporządzenie (WE) nr 1073/1999 Parlamentu Europejskiego i Rady z 25 maja 1999 r. dotyczące dochodzeń prowadzonych przez Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych (OLAF), Dz.U. L 136 z 31.05.1999 r., s. 1.
- 8 Decyzja EBC/2004/11 w sprawie warunków prowadzenia przez Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych dochodzeń w Europejskim Banku Centralnym w związku z zapobieganiem nadużyciom finansowym, korupcji oraz wszelkim innym nielegalnym działaniom przynoszącym szkodę interesom finansowym Wspólnot Europejskich oraz w sprawie zmiany Warunków Zatrudnienia Pracowników Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 230 z 30.06.2004 r., s. 56.
- 9 Dz.U. L 80 z 18.03.2004 r., s. 42.

2 SYTUACJA ORGANIZACYJNA

2.1 ZASOBY LUDZKIE

PERSONEL

Całkowita liczba stanowisk przewidziana w budżecie na 2005 r. wynosiła 1.369,5 pełnych etatów w porównaniu z 1.362,5 pełnych etatów w 2004 r. Na koniec 2005 r. EBC zatrudnił w ramach umowy o pracę na czas nieokreślony lub określony (co najmniej 12 miesięcy) 1.360 pracowników, co odpowiadało 1.351 pełnym etatom¹⁰. Od 15 maja 2005 r. EBC przyjmuje podania o pracę od obywateli Bułgarii i Rumunii – dwóch członków starających się o wejście do UE. Rekrutacja zewnętrzna na stałe stanowiska pracy prowadzona była w oparciu o pięcioletnie umowy na czas określony w przypadku stanowisk kierowniczych i doradczych oraz trzyletnie umowy na czas określony w przypadku pozostałego personelu.

W 2005 r. EBC zawarł 106 kontraktów krótkoterminowych (krótszych niż 1 rok), aby zapewnić tymczasowe zastępstwo za pracowników przebywających na urloпах macierzyńskich, rodzicielskich, bezpłatnych itp. W 2004 r. zawarto 123 takie umowy.

Ponadto, zgodnie z jedną z zasad organizacyjnych Eurosystemu, która stanowi, że „między wszystkimi członkami Eurosystemu promowana będzie wymiana pracowników, wiedzy specjalistycznej i doświadczeń”, EBC zatrudnił na krótkie okresy (od 3 do 11 miesięcy) 80 specjalistów z krajowych banków centralnych należących do ESBC oraz z Bułgarskiego Banku Narodowego i Banca Națională a României. Te krótkoterminowe kontrakty pozwalały pracownikom EBC i KBC wymieniać się doświadczeniami, umacniając etos pracy zespołowej w obrębie ESBC. Przyczyniły się również do przygotowań związanych z dalszym poszerzeniem UE oraz przyszłą integracją Bułgarskiego Banku Narodowego i Banca Națională a României z ESBC.

W 2005 r. EBC zapewnił staże dla 158 studentów i absolwentów kierunków związanych z ekonomią, statystyką,

zarządzaniem, prawem oraz tłumaczeniem. Wśród wymienionych 158 staży 10 zaoferowano w ramach Programu Badawczego dla Absolwentów (*Graduate Research Programme*), przeznaczonych dla najbardziej utalentowanych studentów na zaawansowanym etapie studiów doktoranckich.

W ramach Gościnnego Programu Badawczego (*Research Visitors Programme*), który koncentruje się na zaawansowanych projektach badawczych w dziedzinie polityki pieniężnej, EBC odwiedziło w 2005 r. 19 gości, w porównaniu z 18 w 2004 r.

W 2005 r. ogłoszono uruchomienie Programu EBC dla Absolwentów (*ECB Graduates' Programme*) skierowanego do niedawnych absolwentów posiadających szerokie wykształcenie. Pierwszy nabór ma zostać przeprowadzony w 2006 r.

MOBILNOŚĆ WEWNĘTRZNA

Mobilność wewnętrzna stanowi dla pracowników możliwość poszerzenia wiedzy, a dla organizacji – wzmocnienia synergii w ramach różnych obszarów działalności. W związku z tym ułatwienie pracownikom mobilności wewnętrznej stanowi cel polityki rekrutacji wewnętrznej kładącej większy niż w przeszłości nacisk na szerokie kwalifikacje. Mobilność mają również wspomagać inne inicjatywy, jak np. wymiana pracowników, oraz tymczasowe przeniesienia na nowe stanowiska wewnątrz EBC w ramach zastępstw za nieobecnych współpracowników. W 2005 r. na nowe stanowiska wewnątrz instytucji zostało przeniesionych ponad stu pracowników.

MOBILNOŚĆ ZEWNĘTRZNA

Pracownicy EBC byli nadal delegowani do krajowych banków centralnych oraz innych instytucji międzynarodowych i europejskich o podobnych zadaniach (np. Komisji Europejskiej oraz MFV) na okresy od 2 do 12 miesięcy. W 2005 r. 15 pracowników brało udział

¹⁰ Na koniec 2004 r. EBC zatrudnił w ramach umowy o pracę na czas nieokreślony lub określony 1.314 pracowników (1.309 pełnych etatów).

w programie zdobywania doświadczeń w pracy poza EBC. Ponadto EBC udzielał maksymalnie trzyletnich urlopów bezpłatnych pracownikom pragnącym podjąć pracę w KBC lub innych instytucjach finansowych o podobnym charakterze. W 2005 r. z możliwości tej skorzystało 14 osób.

WZMACNIANIE ZASOBÓW LUDZKICH

W 2005 r. trwało wdrażanie zainicjowanej w 2004 r. nowej strategii w zakresie zasobów ludzkich. Oprócz promowania mobilności (w tym rotacji na stanowiskach kierowniczych), strategia zasobów ludzkich skupia się na rozwoju kierownictwa EBC. Nadal rozwijano umiejętności kierownicze i zarządzania poprzez szkolenia, indywidualny trening oraz proces oceny zwrotnej dokonywanej z wielu punktów widzenia. Proces ten, któremu co roku obowiązkowo poddawani są wszyscy kierownicy jest dokonywany przez odpowiedni personel i stanowi część rocznej oceny osób na stanowiskach kierowniczych w EBC. Poszerzono ponadto zakres Zaawansowanego Programu Szkolenia Kierownictwa (*Advanced Management Training Programme*), który obejmuje obecnie zarządzanie jakością pracy personelu i zmianami organizacyjnymi.

Ponadto, 6 wspólnych wartości EBC (fachowość, skuteczność i operatywność, uczciwość, duch pracy zespołowej, przejrzystość i odpowiedzialność oraz praca na rzecz Europy) określonych w 2004 r. wprowadzono stopniowo do polityki zarządzania zasobami ludzkimi. W ramach pierwszych działań zmierzających do przełożenia tych wartości na codzienne postępowanie i pracę personelu wspierano inicjatywy dążące do wykształcenia w oparciu o te wartości konkretnych standardów i zasad postępowania oraz uwzględnienia ich przy ocenie jakości pracy.

Jednym z najważniejszych aspektów strategii EBC w zakresie zasobów ludzkich jest nieustanne kształcenie i rozwijanie umiejętności oraz kwalifikacji. Nauka i rozwój są obszarem wspólnej odpowiedzialności instytucji oraz pracowników. EBC zapewnia



środki budżetowe i program szkoleń, kierownicy określają potrzeby szkoleniowe w celu zapewnienia, że pracownicy utrzymują wysoki poziom wiedzy zawodowej oraz posiadają umiejętności wymagane na zajmowanych stanowiskach, oraz że mają obowiązek uczenia się i rozwoju. Oprócz szkoleń w ramach EBC, personel i kierownicy mają możliwość skorzystania ze szkoleń zewnętrznych w celu zdobycia umiejętności o bardziej „technicznym” charakterze. Mogą również uczestniczyć w szkoleniach organizowanych w ramach wspólnych programów ESBC lub oferowanych przez KBC.

Ponadto w ramach polityki dodatkowych szkoleń (*Secondary Training Policy*) EBC zaoferował 19 pracownikom pomoc przy zdobywaniu kwalifikacji przewyższających wymogi obecnie zajmowanych stanowisk.

KONFERENCJA DS. ZASOBÓW LUDZKICH ORAZ DALSZE DZIAŁANIA ZWIĄZANE Z MISJĄ EUROSISTEMU

W ramach działania na rzecz ściślejszej współpracy między bankami centralnymi Eurosystemu/ESBC w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi Rada Prezesów powołała Konferencję ds. Zasobów Ludzkich formalizując w ten sposób długotrwałą współpracę pomiędzy dyrektorami działów kadr banków centralnych UE. Rada Prezesów przyznała Konferencji uprawnienia związane z wymianą doświadczeń, wiedzy oraz informacji w dziedzinie polityki i praktyk dotyczących zasobów ludzkich, bez uszczerbku dla wyłącznych kompetencji KBC i EBC w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi. Konferencja będzie między innymi szukać możliwości wspólnych działań szkoleniowych oraz działać na rzecz wymiany personelu między instytucjami. Będzie również koordynować wspólne działania w dziedzinie zasobów ludzkich.

1 września 2005 r. Rada Prezesów podjęła decyzję w sprawie konkretnych działań na rzecz promowania ogłoszonej w styczniu 2005 r. misji Eurosystemu. Konferencja ds. Zasobów Ludzkich oraz Komitet ds. Komunikacji Eurosystemu/ESBC otrzymały polecenie wdrożenia zatwierdzonych działań, rozpoczynając tym samym proces przekładania misji Eurosystemu na konkretną codzienną pracę jego pracowników.

ZARZĄDZANIE RÓŻNORODNOŚCIĄ

Celem zarządzania różnorodnością (ang. *diversity management*) jest wykorzystanie różnic kulturowych między pracownikami w celu stworzenia wydajnego i cechującego się szacunkiem środowiska pracy, w którym talent każdego pracownika zostanie w pełni wykorzystany, a cele instytucji osiągnięte. Zarządzanie różnorodnością ma duże znaczenie dla EBC, ponieważ Bank zatrudnia pracowników z 25 państw członkowskich UE oraz dwóch krajów – kandydatów na członków Unii. Europejski Bank Centralny uczynił więc zarządzanie różnorodnością częścią swojej codziennej działalności; pozwala to docenić i w pełni wykorzystać kwalifikacje oraz umiejętności każdego pracownika, co jest warunkiem prawidłowego wykonywania zadań Banku. W 2005 r. poczyniono dalsze postępy w zakresie polityki różnorodności kulturowej i poszanowania godności pracowników, prowadzono też prace związane z propozycją dotyczącą monitorowania kwestii związanych z różnorodnością.

2.2 OCENA SKUTECZNOŚCI I EFEKTYWNOŚCI EBC

Celem EBC jako instytucji publicznej jest świadczenie najwyższej jakości usług przy najniższych kosztach. Niezależnie od istniejących wewnętrznych i zewnętrznych mechanizmów kontrolnych, które służą stałemu monitorowaniu, czy Europejski Bank Centralny stosuje się do tych zasad, EBC postanowił ocenić swoją skuteczność i efektywność przy zastosowaniu tzw. „metody budżetowania zerowego”. Pracownicy oraz kierownictwo

Banku brali aktywny udział w tej ocenie. Była to nowatorska metoda oceny skuteczności oraz efektywności działań EBC we wszystkich obszarach, oparta na badaniu działalności i wyników pracy wszystkich pracowników oraz członków kierownictwa EBC.

Na podstawie wyników oceny opartej na budżetowaniu zerowym Zarząd zdecydował o znacznym ograniczeniu liczby stanowisk, jednak bez potrzeby redukcji personelu. W 2005 r. na kilka miesięcy zawieszono rekrutację i badano możliwości przeniesienia części pracowników na inne stanowiska w ramach instytucji. Zarząd wdrożył również inne działania związane z szerszymi kwestiami organizacyjnymi dotyczącymi różnych obszarów działalności EBC. Należało do nich utworzenie Centralnego Biura Zamówień w ramach Dyrekcji Generalnej ds. Administracji, połączenie Dyrekcji ds. Planowania i Kontroli z Dyrekcją ds. Zasobów Ludzkich i tym samym utworzenie nowej Dyrekcji Generalnej ds. Zasobów Ludzkich, Budżetu i Organizacji, wyraźne określenie podziału zadań w zakresie informatyki między Dyrekcją Generalną ds. Systemów Informatycznych oraz innymi działami EBC, skoncentrowanie zadań statystycznych w Dyrekcji Generalnej ds. Statystyki oraz usprawnienie działania jednostek odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem operacyjnym.

2.3 NOWA SIEDZIBA EBC

13 stycznia 2005 r. Rada Prezesów podjęła decyzję w sprawie projektu przyszłej siedziby EBC. Po wnikliwej ocenie i długich dyskusjach, opierając się na kryteriach wyboru przyjętych w konkursie, Rada Prezesów wybrała poprawiony projekt koncepcyjny autorstwa COOP HIMMELB(L)AU – grupy architektów, która wygrała międzynarodowy konkurs urbanistyczno-architektoniczny. Równocześnie Rada Prezesów ogłosiła rozpoczęcie etapu optymalizacji, podczas którego zostanie dokonana ponowna analiza wymogów



funkcjonalnych, przestrzennych i technicznych w celu minimalizacji kosztów oraz zapewnienia optymalnego wykorzystania zasobów.

15 grudnia 2005 r. Rada Prezesów zatwierdziła zoptymalizowany projekt koncepcyjny przyszłej siedziby EBC autorstwa COOP HIMMELB(L)AU. Nowa koncepcja w pełni spełnia wymagania EBC, a szacunkowe koszty budowy mieszczą się w założonym budżecie wynoszącym 500 mln euro. Koszty nowej siedziby obejmują budowę, infrastrukturę techniczną i architekturę krajobrazu, jak również pewne niezbędne cechy i wymogi dostosowane do potrzeb użytkownika, które zapewnią właściwe funkcjonowanie EBC jako nowoczesnego banku centralnego. Ogólny koszt inwestycji obejmuje nie tylko koszty budowy, ale również inne składniki kosztów niezbędne do zakończenia projektu. Pozostałe składniki kosztów obejmują w szczególności koszt nabycia Grossmarkthalle, następnie przygotowania i zagospodarowania placówki, wszystkie koszty planowania i inne wydatki uwzględniające takie pozycje, jak pozwolenia na budowę, wykończenia i infrastrukturę

informatyczną. Koszty te oszacowano na 350 mln euro, z czego około 80 mln euro już zainwestowano w zakup, przygotowanie i zagospodarowanie placówki, jak również w konkurs na projekt. Ogólny koszt inwestycji, włączając koszty budowy i wszystkie pozostałe koszty, oszacowano zatem na 850 mln euro stosując metodologię wykorzystywaną dla tego typu projektów i w oparciu o stały poziom cen z 2005 r.

W fazie optymalizacji do propozycji projektu wprowadzono wiele zmian. Po pierwsze, wprowadzono nowy element budowlany, który przetnie Grossmarkthalle łącząc halę z wieżami i będzie stanowić wyraźnie zaznaczone wejście północne do nowej siedziby EBC. Po drugie, zwiększono stopień wykorzystania Grossmarkthalle oraz uczyniono ją lepiej widoczną od południa. Charakter architektoniczny wież i ich zasadnicza funkcja polegająca na zapewnieniu przestrzeni biurowej pozostały niezmiennymi w zoptymalizowanej propozycji projektu.

15 grudnia 2005 r. Rada Prezesów ustaliła też datę początkową etapu planowania, który rozpocznie się w marcu 2006 r. Zgodnie z przewidywaniami budowa rozpocznie się pod koniec 2007 r., a prawdopodobnym terminem jej ukończenia jest koniec 2011 r.

16 lutego 2006 r. Rada Prezesów zatwierdziła ramową koncepcję zarządzania, organizacji, kontroli oraz audytu etapu planowania nowej siedziby EBC, obejmującą również zarządzanie zaopatrzeniem i ryzykiem operacyjnym.

W ramach inwestycji zostanie wzniesiony pomnik oraz centrum informacyjne upamiętniające rolę Grossmarkthalle w deportacji Żydów. Organizacją międzynarodowego konkursu na projekt pomnika i centrum informacyjnego zajmie się zespół złożony z przedstawicieli władz miasta, gminy żydowskiej Frankfurtu oraz EBC. Konkurs ma się rozpocząć w pierwszej połowie 2006 r.

3 DIALOG SPOŁECZNY ESBC

Dialog Społeczny ESBC (*ESCB Social Dialogue*) jest forum konsultacyjnym, w którym uczestniczą przedstawiciele EBC i reprezentanci pracowników wszystkich banków centralnych wchodzących w skład ESBC oraz federacji europejskich związków zawodowych. Celem tego forum jest dostarczanie informacji i wymiana poglądów dotyczących kwestii, które mogą mieć duży wpływ na zatrudnienie w bankach centralnych wchodzących w skład ESBC.

W 2005 r. odbyły się trzy spotkania forum Dialogu Społecznego ESBC. Oprócz regularnie poruszanych zagadnień związanych z produkcją i obiegiem banknotów, systemami płatniczymi (TARGET 2) oraz nadzorem finansowym, dyskusje dotyczyły misji Eurosystemu, jak również jego celów strategicznych i zasad organizacyjnych wraz ze skutkami, jakie one wnoszą do codziennej pracy pracowników Eurosystemu.

Rada Prezesów przyjęła postulat przedstawicieli personelu dotyczący ich udziału w dyskusjach o dalszych konsekwencjach misji Eurosystemu dla pracowników oraz przeprowadziła z nimi konsultacje przed podjęciem decyzji dotyczących wielu wstępnych działań wdrożeniowych związanych ze wspomnianą misją. Po pierwsze, w maju 2005 r. zaproponowano KBC ze strefy euro, aby przeprowadzać zdecentralizowane konsultacje z przedstawicielami pracowników w poszczególnych krajach. Po drugie, działając dalej w duchu tej inicjatywy konsultacje z przedstawicielami pracowników byłyby przeprowadzane w kontekście spotkania forum Dialogu Społecznego w lipcu 2005 r. Na spotkaniu tym federacje europejskich związków zawodowych przedstawiły wspólne oświadczenie prezentujące ich wizję misji, celów strategicznych oraz zasad organizacyjnych Eurosystemu.

Pomiędzy spotkaniami EBC kontynuował wydawanie biuletynu, w którym informował przedstawicieli pracowników o najnowszych wydarzeniach związanych z powyższymi zagadnieniami.

Podczas spotkań w 2005 r. uzgodniono także sposoby dalszego usprawnienia Dialogu Społecznego ESBC oraz zwiększenia udziału reprezentantów personelu i związków zawodowych krajowych banków centralnych i dziesięciu nowych państw członkowskich.

4 ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC

SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2005 R.

I DZIAŁALNOŚĆ PODSTAWOWA

Działalność podstawową EBC w roku 2005 przedstawiono w odpowiednich rozdziałach Raportu Roczne.

2 SPRAWOZDANIE FINANSOWE

Zgodnie z art. 26 ust. 2 Statutu ESBC, roczne sprawozdanie finansowe EBC sporządza Zarząd Banku na podstawie zasad określonych przez Radę Prezesów. Roczne sprawozdanie finansowe jest publikowane po zatwierdzeniu przez Radę Prezesów.

3 REZERWY NA RYZYKO KURSOWE, RYZYKO STOPY PROCENTOWEJ I RYZYKO ZMIANY CEN ZŁOTA

Ponieważ większość aktywów i pasywów EBC podlega okresowej aktualizacji wyceny według bieżących rynkowych kursów walutowych i cen papierów wartościowych, poziom zysków jest silnie uzależniony od 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 bieżące saldo różnic z aktualizacji wyceny Rada Prezesów postanowiła utworzyć rezerwę na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmiany cen złota. Stan tej rezerwy na dzień 31 grudnia 2005 r. wyniósł 992 mln euro, co spowodowało obniżenie zysku netto za rok obrotowy dokładnie do zera.

Rezerwa ta zostanie wykorzystana na pokrycie zrealizowanych i niezrealizowanych strat, w szczególności strat z tytułu wyceny nieujętych w różnicach z aktualizacji wyceny. Jej wysokość będzie co roku weryfikowana.

4 WYNIK FINANSOWY

Gdyby nie utworzono rezerwy na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmiany cen złota, zysk netto EBC za 2005 r. wyniósłby 992 mln euro. W 2004 r. EBC odnotował stratę netto w wysokości 1.636 mln euro.

Strata za rok 2004 wynikała przede wszystkim z aprecjacji euro. Spowodowało to utworzenie w rachunku zysków i strat odpisów wartości aktywów EBC denominowanych w dolarach amerykańskich. Przeciętna cena wykazanych w księgach EBC aktywów i pasywów denominowanych w dolarach amerykańskich została także skorygowana według kursu obowiązującego na koniec roku.

W 2005 r. deprecjacja euro w stosunku do dolara amerykańskiego i złota spowodowało znaczne zwiększenie salda różnic z aktualizacji wyceny, ale bez wpływu na rachunek zysków i strat. Jednolite zasady rachunkowości EBC i Eurosystemu, opisane w informacji dodatkowej do rocznego sprawozdania finansowego, opierają się głównie na zasadzie ostrożnej wyceny. Zasady rachunkowości mają w szczególności zapewnić, że niezrealizowane zyski z tytułu aktualizacji wyceny aktywów i pasywów nie są ujmowane w przychodach, a zatem nie wchodzi do zysku do podziału. Natomiast niezrealizowane straty z tytułu aktualizacji wyceny są wykazywane w rachunku zysków i strat na koniec roku obrotowego.

W 2005 r. przychody z tytułu odsetek zwiększyły się głównie wskutek wzrostu stóp procentowych dolara amerykańskiego, po rekordowo niskim poziomie krajowych i zagranicznych stóp procentowych w 2004 r. W pozycji przychody z tytułu odsetek ujęto kwotę 868 mln euro, która wynikała z udziału EBC w wartości banknotów euro w obiegu.

W 2005 r. całkowite koszty administracyjne EBC, w tym amortyzacja, obniżyły się o 7%, z 374 mln euro w 2004 r. do 348 mln euro.

Koszty osobowe obniżyły się głównie wskutek zmiany podejścia księgowego stosowanego przy ujmowaniu zysków lub strat aktuarialnych netto dotyczących programu emerytalnego EBC i innych świadczeń po okresie zatrudnienia. Koszty emerytalne obciążające rachunek zysków i strat w 2004 r. były zdecydowanie wyższe z powodu ujęcia straty aktuarialnej netto wynoszącej 23,7 mln euro w całości w roku jej wystąpienia. Począwszy od roku 2005 wynik z tytułu wyceny aktuarialnej przekraczający określony limit będzie ujmowany w okresie odpowiadającym oczekiwanej średniej liczbie lat do emerytury pracowników objętych ubezpieczeniem emerytalnym.

Spadek kosztów osobowych został jednak częściowo zrównoważony przez wzrost całkowitego kosztu wynagrodzeń wskutek zwiększenia liczby pracowników.

Pozostałe koszty administracyjne również się obniżyły, głównie ze względu na spadek opłat za usługi doradcze i biznesowe.

W 2005 r. wynagrodzenia Zarządu wyniosły łącznie 2,1 mln euro (w 2004 r. – 2,1 mln euro).

5 DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA I ZARZĄDZANIE RYZYKIEM

Portfel rezerw walutowych EBC obejmuje rezerwowe aktywa walutowe przekazane EBC przez krajowe banki centralne Eurosystemu zgodnie z art. 30 Statutu ESBC oraz dochody z tych aktywów. Jest on wykorzystywany do finansowania działalności operacyjnej EBC na rynku walutowym, prowadzonej w celach określonych w Traktacie.

Portfel funduszy własnych EBC stanowią inwestycje związane z opłaconym kapitałem Banku, ogólnym funduszem rezerwowym oraz dochodami zakumulowanymi w portfelu w latach ubiegłych. Fundusze własne służą jako rezerwa na poczet ewentualnych strat EBC.

Szczegółowe informacje na temat działalności inwestycyjnej EBC oraz zarządzania związanym z nią ryzykiem przedstawia rozdział 2.

6 ZASADY ŁADU KORPORACYJNEGO EBC

Zasady ładu korporacyjnego EBC przedstawia rozdział 7.

7 ZATRUDNIENIE

Średni poziom zatrudnienia w EBC wzrósł z 1.261 w 2004 r. do 1.331 w 2005 r. Więcej danych przedstawia informacja dodatkowa do rachunku zysków i strat oraz rozdział 7, podrozdział 2, gdzie opisano także strategię personalną Banku.

BILANS NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2005 R.

AKTYWA	NR NOTY	2005 EUR	2004 EUR
Złoto i należności w złocie	1	10.064.527.857	7.928.308.842
Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych	2		
Należności od MFW		170.162.349	163.794.845
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne		31.062.557.242	26.938.993.980
		31.232.719.591	27.102.788.825
Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	2	2.908.815.389	2.552.016.565
Należności od nierezydentów strefy euro w euro	3		
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe oraz udzielone kredyty		13.416.711	87.660.507
Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro	4	25.000	25.000
Należności wewnętrzne w ramach Eurosystemu	5		
Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu		45.216.783.810	40.100.852.165
Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)		5.147.038.409	3.410.918.324
		50.363.822.219	43.511.770.489
Pozostałe aktywa	6		
Rzeczowe aktywa trwałe		175.237.902	187.318.304
Pozostałe aktywa finansowe		6.888.490.580	6.308.075.905
Rozliczenia międzyokresowe		1.091.945.157	770.894.480
Pozostałe		4.397.807	6.933.022
		8.160.071.446	7.273.221.711
Strata za rok obrotowy		0	1.636.028.702
Aktywa razem		102.743.398.213	90.091.820.641

PASYWA	NR NOTY	2005 EUR	2004 EUR
Banknoty w obiegu	7	45.216.783.810	40.100.852.165
Zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro w euro	8	1.050.000.000	1.050.000.000
Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro	9	649.304.896	137.462.706
Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych	10	0	4.967.080
Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych	10		
Zobowiązania z tytułu depozytów, prowadzonych rachunków oraz pozostałe zobowiązania		855.933.000	1.254.905.957
Zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu	11		
Zobowiązania z tytułu przekazanych rezerw walutowych		39.782.265.622	39.782.265.622
Pozostałe zobowiązania	12		
Rozliczenia międzyokresowe		1.331.685.870	1.136.708.542
Pozostałe		632.012.224	265.799.279
		1.963.698.094	1.402.507.821
Rezerwy	13	1.027.507.143	52.396.126
Różnice z aktualizacji wyceny	14	8.108.628.098	1.921.117.190
Kapitał i fundusz rezerwowy	15		
Kapitał		4.089.277.550	4.089.277.550
Fundusz rezerwowy		0	296.068.424
		4.089.277.550	4.385.345.974
Pasywa razem		102.743.398.213	90.091.820.641

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2005 R.

	NR NOTY	2005 EUR	2004 EUR
Przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych		889.408.789	422.418.698
Przychody z tytułu odsetek związane z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu		868.451.848	733.134.472
Pozostałe przychody z tytułu odsetek		1.794.267.421	1.456.650.188
<i>Przychody z tytułu odsetek</i>		<i>3.552.128.058</i>	<i>2.612.203.358</i>
Pokrycie należności KBC z tytułu przekazanych rezerw walutowych		(710.160.404)	(693.060.433)
Pozostałe koszty z tytułu odsetek		(1.572.338.709)	(1.229.369.015)
<i>Koszty z tytułu odsetek</i>		<i>(2.282.499.113)</i>	<i>(1.922.429.448)</i>
Wynik netto z tytułu odsetek	18	1.269.628.945	689.773.910
Zrealizowane zyski/(straty) z tytułu operacji finansowych	19	149.369.135	136.045.810
Odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych	20	(97.494.081)	(2.093.285.109)
Zmiana stanu rezerw z tytułu ryzyka kursowego i cenowego		(992.043.443)	0
Wynik z tytułu operacji finansowych, odpisów aktualizujących i rezerw na ryzyko		(940.168.389)	(1.957.239.299)
Wynik z tytułu prowizji i opłat	21	(182.373)	(261.517)
Pozostałe przychody	22	18.281.961	5.956.577
Przychody netto ogółem		347.560.144	(1.261.770.329)
Koszty osobowe	23	(153.048.314)	(161.192.939)
Koszty administracyjne	24	(158.457.219)	(176.287.651)
Amortyzacja rzeczowych aktywów trwałych		(31.888.637)	(33.655.824)
Usługi produkcji banknotów	25	(4.165.974)	(3.121.959)
Zysk/(strata) za rok obrotowy		0	(1.636.028.702)

Frankfurt nad Menem, 7 marca 2006 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 jasno 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.

PODSTAWA SPORZĄDZENIA SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone na podstawie kosztu historycznego, zmodyfikowanej w celu uwzględnienia wyceny rynkowej zbywalnych papierów wartościowych, złota oraz pozostałych aktywów i pasywów (bilansowych oraz pozabilansowych) w walutach obcych. Operacje dotyczące aktywów i zobowiązań finansowych zostały ujęte w sprawozdaniu finansowym na dzień rozliczenia.

ZŁOTO ORAZ AKTYWA I PASYWA W WALUTACH OBCYCH

Aktywa i pasywa w walutach obcych są przeliczane na euro po kursie obowiązującym w dniu bilansowym. Pozycje przychodów i kosztów przelicza się po kursie obowiązującym w dniu transakcji. Aktualizację wyceny aktywów i zobowiązań dewizowych (zarówno bilansowych, jak i pozabilansowych) przeprowadza się dla każdej waluty oddzielnie.

Aktualizację wyceny aktywów i pasywów w walutach obcych do wartości rynkowej przeprowadza się odrębnie od aktualizacji w związku ze zmianami kursów walutowych.

Złoto wycenia się po cenie rynkowej obowiązującej na koniec roku obrotowego. W przypadku złota nie rozróżnia się aktualizacji

wartości ze względu na zmiany ceny i zmiany kursu. Przeprowadza się jedną aktualizację wartości w oparciu o cenę uncji czystego złota w euro, która dla roku zakończony 31 grudnia 2005 r. określona została na podstawie kursu wymiany euro do dolara amerykańskiego na dzień 30 grudnia 2005 r.

PAPIERY WARTOŚCIOWE

Wszystkie zbywalne papiery wartościowe i podobne aktywa wycenia się po średnich cenach rynkowych poszczególnych walorów na dzień bilansowy. W roku obrotowym zakończonym 31 grudnia 2005 r. zastosowano średnie ceny rynkowe z 30 grudnia 2005 r. Niezbywalne papiery wartościowe wycenia się po koszcie.

UJMOWANIE PRZYCHODÓW

Przychody i koszty są ujmowane w okresie, w którym zostały osiągnięte lub poniesione. Zrealizowane zyski lub straty z tytułu sprzedaży dewiz, złota i papierów wartościowych ujmuje się w rachunku zysków i strat, a oblicza na podstawie średniego kosztu odnośnych aktywów.

Niezrealizowane zyski nie są ujmowane jako przychód, lecz przenoszone na konto różnic z aktualizacji wyceny.

Niezrealizowane straty ujmuje się w rachunku zysków i strat, jeżeli ich kwota przekracza wcześniejsze zyski z aktualizacji wyceny ujęte na odpowiednim koncie różnic z aktualizacji wyceny. Niezrealizowane straty z tytułu posiadania jednego papieru wartościowego, waluty lub złota nie podlegają kompensacie z niezrealizowanymi zyskami z tytułu innego papieru wartościowego, waluty lub złota. W przypadku wystąpienia niezrealizowanej straty z tytułu jakiejś pozycji na koniec roku obrotowego, średni koszt takiej pozycji obniża

- 1 Szczegółowe zasady rachunkowości określa Decyzja Rady Prezesów EBC z dnia 5 grudnia 2002 r. (EBC/2002/11), Dz.U. L 58 z dnia 3 marca 2003 r., s. 38-59, 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 dotyczącymi operacji Eurosystemu.

się do wysokości kursu i/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 określonym terminie w przyszłości 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 określonym terminie w przyszłości po uzgodnionej cenie. Umowy *reverse repo* ujmują się po stronie aktywów bilansu jako pożyczki zabezpieczone, ale nie uwzględnia się ich papierach wartościowych wykazywanych przez EBC. Uzyskane odsetki ujmują 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 2005 r. EBC nie otrzymywał zabezpieczenia gotówkowego na okres trwania takich transakcji.

INSTRUMENTY POZABILANSOWE

Przy obliczaniu dodatnich i ujemnych różnic kursowych, w pozycji walutowej netto uwzględnia się instrumenty walutowe, tj. walutowe transakcje terminowe, terminowe części swapów walutowych oraz inne instrumenty walutowe obejmujące wymianę jednej waluty na inną w przyszłości. Aktualizację wartości instrumentów stopy procentowej przeprowadza się dla każdego instrumentu oddzielnie. Otwarte kontrakty *futures* na stopy procentowe ujmują się na kontach pozabilansowych. Dienne zmiany wysokości zmiennego depozytu zabezpieczającego wykazuje się na rachunku zysków i strat.

ZDARZENIA PO DNIU BILANSOWYM

Wartości aktywów i pasywów koryguje się o skutki zdarzeń, które nastąpiły między datą bilansu rocznego a datą zatwierdzenia sprawozdania finansowego przez Radę Prezesów EBC, o ile mają one istotny wpływ na stan aktywów lub pasywów w dniu bilansowym.

SALDA WEWNĘTRZNE W RAMACH ESBC I EUROSISTEMU

Transakcje wewnętrzne w ramach ESBC oznaczają transakcje transgraniczne pomiędzy dwoma bankami centralnymi krajów UE. Transakcje takie przetwarzane są głównie przez TARGET – transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym – i powodują powstanie wzajemnych sald na rachunkach tych banków centralnych w systemie TARGET. Salda te są codziennie przypisywane EBC, dzięki czemu każdy z krajowych banków centralnych ma tylko jedną wzajemną pozycję netto – wobec EBC. Pozycja w księgach EBC reprezentuje należność lub zobowiązanie netto każdego z krajowych banków centralnych wobec pozostałych członków ESBC.

Salda wewnętrzne w ramach ESBC krajowych banków centralnych strefy euro wobec EBC (za wyjątkiem kapitału EBC oraz pozycji wynikających z rezerwowych aktywów walutowych przekazanych EBC) są określane jako należności lub zobowiązania wewnętrzne

w ramach Eurosystemu i prezentowane w bilansie EBC jako pojedyncza pozycja netto aktywów lub zobowiązań.

Salda wewnętrzne w ramach Eurosystemu wynikające z alokacji banknotów euro pomiędzy jego członkami są ujmowane jako pojedynczy składnik aktywów w ujęciu netto w pozycji „Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu” (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Salda wewnętrzne w ramach ESBC banków centralnych krajów spoza strefy euro (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank i Bank of England) wobec EBC wykazuje się w pozycji „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”.

UJMOWANIE ŚRODKÓW TRWAŁYCH

Środki trwałe (z wyjątkiem gruntów) są wyceniane według kosztu pomniejszonego o umorzenie. Grunty wycenia się według kosztu. Amortyzację wylicza się metodą liniową, począwszy od następnego kwartału po nabyciu środków trwałych, przez cały przewidywany okres ich ekonomicznej użyteczności, jak poniżej:

Komputery, związane z nimi oprogramowanie i sprzęt oraz środki transportu	4 lata
Sprzęt, wyposażenie oraz maszyny i urządzenia	10 lat
Ulepszenia w obcych środkach trwałych	25 lat
Środki trwałe o wartości początkowej poniżej 10.000 EUR	Spisywane w koszty w roku nabycia

Okres amortyzacji ulepszeń w obcych środkach trwałych dotyczących obecnej siedziby EBC został skrócony w taki sposób, by aktywa te zostały w pełni zamortyzowane do momentu przeprowadzki EBC do siedziby docelowej.

PROGRAM EMERYTALNY EBC I INNE ŚWIADCZENIA PO OKRESIE ZATRUDNIENIA

EBC prowadzi dla swoich pracowników program określonych świadczeń. Program ten jest finansowany z aktywów ulokowanych

w długoterminowym funduszu świadczeń pracowniczych. Z dniem 1 stycznia 2005 r. EBC zmienił stosowane zasady rachunkowości. Poniżej przedstawiono wpływ tych zmian na sprawozdanie finansowe.

Bilans

Zobowiązanie z tytułu określonych świadczeń obecnie 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 aktuariuszy 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 aktuarusza) lub wskutek zmian założeń aktuarialnych.

Do 2005 r. EBC ujawniał odrębnie zobowiązanie z tytułu określonych świadczeń i wartość godziwą aktywów programu (ujawnienie w wartości brutto). Ponadto wszystkie zyski i straty aktuarialne były wykazywane w rachunku zysków i strat w roku, w którym wystąpiły. Dlatego też dane porównawcze za rok 2004 przekształcono, aby dostosować je do zmienionych zasad rachunkowości. Ponieważ wszystkie zyski i straty aktuarialne były poprzednio ujmowane w całości w roku, w którym wystąpiły, nie było potrzeby korygowania danych za poprzedni rok.

Rachunek zysków i strat

Kwota netto obciążająca obecnie rachunek zysków i strat obejmuje:

- (a) koszty bieżącego zatrudnienia dotyczące świadczeń naliczonych za rok obrotowy;
- (b) odsetki (według stopy dyskontowej) od zobowiązania z tytułu określonych świadczeń;
- (c) oczekiwany zwrot z aktywów programu;
- (d) wszelkie zyski i straty aktuarialne ujęte w rachunku zysków i strat z zastosowaniem podejścia 10-procentowego przedziału.

Zastosowanie podejścia 10-procentowego przedziału

Zyski i straty aktuarialne, których skumulowana kwota netto przekracza wyższą z następujących dwu wartości: (a) 10% zobowiązania z tytułu określonych świadczeń oraz (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 i renty pracownicze wypłacane są w ramach porozumień nie przewidujących istnienia odrębnego funduszu. Oczekiwane koszty tych świadczeń są naliczane – w ciągu okresu sprawowania urzędu przez członka Zarządu lub okresu zatrudnienia pracownika – metodami księgowymi podobnymi jak stosowane w odniesieniu do programów emerytalnych o określonych świadczeniach. Zyski i straty aktuarialne ujmuje się w sposób opisany powyżej.

Zobowiązania te są wyceniane co roku przez niezależnych aktuarialistów, tak aby zapewnić ujęcie właściwej kwoty zobowiązania w sprawozdaniu finansowym.

BANKNOTY W OBIEGU

Banknoty euro emituje Eurosystem, w którego skład wchodzi ECB oraz dwanaście krajowych banków centralnych strefy euro³. Łączna wartość banknotów euro w obiegu jest rozdzielana pomiędzy poszczególne banki centralne Eurosystemu w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca zgodnie z kluczem alokacji banknotów⁴.

Na EBC przypada udział w wysokości 8% łącznej wartości banknotów euro w obiegu, wykazywany w bilansie w pozycji pasywów „Banknoty w obiegu”. Udział EBC w łącznej wartości emisji banknotów euro jest zabezpieczony na jego należnościach od krajowych banków centralnych. Należności te są oprocentowane⁵ i wykazywane w podpozycji „Należności wewnętrzne w ramach Eurosystemu: należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu” (zob. punkt „Salda wewnętrzne w ramach ESBC i Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości). Przychody z tytułu odsetek od tych należności są wykazywane w pozycji „Wynik z tytułu odsetek”. Zgodnie z decyzją Rady Prezesów z 2002 r. dochód ten jest dzielony pomiędzy krajowe banki centralne odrębnie, jako śródroczny podział dochodu, po zakończeniu każdego kwartału⁶. Rozdysponowana jest pełna kwota dochodu, chyba że zysk netto EBC za rok obrotowy będzie niższy niż jego dochody z tytułu banknotów euro w obiegu i z zastrzeżeniem

3 Decyzja EBC z dnia 6 grudnia 2001 r. w sprawie emisji banknotów euro (EBC/2001/15), Dz.U. L 337 z 20 grudnia 2001 r., s. 52-54, z późniejszymi zmianami.

4 „Klucz alokacji banknotów” oznacza wartości procentowe wynikające z uwzględnienia udziału EBC w łącznej wartości emisji banknotów euro oraz zastosowania klucza subskrypcji kapitału do udziału krajowych banków centralnych w łącznej wartości tej emisji.

5 Decyzja EBC z dnia 6 grudnia 2001 r. w sprawie podziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych uczestniczących Państw Członkowskich od roku budżetowego 2002 (EBC/2001/16), Dz.U. L 337 z dnia 20 grudnia 2001 r., s. 55-61, z późniejszymi zmianami.

6 Decyzja EBC z dnia 21 listopada 2002 r. w sprawie podziału wśród krajowych banków centralnych uczestniczących państw członkowskich dochodu Europejskiego Banku Centralnego z tytułu banknotów euro znajdujących się w obiegu (EBC/2002/9), Dz.U. L 323 z dnia 28 listopada 2002 r., s. 49-50. Decyzja ta została uchylona na mocy decyzji EBC/2005/11, Dz.U. L 311, 26.11.2005 r., s. 41, która weszła w życie z dniem 18 listopada 2005 r. Od roku 2006 podziału dochodu będzie się dokonywać jedynie na koniec roku.

ewentualnych decyzji Rady Prezesów dotyczących powiększenia rezerw na ryzyko kursowe, ryzyko stóp procentowych i ryzyko zmiany cen złota, a także decyzji Rady Prezesów o obciążeniu tych dochodów kosztami emisji i obsługi banknotów euro, poniesionymi przez EBC.

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 biegłego rewidenta EBC na okres pięciu lat, do zakończenia roku obrotowego 2007.

INFORMACJA DODATKOWA DO BILANSU

1 ZŁOTO I NALEŻNOŚCI W ZŁOCIE

Na dzień 31 grudnia 2005 r. EBC posiadał zasoby złota w wysokości 23,1 mln uncji złota odpowiadającego międzynarodowym standardom czystości (w 2004 r. – 24,7 mln uncji). Spadek był związany ze sprzedażą złota zgodnie z Umową banków centralnych w sprawie złota z 27 września 2004 r., której EBC jest sygnatariuszem. Ogólna wartość zasobów złota wzrosła w porównaniu ze stanem na koniec 2004 r. w wyniku znacznego wzrostu cen w 2005 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 2005 r. i powstaje w wyniku dwustronnego porozumienia z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW) w sprawie sprzedaży i kupna SDR-ów. Na mocy tego porozumienia MFW jest upoważniony do organizowania w imieniu EBC sprzedaży i kupna SDR-ów za euro, w granicach przewidzianych limitów. SDR jest definiowany w oparciu o koszyk walut. Jego wartość określa się jako ważoną sumę kursów czterech głównych walut (euro, jena japońskiego, funta szterlinga i dolara amerykańskiego). Dla potrzeb rachunkowości SDR-y są traktowane jak waluta obca (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i pasywa w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne

Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych

Należności te obejmują rachunki w bankach, kredyty denominowane w walutach obcych oraz inwestycje w papiery wartościowe denominowane w dolarach amerykańskich

i jenach japońskich. Struktura salda jest następująca:

<i>Należności od nierezydentów strefy euro</i>	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	5.149.756.962	2.682.171.017	2.467.585.945
Depozyty rynku pieniężnego	1.182.580.317	848.227.002	334.353.315
Umowy reverse repo	1.306.216.228	2.408.046.989	(1.101.830.761)
Inwestycje w papiery wartościowe	23.424.003.735	21.000.548.972	2.423.454.763
Razem	31.062.557.242	26.938.993.980	4.123.563.262

<i>Należności od rezydentów strefy euro</i>	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	25.019	26.506	(1.487)
Depozyty rynku pieniężnego	2.908.790.370	2.547.022.979	361.767.391
Umowy reverse repo	0	4.967.080	(4.967.080)
Razem	2.908.815.389	2.552.016.565	356.798.824

Zwiększenie stanu tych pozycji w 2005 r. wynika głównie z przeprowadzanej na koniec roku aktualizacji wyceny zasobów EBC denominowanych w dolarach amerykańskich (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i pasywa w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

3 NALEŻNOŚCI OD NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Na dzień 31 grudnia 2005 r. pozycja ta obejmowała depozyty bankowe u nierezydentów strefy euro.

4 POZOSTAŁE NALEŻNOŚCI OD INSTYTUCJI KREDYTOWYCH STREFY EURO W EURO

Na dzień 31 grudnia 2005 r. pozycja ta obejmowała depozyt bankowy u rezydenta strefy euro.

5 NALEŻNOŚCI WEWNĘTRZNE W RAMACH EUROSYSTEMU

Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu

Na pozycję tę składają się należności EBC od krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)

Pozycja ta obejmuje salda krajowych banków centralnych strefy euro względem EBC w systemie TARGET oraz należności wynikające ze śródrocznego podziału dochodu EBC z tytułu banknotów w obiegu. Na dzień 31 grudnia 2005 r. należność od krajowych banków centralnych strefy euro wynikająca ze śródrocznego podziału dochodu EBC z tytułu banknotów w obiegu wynosiła 634 mln euro (w 2004 r. – 536 mln euro). Kwota ta stanowi wynik śródrocznego podziału tych dochodów na rzecz krajowych banków centralnych strefy euro za pierwsze trzy kwartały roku, który następnie został odwołany (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości oraz punkt 18 „Wynik z tytułu odsetek”).

	2005 EUR	2004 EUR
Należności od KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET	75.906.443.905	64.024.554.579
Zobowiązania wobec KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET	(71.393.877.603)	(61.149.859.140)
Pozycja netto w systemie TARGET	4.512.566.302	2.874.695.439
Należność od/zobowiązania wobec KBC strefy euro wynikające ze śródrocznego podziału dochodu EBC z tytułu banknotów	634.472.107	536.222.885
Inne należności w ramach Eurosystemu (netto)	5.147.038.409	3.410.918.324

6 POZOSTAŁE AKTYWA

Rzeczowe środki trwałe

Na dzień 31 grudnia 2005 r. pozycja ta obejmowała następujące kategorie aktywów:

	Wartość księgowa netto na 31.12.2005 r. EUR	Wartość księgowa netto na 31.12.2004 r. EUR	Zmiana EUR
Grunty i budynki	128.986.932	135.997.016	(7.010.084)
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	30.751.165	43.089.388	(12.338.223)
Sprzęt, wyposażenie, maszyny i urządzenia oraz środki transportu	2.929.688	3.809.292	(879.604)
Środki trwałe w budowie	11.576.491	3.215.050	8.361.441
Pozostałe środki trwałe	993.626	1.207.558	(213.932)
Razem	175.237.902	187.318.304	(12.080.402)

Zmniejszenie tej pozycji wynika głównie z braku istotnych zwiększeń gruntów i budynków, a także sprzętu i oprogramowania komputerowego w 2005 r. w przeciwieństwie do 2004 r.

Wzrost w kategorii „Środki trwałe w budowie” dotyczy głównie nowej siedziby EBC. Przeksięgowania z tej kategorii do właściwych

kategorii środków trwałych mają miejsce po przekazaniu aktywów do eksploatacji.

Pozostałe aktywa finansowe

Do najważniejszych składników tej pozycji należą:

	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Papiery wartościowe denominowane w euro	5.710.256.343	5.399.222.333	311.034.010
Umowy <i>reverse repo</i> w euro	1.136.043.600	869.977.933	266.065.667
Pozostałe aktywa finansowe	42.190.637	38.875.639	3.314.998
Razem	6.888.490.580	6.308.075.905	580.414.675

(a) Papiery wartościowe denominowane w euro oraz umowy *reverse repo* w euro stanowią inwestycję funduszy własnych EBC (zob. też punkt 12 „Pozostałe zobowiązania”).

(b) Na koniec 2004 r. w tej pozycji ujęto portfele inwestycji dotyczące programu emerytalnego EBC w kwocie 120,2 mln euro. Obecnie zostały one przeksięgowane jako część zobowiązania emerytalnego netto do pozycji „Pozostałe zobowiązania” (zob. punkt „Program emerytalny EBC i inne świadczenia po okresie zatrudnienia” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

(c) W 2005 r. EBC nabył 211 kolejnych akcji Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS). W efekcie EBC posiada łącznie 3.211 akcji, wykazanych po koszcie nabycia w wysokości 41,8 mln euro.

Rozliczenia międzyokresowe

W 2005 r. pozycja ta obejmowała należne odsetki narosłe od należności EBC z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu za ostatni kwartał (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Pozycja ta obejmuje również odsetki narosłe od papierów wartościowych i innych aktywów finansowych.

Pozostałe

Głównym składnikiem tej pozycji była należność od niemieckiego federalnego ministerstwa finansów z tytułu podlegającego odliczeniu podatku VAT i innych zapłaconych podatków pośrednich. Podatki te podlegają zwrotowi zgodnie z art. 3 Protokołu w sprawie przywilejów i immunitetów Wspólnot Europejskich, którego postanowieniom EBC podlega na mocy art. 40 Statutu ESBC.

7 BANKNOTY W OBIEGU

Pozycja ta obejmuje udział EBC w łącznej wartości banknotów euro w obiegu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

8 ZOBOWIĄZANIA WOBEC POZOSTAŁYCH REZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Pozycja ta obejmuje depozyty od członków stowarzyszenia Euro Banking Association (EBA) wykorzystywane jako zabezpieczenie na rzecz EBC w odniesieniu do płatności EBA rozliczanych przez system TARGET.

9 ZOBOWIĄZANIA WOBEC NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

Zobowiązania te obejmują głównie salda rachunków KBC spoza strefy euro prowadzonych przez EBC, wynikające z transakcji przetwarzanych w systemie TARGET (zob. punkt „Salda wewnętrzne w ramach ESBC i Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

10 ZOBOWIĄZANIA WOBEC NIEREZYDENTÓW I REZYDENTÓW STREFY EURO W WALUTACH OBCYCH

Zobowiązania wynikające z umów repo zawartych z rezydentami i nierezydentami strefy euro w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC są następujące:

Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Umowy repo	0	4.967.080	(4.967.080)

Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Umowy repo	855.933.000	1.254.905.957	(398.972.957)

11 ZOBOWIĄZANIA WEWNĘTRZNE W RAMACH EUROSYSTEMU

Pozycja ta obejmuje zobowiązania wobec krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu przekazania rezerw walutowych do EBC w momencie ich przystąpienia do Eurosystemu. W 2004 r. dokonano dwóch korekt tej pozycji, aby uwzględnić (a) dokonywaną co pięć lat korektę wag krajowych banków centralnych strefy euro w kluczu kapitałowym EBC przeprowadzoną 1 stycznia 2004 r. oraz (b) przystąpienie do UE dziesięciu nowych państw członkowskich 10 maja 2004 r., które również zmieniło wagi w kluczu kapitałowym EBC. Łącznie te dwie korekty doprowadziły do obniżenia salda pozycji z 40,5 mld euro do 39,8 mld euro. W 2005 r. nie odnotowano żadnych innych korekt.

Pozycje 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 18 „Wynik z tytułu odsetek”).

	Klucz kapitałowy %	EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1.419.101.951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11.761.707.508
Bank of Greece	1,8974	1.055.840.343
Banco de España	7,7758	4.326.975.513
Banque de France	14,8712	8.275.330.931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513.006.858
Banca d'Italia	13,0516	7.262.783.715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87.254.014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2.223.363.598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1.157.451.203
Banco de Portugal	1,7653	982.331.062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717.118.926
Razem	71,4908	39.782.265.622

12 POZOSTAŁE ZOBOWIĄZANIA

Pozycja ta obejmuje głównie odsetki należne krajowym bankom centralnym od ich należności z tytułu przekazanych rezerw walutowych (zob. punkt 11 „Zobowiązania wewnętrzne w ramach Eurosystemu”). Saldo tej pozycji obejmuje również (a) pozostałe rozliczenia międzyokresowe oraz otwarte transakcje repo w kwocie 556 mln euro zawarte w ramach zarządzania funduszami własnymi EBC (zob. punkt 6 „Pozostałe aktywa”) oraz (b) zobowiązanie netto dotyczące świadczeń emerytalnych zapewnianych przez EBC.

Program emerytalny EBC i inne świadczenia po okresie zatrudnienia

Kwoty wykazane w bilansie z tytułu zobowiązań emerytalnych EBC (zob. punkt „Program emerytalny EBC i inne świadczenia po okresie zatrudnienia” opisu przyjętych zasad rachunkowości) są następujące:

	2005 mln EUR	2004 mln EUR
Wartość bieżąca zobowiązań	223,5	178,5
Wartość godziwa aktywów programu	(161,2)	(120,2)
Nieujęte zyski/(straty) aktuarialne	6,5	0
Zobowiązanie ujęte w bilansie	68,8	58,3

Wartość bieżąca zobowiązań uwzględnia niepokrywane z osobnego funduszu zobowiązania z tytułu emerytur członków Zarządu oraz rezerw na renty pracownicze w kwocie 30,4 mln euro (w 2004 r. – 23,0 mln euro).

Kwoty wykazane w rachunku zysków i strat za rok 2005 oraz kwoty, które zostałyby wykazane w 2004 r. w odniesieniu do „kosztów bieżącego zatrudnienia”, „odsetek od zobowiązań” i „oczekiwanego zwrotu z aktywów programu” przedstawiają się następująco:

	2005 mln EUR	2004 mln EUR
Koszty bieżącego zatrudnienia	24,6	17,6
Odsetki od zobowiązania	6,2	4,8
Oczekiwany zwrot z aktywów programu	(5,2)	(4,2)
Aktuarialny (zysk)/strata netto ujęte w roku obrotowym	0	23,7
Razem w pozycji „Koszty osobowe”	25,6	41,9

Zmiany wartości bieżącej zobowiązania z tytułu określonych świadczeń:

	2005 mln EUR	2004 mln EUR
Bilans otwarcia zobowiązania z tytułu określonych świadczeń	178,5	123,4
Koszt zatrudnienia	24,6	17,6
Koszt z tytułu odsetek	6,2	4,8
Składki zapłacone przez uczestników programu	9,3	8,4
Pozostałe zmiany netto zobowiązania odzwierciedlającego składki uczestników	6,1	1,8
Świadczenia wypłacone	(2,2)	(1,0)
(Zyski)/straty aktuarialne	1,0	23,5
Bilans zamknięcia zobowiązania z tytułu określonych świadczeń	223,5	178,5

Zmiany wartości godziwej aktywów programu:

	2005 mln EUR	2004 mln EUR
Bilans otwarcia wartości godziwej aktywów programu	120,2	91,8
Oczekiwany zwrot	5,2	4,2
Zyski/(straty) aktuarialne	7,5	(0,2)
Składki zapłacone przez pracodawcę	14,7	14,6
Składki zapłacone przez uczestników programu	9,3	8,4
Świadczenia wypłacone	(1,8)	(0,4)
Pozostałe zmiany netto aktywów odzwierciedlających składki uczestników	6,1	1,8
Bilans zamknięcia wartości godziwej aktywów programu	161,2	120,2

Sporządzając wycenę, do której odnosi się niniejsza nota aktuarialna przyjęli zatwierdzone przez Zarząd założenia w odniesieniu do rachunkowości i ujawniania informacji.

Do obliczenia zobowiązań z tytułu programu pracowniczego przyjęto podstawowe założenia przedstawione poniżej. Wyliczając roczną kwotę obciążającą rachunek zysków i strat, aktuarialni stosują oczekiwaną stopę zwrotu z aktywów programu.

	2005 %	2004 %
Stopa dyskontowa	4,10	4,50
Oczekiwany zwrot z aktywów programu	6,00	6,00
Przyszły wzrost wynagrodzeń	2,00	3,75
Przyszły wzrost emerytur	2,00	2,25

13 REZERWY

Biorąc pod uwagę wysokie ryzyko kursowe, a także ryzyko stóp procentowych i ryzyko zmiany cen złota, na jakie narażony jest EBC, jak również poziom różnic z aktualizacji wyceny Rada Prezesów uznała za zasadne utworzenie rezerwy na wymienione rodzaje ryzyka. Na dzień 31 grudnia 2005 r. w pozycji tej ujęto kwotę 992 mln euro, co spowodowało zmniejszenie zysku netto równo do zera.

Rezerwa zostanie wykorzystana na pokrycie przyszłych zrealizowanych i niezrealizowanych strat, w szczególności strat z tytułu aktualizacji wyceny nie ujętych w różnicach z aktualizacji wyceny. Poziom i zasadność dalszego utrzymywania tej rezerwy będzie podlegał corocznej weryfikacji na podstawie dokonanej przez EBC oceny przyszłego poziomu ryzyka kursowego, ryzyka stóp procentowych i ryzyka zmiany cen złota. Ocena ta będzie oparta na ogólnie przyjętych metodach szacowania ryzyka finansowego.

Pozycja ta obejmuje również rezerwy na zobowiązania umowne EBC dotyczące przywrócenia zajmowanych obiektów do pierwotnego stanu po przeprowadzce do docelowej siedziby.

14 RÓŻNICE Z AKTUALIZACJI WYCENY

Pozycja ta obejmuje niezrealizowane zyski na aktywach i zobowiązaniach.

	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Złoto	4.362.459.301	1.853.957.106	2.508.502.195
Waluty obce	3.737.934.137	0	3.737.934.137
Papiery wartościowe	8.234.660	67.160.084	(58.925.424)
Razem	8.108.628.098	1.921.117.190	6.187.510.908

Dla celów wyceny na koniec roku zastosowano następujące kursy walut:

Kursy	2005	2004
dolar amerykański/euro	1,1797	1,3621
jen japoński/euro	138,90	139,65
euro/SDR	1,2099	1,1396
euro/uncja czystego złota	434,856	321,562

15 KAPITAŁ I FUNDUSZ REZERWOWY

Kapitał

Kapitał subskrybowany EBC wynosi 5,565 mld euro. Kapitał opłacony jest równy 4,089 mld euro. Krajowe banki centralne strefy euro w pełni opłaciły swoje udziały w kapitale, wynoszące 3,978 mld euro, jak poniżej (w 2005 r. nie zaszły żadne zmiany)⁷:

	Klucz kapitałowy %	EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141.910.195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1.176.170.751
Bank of Greece	1,8974	105.584.034
Banco de España	7,7758	432.697.551
Banque de France	14,8712	827.533.093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51.300.686
Banca d'Italia	13,0516	726.278.371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8.725.401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222.336.360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115.745.120
Banco de Portugal	1,7653	98.233.106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71.711.893
Razem	71,4908	3.978.226.562

⁷ Poszczególne kwoty są zaokrąglone do jednego euro. Sumy w tabelach w tej części mogą nie sumować się do kwoty „Razem” ze względu na zaokrąglenia.

Trzyście krajowych banków centralnych spoza strefy euro ma obowiązek opłacenia jedynie niewielkiego odsetka subskrybowanego kapitału na pokrycie kosztów operacyjnych EBC. W 2004 r. odsetek ten został zwiększony z 5% do 7%. Wraz z kwotami wpłaconymi przez dziesięć nowych krajowych banków centralnych spoza strefy euro, na koniec 2004 r. łączna kwota tej składki wyniosła 111.050.988 euro. W 2005 r. nie zaszły żadne zmiany. W przeciwieństwie do KBC strefy euro, krajowe banki centralne spoza strefy euro nie mają żadnego udziału w podlegających podziałowi zyskach EBC, w tym w dochodach z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu, ani też nie mają obowiązku pokrywania strat EBC.

Krajowe banki centralne spoza strefy euro wpłaciły następujące kwoty:

	Klucz kapitałowy %	EUR
Česká národní banka	1,4584	5.680.860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6.101.159
Eesti Pank	0,1784	694.916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506.385
Latvijas Banka	0,2978	1.160.011
Lietuvos bankas	0,4425	1.723.656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5.408.191
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0,0647	252.024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20.013.889
Banka Slovenije	0,3345	1.302.967
Národná banka Slovenska	0,7147	2.783.948
Sveriges Riksbank	2,4133	9.400.451
Bank of England	14,3822	56.022.530
Razem	28,5092	111.050.988

INSTRUMENTY POZABILANSOWE

16 AUTOMATYCZNY PROGRAM POŻYCZEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

W ramach zarządzania funduszami własnymi EBC podpisał umowę w sprawie automatycznego programu pożyczek papierów wartościowych. Na mocy tej umowy,

wyznaczony przedstawiciel zawiera w imieniu EBC transakcje pożyczki papierów wartościowych z kontrahentami zaakceptowanymi przez EBC. Zgodnie z umową, na dzień 31 grudnia 2005 r. wartość otwartych umów odwracalnych wynosiła 0,9 mld euro (w 2004 r. – 1 mld euro) (zob. punkt „Transakcje odwracalne” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

17 KONTRAKTY FUTURES NA STOPY PROCENTOWE

W 2005 r. w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC zawierano walutowe kontrakty terminowe typu *futures* na stopy procentowe. Na dzień 31 grudnia 2005 r. otwarte były następujące transakcje:

Walutowe kontrakty <i>futures</i> na stopy procentowe	Wartość kontraktu EUR
Kupno	5.021.586.677
Sprzedaż	100.873.103

INFORMACJA DODATKOWA DO RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

18 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:

	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Odsetki od rachunków bieżących	7.519.063	3.744.188	3.774.875
Dochody z depozytów rynku pieniężnego	124.214.410	49.854.512	74.359.898
Umowy <i>reverse repo</i>	153.568.329	63.759.141	89.809.188
Dochód netto z papierów wartościowych	641.956.243	317.073.827	324.882.416
Razem przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych	927.258.045	434.431.668	492.826.377
Koszty z tytułu odsetek od rachunków bieżących	(221.697)	(32.020)	(189.677)
Umowy <i>repo</i>	(37.562.595)	(11.947.990)	(25.614.605)
Pozostałe koszty z tytułu odsetek (netto)	(64.964)	(32.960)	(32.004)
Wynik z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych	889.408.789	422.418.698	466.990.091

W 2005 r. odnotowano znaczny wzrost przychodów z tytułu odsetek ze względu na podwyżkę stóp procentowych aktywów denominowanych w dolarach amerykańskich.

Przychody z tytułu odsetek związane z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu

Pozycja ta obejmuje przychody odsetkowe EBC od jego 8-procentowego udziału w łącznej wartości emisji banknotów euro. Odsetki od należności EBC dotyczących przypisanej mu

części emisji banknotów naliczane są według ostatniej dostępnej krańcowej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu. Przychody te są dzielone pomiędzy krajowe banki centralne według zasad przedstawionych w punkcie „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości.

W oparciu o szacowany wynik finansowy EBC za rok obrotowy 2005, w grudniu 2005 r. Rada Prezesów postanowiła:

- odwołać trzy śródroczne wypłaty o ogólnej wartości 634 mln euro dokonane na rzecz krajowych banków centralnych w ciągu roku;
- wstrzymać ostatnią śródroczną kwartalną wypłatę w kwocie 234 mln euro.

Pokrycie należności KBC z tytułu przekazanych rezerw walutowych

W pozycji tej wykazane zostały odsetki wypłacone krajowym bankom centralnym strefy euro z tytułu ich należności dotyczących rezerw walutowych przekazanych EBC zgodnie z art. 30 ust. 1 Statutu ESBC.

Pozostałe przychody z tytułu odsetek oraz pozostałe koszty z tytułu odsetek

Pozycje te obejmują przychody odsetkowe w kwocie 1,6 mld euro (w 2004 r. – 1,2 mld euro) i koszty odsetkowe w kwocie 1,5 mld euro (w 2004 r. – 1,1 mld euro) z tytułu sald związanych z systemem TARGET. W tym miejscu ujęto także przychody i koszty odsetkowe z tytułu pozostałych aktywów i zobowiązań wyrażonych w euro.

19 ZREALIZOWANE ZYSKI/(STRATY) Z TYTUŁU OPERACJI FINANSOWYCH

Zrealizowane zyski netto z tytułu operacji finansowych w 2005 r. kształtowały się następująco:

	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Zrealizowane zyski netto z tytułu zmian cen papierów wartościowych	14.854.774	94.643.135	(79.788.361)
Zrealizowane dodatnie/(ujemne) różnice kursowe oraz zyski/(straty) z tytułu zmian cen złota	134.514.361	41.402.675	93.111.686
Zrealizowane zyski z tytułu operacji finansowych	149.369.135	136.045.810	13.323.325

20 ODPISY AKTUALIZUJĄCE WARTOŚĆ AKTYWÓW I POZYCJI FINANSOWYCH

	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Niezrealizowane zyski z tytułu zmian cen papierów wartościowych	(97.487.772)	(28.485.006)	(69.002.766)
Niezrealizowane ujemne różnice kursowe	(6.309)	(2.064.800.103)	2.064.793.794
Razem	(97.494.081)	(2.093.285.109)	1.995.791.028

Koszty w tej pozycji wynikają przede wszystkim z aktualizacji średniego kosztu nabycia papierów wartościowych w posiadaniu EBC denominowanych w dolarach amerykańskich do cen na koniec roku.

21 WYNIK Z TYTUŁU PROWIZJI I OPŁAT

	2005 EUR	2004 EUR	Zmiana EUR
Przychody z tytułu prowizji i opłat	473.432	297.964	175.468
Koszty prowizji i opłat	(655.805)	(559.481)	(96.324)
Wynik z tytułu prowizji i opłat	(182.373)	(261.517)	79.144

Przychody w tej pozycji dotyczą głównie kar nakładanych na instytucje kredytowe za nieprzebranie wymogów dotyczących rezerwy obowiązkowej. Koszty dotyczą głównie prowizji płatnych od rachunków bieżących oraz realizacji walutowych kontraktów *futures* na stopy procentowe (zob. punkt 17 „Kontrakty *futures* na stopy procentowe”).

22 POZOSTAŁE PRZYCHODY

Pozostałe przychody powstały głównie w wyniku przeniesienia do rachunku zysków i strat niewykorzystanych rezerw na koszty administracyjne. W szczególności, pozycja ta zwiększyła się w wyniku zmian umów najmu zawartych przez EBC, a także ponownej oceny i powiązanej z nią redukcji rezerw na zobowiązania umowne do przywrócenia zajmowanych obiektów do pierwotnego stanu po przeprowadzce.

23 KOSZTY OSOBOWE

Pozycja ta obejmuje uposażenia, dodatki i koszty ubezpieczeń pracowniczych w kwocie 126,9 mln euro (w 2004 r. – 120,0 mln euro). Wynagrodzenia Zarządu wyniosły łącznie 2,1 mln euro (w 2004 r. – 2,1 mln euro). W 2005 r. wypłacono odprawy dla odchodzących członków Zarządu, a także świadczenia emerytalne dla byłych członków Zarządu lub osób pozostających na ich utrzymaniu w łącznej kwocie 0,4 mln euro (w 2004 r. – 0,5 mln euro).

Uposażenia i dodatki, w tym wynagrodzenia osób na wyższych stanowiskach kierowniczych, kształtują się zgodnie z modelem systemu wynagrodzeń Wspólnot Europejskich i na porównywalnym poziomie.

Pozycja ta obejmuje również kwotę 25,6 mln euro (w 2004 r. – 41,9 mln euro) ujętą w związku z programem emerytalnym EBC i innymi świadczeniami po okresie zatrudnienia (zob. punkt 12 „Pozostałe zobowiązania”).

Obniżenie salda „Kosztów osobowych” jest związane przede wszystkim ze zmianą podejścia księgowego stosowanego przy ujmowaniu zysków/strat aktuarialnych netto dotyczących programu emerytalnego EBC i innych świadczeń po okresie zatrudnienia. Koszty emerytalne w 2004 r. były znacznie wyższe z powodu ujęcia straty aktuarialnej netto w pełnej wysokości 23,7 mln euro w roku jej powstania. W roku 2005, w związku z zastosowaniem nowego podejścia 10-procentowego przedziału, nie ujęto w rachunku zysków i strat żadnych zysków/strat aktuarialnych (zob. punkt 12 „Pozostałe zobowiązania”).

Na koniec 2005 r. EBC zatrudniał 1.351 pracowników, w tym 131 osób na stanowiskach kierowniczych. Rotacja pracowników w 2005 r. była następująca:

	2005	2004
Według stanu na 1 stycznia	1.309	1.213
Nowi pracownicy	82	137
Odchodzący pracownicy	40	41
Według stanu na 31 grudnia	1.351	1.309
Średnia liczba zatrudnionych	1.331	1.261

24 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.

25 USŁUGI PRODUKCJI BANKNOTÓW

Pozycja ta obejmuje koszty transgranicznego transportu banknotów euro pomiędzy krajowymi bankami centralnymi w celu pokrycia niespodziewanych wahań popytu na banknoty. Koszty te ponoszone są centralnie przez EBC.

INFORMACJA O PODZIALE ZYSKU LUB POKRYCIU STRATY

Informacja ta nie wchodzi w skład sprawozdania finansowego EBC za 2005 r.

W związku z tym nie dokonano wypłat z zysku na rzecz udziałowców ani zwiększenia ogólnego funduszu rezerwowego. Nie wystąpiła również konieczność pokrycia straty.

DOCHÓD Z TYTUŁU UDZIAŁU EBC W BANKNOTACH W OBIEGU

W 2004 r. na podstawie decyzji Rady Prezesów, kwota 733 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 za ten rok nie przewyższyła zysku netto za ten rok. Podobnie w 2005 r. wyłączono z podziału kwotę 868 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 EBC za lata 2004 i 2005 można zatem przedstawić następująco:

	2005 EUR	2004 EUR
Zysk/(strata) netto za rok obrotowy	0	(1.636.028.702)
Zmniejszenie ogólnego funduszu rezerwowego	0	296.068.424
Przeniesienie z puli dochodów pieniężnych KBC	0	1.339.960.278
Razem	0	0

SPOSÓB PODZIAŁU ZYSKU LUB POKRYCIA STRATY

Zgodnie z art. 33 Statutu ESBC, zysk netto EBC zostanie podzielony w następujący sposób:

- kwota określona przez Radę Prezesów, która nie może przekroczyć 20% zysku netto, zostanie przeniesiona do ogólnego funduszu rezerwowego, w wysokości nie przekraczającej 100% kapitału;
- pozostały zysk netto zostanie podzielony między udziałowców EBC proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów.

W przypadku poniesienia straty przez EBC, deficyt może być potrącony z ogólnego funduszu rezerwowego EBC, a jeżeli będzie to konieczne – po podjęciu decyzji przez Radę Prezesów – także z dochodów pieniężnych odpowiedniego roku obrotowego proporcjonalnie i do wysokości kwot podzielonych pomiędzy krajowe banki centralne zgodnie z art. 32 ust. 5 Statutu.

W 2005 r. utworzenie rezerwy na ryzyko kursowe, ryzyko stóp procentowych i ryzyko zmiany cen złota w kwocie 992 mln euro spowodowało obniżenie zysku netto do zera.

¹ 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.

Auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. 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 plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our 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 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Nieoficjalne tłumaczenie raportu niezależnego biegłego rewidenta EBC sporządzone przez EBC.
W przypadku rozbieżności obowiązuje wersja angielska podpisana przez KPMG.**

Raport biegłego rewidenta

Prezes i Rada Prezesów
Europejskiego Banku Centralnego

Frankfurt nad Menem

Przeprowadziliśmy badanie załączonego bilansu Europejskiego Banku Centralnego na dzień 31 grudnia 2005 r. oraz rachunku zysków i strat za rok obrotowy zakończony tego dnia wraz z informacją dodatkową. Za sporządzenie rocznego sprawozdania finansowego odpowiedzialny jest Zarząd Europejskiego Banku Centralnego. Naszym zadaniem było wyrażenie opinii o sprawozdaniu finansowym na podstawie przeprowadzonego badania.

Badanie sprawozdania finansowego przeprowadziliśmy stosownie do Międzynarodowych Standardów Rewizji Sprawozdań Finansowych. Standardy te wymagają, aby badanie zostało zaplanowane i przeprowadzone w sposób dający wystarczającą pewność, że sprawozdanie finansowe nie zawiera istotnych błędów. Badanie obejmuje sprawdzenie w oparciu o metodę wrywkową dowodów i zapisów księgowych, z których wynikają kwoty i informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym. Badanie obejmuje również ocenę stosowanych zasad rachunkowości, znaczących szacunków dokonanych przez zarząd jednostki oraz ocenę ogólnej prezentacji sprawozdania finansowego. Wyrażamy przekonanie, że przeprowadzone przez nas badanie stanowi wystarczającą podstawę do wydania opinii.

Naszym zdaniem sprawozdanie finansowe przedstawia prawidłowo i rzetelnie sytuację finansową Europejskiego Banku Centralnego na dzień 31 grudnia 2005 r. oraz wynik na działalności za rok obrotowy kończący się tego dnia, zgodnie z zasadami rachunkowości przedstawionymi w pierwszej części informacji dodatkowej.

Frankfurt nad Menem, 7 marca 2006 r.

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSISTEMU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2005 R.

(W MLN EURO)

AKTYWA	31 GRUDNIA 2005 R.	31 GRUDNIA 2004 R.
1 Złoto i należności w zlocie	163.881	125.730
2 Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych	154.140	153.856
2.1 Należności od MFW	16.391	23.948
2.2 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, udzielone kredyty i inne aktywa zagraniczne	137.749	129.908
3 Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	23.693	16.974
4 Należności od nierezydentów strefy euro w euro	9.185	6.849
4.1 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe oraz udzielone kredyty	9.185	6.849
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	405.966	345.112
5.1 Podstawowe operacje refinansujące	315.000	270.000
5.2 Dłuższe operacje refinansujące	90.017	75.000
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	949	109
5.6 Kredyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	0	3
6 Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro	3.636	3.763
7 Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro	92.367	70.244
8 Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych w euro	40.113	41.317
9 Pozostałe aktywa	145.635	120.479
Aktywa ogółem	1.038.616	884.324

Poszczególne pozycje mogą nie sumować się do kwot ogółem ze względu na zaokrąglenia.

PASYWA	31 GRUDNIA 2005 R.	31 GRUDNIA 2004 R.
1 Banknoty w obiegu	565.216	501.256
2 Zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro z tytułu operacji polityki pieniężnej w euro	155.535	138.735
2.1 Rachunki bieżące (w tym rachunki rezerw obowiązkowych)	155.283	138.624
2.2 Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	252	106
2.3 Depozyty terminowe	0	0
2.4 Operacje dostrajające z przyrzeczeniem odkupu	0	0
2.5 Depozyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	0	5
3 Pozostałe zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro w euro	207	126
4 Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych	0	0
5 Zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro w euro	41.762	42.187
5.1 Zobowiązania wobec sektora instytucji rządowych i samorządowych	34.189	35.968
5.2 Pozostałe zobowiązania	7.573	6.219
6 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro	13.224	10.912
7 Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych	366	247
8 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych	8.405	10.679
8.1 Zobowiązania z tytułu depozytów, prowadzonych rachunków oraz pozostałe zobowiązania	8.405	10.679
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)	5.920	5.573
10 Pozostałe pasywa	67.325	51.791
11 Różnice z aktualizacji wyceny	119.094	64.581
12 Fundusze i rezerwy	61.562	58.237
Pasywa ogółem	1.038.616	884.324

ZAŁĄCZNIKI

INSTRUMENTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC

Poniższa tabela zawiera listę opublikowanych w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej instrumentów prawnych przyjętych przez EBC w 2005 r. oraz na początku 2006 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/2005/1	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 21 stycznia 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2001/3 w sprawie transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym („TARGET”)	Dz.U. L 30, 03.02.2005, s. 21
EBC/2005/2	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 3 lutego 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 dotyczące instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu	Dz.U. L 111, 02.05.2005, s. 1
EBC/2005/3	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 lutego 2005 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Banco de Portugal	Dz.U. C 50, 26.02.2005, s. 6
EBC/2005/4	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 lutego 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2003/2 w sprawie niektórych wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego oraz procedur przekazywania przez krajowe banki centralne informacji statystycznych w dziedzinie statystyki pieniężnej i bankowej	Dz.U. L 109, 29.04.2005, s. 6
EBC/2005/5	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 lutego 2005 r. w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego oraz procedur wymiany informacji statystycznych w Europejskim Systemie Banków Centralnych w zakresie statystyki finansowej sektora publicznego	Dz.U. L 109, 29.04.2005, s. 81
EBC/2005/6	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 marca 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/1 w sprawie zarządzania aktywami rezerwy walutowej Europejskiego Banku Centralnego przez krajowe banki centralne oraz w sprawie dokumentacji prawnej dla operacji dotyczących aktywów rezerwy walutowej Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 109, 29.04.2005, s. 107
EBC/2005/7	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 7 kwietnia 2005 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Bank of Greece	Dz.U. C 91, 15.04.2005, s. 4

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2005/8	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 7 kwietnia 2005 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	Dz.U. C 91, 15.04.2005, s. 5
EBC/2005/9	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 maja 2005 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznego audytora De Nederlandsche Bank	Dz.U. C 151, 22.06.2005, s. 29
EBC/2005/10	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 26 października 2005 r. udzielone Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	Dz.U. C 277, 10.11.2005, s. 30
EBC/2005/11	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 listopada 2005 r. w sprawie podziału wśród krajowych banków centralnych uczestniczących Państw Członkowskich dochodu Europejskiego Banku Centralnego z tytułu banknotów euro w obiegu	Dz.U. L 311, 26.11.2005, s. 41
EBC/2005/12	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 listopada 2005 r. zmieniająca decyzję EBC/2002/11 w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 311, 26.11.2005, s. 43
EBC/2005/13	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 listopada 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2002/7 w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego w zakresie kwartalnych rachunków finansowych	Dz.U. L 30, 02.02.2006, s. 1
EBC/2005/14	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 9 grudnia 2005 r. dotycząca zatwierdzenia wielkości emisji monet euro w 2006 r.	Dz.U. L 333, 20.12.2005, s. 55
EBC/2005/15	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 grudnia 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/1 w sprawie zarządzania aktywami rezerwy walutowej Europejskiego Banku Centralnego przez krajowe banki centralne oraz dokumentacji prawnej dla operacji dotyczących aktywów rezerwy walutowej Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 345, 28.12.2005, s. 33
EBC/2005/16	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 30 grudnia 2005 r. w sprawie transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym („TARGET”)	Dz.U. L 18, 23.01.2006, s. 1

Numer	Tytuł	Nr Dz.U.
EBC/2005/17	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 30 grudnia 2005 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu	Dz.U. L 30, 02.02.2006, s. 26

OPINIE WYDANE PRZEZ EBC

Poniższa tabela zawiera listę opinii wydanych przez EBC w 2005 r. zgodnie z art. 105 ust. 4 Traktatu oraz art. 4 Statutu ESBC, art. 112 ust. 2 lit. b Traktatu oraz art. 11.2 Statutu. Pełna lista opinii wydanych przez EBC od momentu jego założenia jest dostępna w serwisie internetowym EBC.

(a) Opinie EBC wydane na wniosek państwa członkowskiego¹

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON/2005/1	Włochy	Linie kredytowe otwierane przez Banca d'Italia na rzecz Libanu
CON/2005/3	Węgry	Sortowanie i dystrybucja gotówki
CON/2005/5	Malta	Obowiązki sprawozdawcze w zakresie statystyki nakładane na instytucje kredytowe przez Centralny Bank Malty
CON/2005/8	Litwa	Rezerwy obowiązkowe kas kredytowych (kredyto unija)
CON/2005/9	Belgia	Zasady nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami rozrachunku papierów wartościowych oraz podobnymi instytucjami
CON/2005/10	Węgry	Wymogi w zakresie sprawozdań statystycznych nakładane przez Magyar Nemzeti Bank w zakresie kodów transakcyjnych dla płatności
CON/2005/12	Luksemburg	Zabezpieczenia finansowe
CON/2005/13	Cypr	Przekazywanie przez monetarne instytucje finansowe sprawozdań w zakresie ich bilansów miesięcznych
CON/2005/14	Węgry	Wymogi dotyczące rezerw obowiązkowych
CON/2005/15	Dania	Rozdział kosztów prowadzenia systemów kart debetowych pomiędzy bankami, konsumentami oraz przedsiębiorstwami obrotu detalicznego
CON/2005/19	Węgry	Zadania techniczne i innego rodzaju obowiązki związane z ochroną prawnych środków płatniczych przed fałszowaniem
CON/2005/20	Łotwa	Zmiany w statucie Latvijas Banka
CON/2005/21	Litwa	Przepisy prawne regulujące wprowadzenie waluty euro
CON/2005/23	Austria	Przekazywanie danych dotyczących usług transgranicznych dla celów statystyki bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

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/2005/24	Czechy	Reorganizacja nadzoru nad rynkiem finansowym oraz działalność nadzorcza dotycząca systemów płatniczych i systemów rozrachunku papierów wartościowych
CON/2005/25	Słowacja	Regulacja działalności lobbingowej, w tym takiej działalności prowadzonej w odniesieniu do Národná banka Slovenska
CON/2005/26	Słowacja	Zadania w zakresie zintegrowanego nadzoru nad całością rynku finansowego realizowane przez Národná banka Slovenska oraz zmiany w jego statucie
CON/2005/27	Holandia	Współpraca De Nederlandsche Bank oraz Centraal Bureau voor de Statistiek w zakresie wymogów sprawozdawczości statystycznej EBC
CON/2005/28	Cypr	Zmiany w ustawie implementującej Dyrektywę 98/26/WE w sprawie ostateczności rozrachunku w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych („Dyrektywa o Ostateczności Rozrachunku”)
CON/2005/29	Austria	Finansowanie przez Oesterreichische Nationalbank udziału Austrii w funduszu powierniczym MFW przeznaczonym dla krajów o niskich dochodach dotkniętych katastrofami naturalnymi
CON/2005/30	Hiszpania	Zasady wpłacania zysków Banco de España na rzecz Skarbu Państwa
CON/2005/31	Belgia	Wprowadzenie systemu bezpośredniej sprawozdawczości w zakresie statystyki bilansu płatniczego oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej
CON/2005/32	Litwa	Wymogi Lietuvos bankas w odniesieniu do sprawozdawczości statystycznej w zakresie instrumentów płatniczych
CON/2005/34	Włochy	Zmiany w strukturze i wewnętrznych zasadach zarządzania Banca d'Italia wynikające z ustawy o ochronie oszczędności
CON/2005/35	Cypr	Zmiany w zasadach dotyczących rezerwy obowiązkowej stosowanych przez Centralny Bank Cypru
CON/2005/36	Czechy	Modernizacja regulacji upadłościowej poprzez wprowadzenie nowych procedur związanych z niewypłacalnością oraz wzmocnienie praw wierzycieli
CON/2005/37	Niemcy	Zmiany do obowiązków sprawozdawczych w zakresie płatności transgranicznych

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON/2005/38	Litwa	Prawo Lietuvos bankas do emisji banknotów i monet po przyjęciu euro oraz niezależność personalna jego Prezesa
CON/2005/39	Czechy	Poprawiony projekt kompleksowej integracji nadzoru nad rynkiem finansowym przy założeniu wykonywania przez Česká národní banka roli organu nadzorczego
CON/2005/40	Francja	Implementacja zasad dotyczących przeniesienia prawa własności instrumentów finansowych
CON/2005/41	Włochy	Nadzór nad niskokwotowymi systemami płatniczymi
CON/2005/42	Węgry	Merytoryczne, techniczne, ekonomiczne oraz związane z zapewnieniem bezpieczeństwa wymogi warunkujące nieprzerwane funkcjonowanie transakcji rozliczeniowych
CON/2005/43	Belgia	Zniesienie papierów wartościowych na okaziciela oraz modernizacja ram prawnych dotyczących papierów wartościowych emitowanych przez spółki
CON/2005/44	Polska	Zmiany w przepisach dotyczących obrotu dewizowego
CON/2005/45	Czechy	Obowiązki sprawozdawcze dla niektórych instytucji finansowych, w tym zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych
CON/2005/46	Czechy	Wymiana indywidualnych danych statystycznych pomiędzy Česká národní banka oraz Český statistický úřad (Urzędem Statystycznym) dla celów statystycznych
CON/2005/47	Słowacja	Wyłączenie Národná banka Slovenska spod odpowiedzialności karnej podmiotów zbiorowych
CON/2005/48	Szwecja	Wynagrodzenie w wysokości stopy procentowej wypłacane przez Sveriges Riksbank podmiotom, które oddzielają oraz przechowują pieniądź gotówkowy
CON/2005/49	Czechy	Obowiązki sprawozdawcze banków oraz oddziałów banków zagranicznych w zakresie statystyki
CON/2005/50	Słowacja	Spadek rocznych składek banków komercyjnych na Fundusz Ochrony Depozytów oraz zakaz finansowania pieniężnego
CON/2005/52	Węgry	Obowiązki sprawozdawcze wobec Magyar Nemzeti Bank w odniesieniu do nowych rodzajów danych
CON/2005/54	Szwecja	Zmiany w statucie Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Słowacja	Zmiany w systemie skarbu państwa

Numer ²	Inicjator	Przedmiot
CON/2005/57	Słowenia	Dokonywane w związku z wprowadzeniem euro redenominacje kapitału publicznych spółek kapitałowych oraz spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, jak również wprowadzenie udziałów o nieoznaczonej wartości nominalnej
CON/2005/58	Włochy	Poprawiony projekt zmian w strukturze i wewnętrznych zasadach zarządzania Banca d'Italia wynikających z ustawy o ochronie oszczędności
CON/2005/59	Estonia	Zmiany w statucie Eesti Pank związane z przygotowaniem do przyjęcia euro
CON/2005/60	Litwa	Zmiany w statucie Lietuvos bankas związane z przygotowaniem do przyjęcia euro
CON/2005/61	Słowacja	Standardy rachunkowości i sprawozdawczości finansowej przeznaczone do stosowania przez Národná banka Slovenska

(b) Opinie EBC wydane na wniosek instytucji europejskiej³

Numer⁴	Inicjator	Przedmiot	Nr Dz.U.
CON/2005/2	Rada	Uniemożliwienie korzystania z systemu finansowego w celu prania pieniędzy i finansowania działalności terrorystycznej	Dz.U. C 40, 17.02.2005, s. 9
CON/2005/4	Rada	Zasady ramowe w zakresie adekwatności kapitałowej dla instytucji kredytowych i przedsiębiorstw inwestycyjnych	Dz.U. C 52, 02.03.2005, s. 37
CON/2005/6	Rada	Powołanie członka Zarządu EBC	Dz.U. C 75, 24.03.2005, s. 14
CON/2005/7	Rada	Konwencja Haska w sprawie papierów wartościowych w instytucji pośredniczącej	Dz.U. C 81, 02.04.2005, s. 10
CON/2005/11	Rada	Jakość danych statystycznych w kontekście procedury nadmiernego deficytu	Dz.U. C 116, 18.05.2005, s. 11
CON/2005/16	Rada	Statystyka wspólnotowa dotycząca struktury i działalności zagranicznych jednostek zależnych	Dz.U. C 144, 14.06.2005, s. 14
CON/2005/17	Rada	Przyspieszenie i wyjaśnienie sposobu realizacji procedury nadmiernego deficytu w celu uwzględnienia zmian w implementacji Paktu Stabilności i Rozwoju	Dz.U. C 144, 14.06.2005, s. 16
CON/2005/18	Rada	Wzmocnienie nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych w celu uwzględnienia zmian w realizacji Paktu Stabilności i Rozwoju	Dz.U. C 144, 14.06.2005, s. 17
CON/2005/22	Rada	Rozszerzenie programu wymiany, pomocy i szkoleń dla ochrony euro przed fałszowaniem (program „Perykles”)	Dz.U. C 161, 01.07.2005, s. 11
CON/2005/33	Komisja	Wspólny okres odniesienia dla zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP)	Dz.U. C 254, 14.10.2005, s. 4

³ Również dostępne w serwisie internetowym EBC.

⁴ Opinie są numerowane w kolejności wydania przez Radę Prezesów.

Numer ⁴	Inicjator	Przedmiot	Nr Dz.U.
CON/2005/51	Rada	Zasady wprowadzenia euro w państwach członkowskich, które nie przyjęły jeszcze euro	Dz.U. C 316, 13.12.2005, s. 25
CON/2005/53	Rada	Przedłużenie terminów dotyczących implementacji dyrektywy 2004/39/WE o rynkach instrumentów finansowych oraz wejścia w życie odpowiednich krajowych aktów prawnych	Dz.U. C 323, 09.12.2005, s. 31
CON/2005/56	Rada	Informacje o zleceniodawcach, które towarzyszą przekazom pieniężnym	Dz.U. C 336, 31.12.2005, s. 109

DZIAŁANIA EUROSISTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM¹

13 STYCZNIA 2005 R.

Rada Prezesów EBC decyduje o pozostawieniu minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących, stopy procentowej kredytu banku centralnego na koniec dnia oraz stopy depozytu w banku centralnym na koniec dnia na niezmiennym poziomie odpowiednio 2,0%, 3,0% i 1,0%.

14 STYCZNIA 2005 R.

Rada Prezesów EBC decyduje o zwiększeniu kwoty przydziału wszystkich dłuższych operacji refinansujących dokonywanych w 2005 r. z 25 mld do 30 mld euro. Zwiększona kwota uwzględnia spodziewane w 2005 r. większe zapotrzebowanie na płynność w systemie bankowym strefy euro. Eurosystem będzie jednak nadal zapewniać większą część płynności za pośrednictwem podstawowych operacji refinansujących. Rada Prezesów może zdecydować o ponownej korekcie kwoty przydziału na początku 2006 r.

3 LUTEGO, 3 MARCA, 7 KWIETNIA, 4 MAJA, 2 CZERWCA, 7 LIPCA, 4 SIERPNIA, 1 WRZEŚNIA, 6 PAŹDZIERNIKA I 3 LISTOPADA 2005 R.

Rada Prezesów EBC decyduje o pozostawieniu minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących, stopy procentowej kredytu banku centralnego na koniec dnia oraz stopy depozytu w banku centralnym na koniec dnia na niezmiennym poziomie odpowiednio 2,0%, 3,0% i 1,0%.

1 GRUDNIA 2005 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podnieść minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących o 0,25 punktu procentowego do poziomu 2,25%, począwszy od operacji rozliczanej 6 grudnia 2005 r. Ponadto Rada postanawia podnieść stopy kredytu i depozytu w banku centralnym

na koniec dnia o 0,25 punktu procentowego – odpowiednio do 3,25% i 1,25% – od 6 grudnia 2005 r.

16 GRUDNIA 2005 R.

Rada Prezesów EBC decyduje o zwiększeniu kwoty przydziału wszystkich dłuższych operacji refinansujących dokonywanych w 2006 r. z 30 mld do 40 mld euro. Zwiększona kwota uwzględnia dwie kwestie. Po pierwsze, przewiduje się, że zapotrzebowanie na płynność systemu bankowego strefy euro ponownie wzrośnie w 2006 r. Po drugie, Eurosystem postanowił zwiększyć nieznacznie udział zapotrzebowania na płynność zaspokajanego przez dłuższe operacje refinansujące. Eurosystem będzie jednak nadal zapewniać większą część płynności za pośrednictwem podstawowych operacji refinansujących. Rada Prezesów może zdecydować o ponownej korekcie kwoty przydziału na początku 2007 r.

12 STYCZNIA I 2 LUTEGO 2006 R.

Rada Prezesów EBC decyduje o pozostawieniu minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących, stopy procentowej kredytu banku centralnego na koniec dnia oraz stopy depozytu w banku centralnym na koniec dnia na niezmiennym poziomie odpowiednio 2,25%, 3,25% i 1,25%.

¹ Zestawienie działań Eurosystemu w zakresie polityki pieniężnej podejmowanych w latach 1999-2004 w ujęciu chronologicznym znajdują się odpowiednio na stronach 176-180 Raportu Rocznego EBC za 1999 r., stronach 205-208 Raportu Rocznego EBC za 2000 r., stronach 219-220 Raportu Rocznego EBC za 2001 r., stronach 234-235 Raportu Rocznego EBC za 2002 r., stronach 217-218 Raportu Rocznego EBC za 2003 r. oraz na stronie 217 Raportu Rocznego EBC za 2004 r.

DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EBC OD 2005 R.

Poniższa lista ma na celu poinformowanie czytelników o wybranych dokumentach opublikowanych przez Europejski Bank Centralny od stycznia 2005 r. Dla Dokumentów Roboczych lista zawiera tylko publikacje wydane w okresie pomiędzy grudniem 2005 r. a lutym 2006 r. Publikacje te udostępniane są zainteresowanym osobom bezpłatnie przez Dział Prasy i Informacji. Pisemne zamówienia należy składać na adres pocztowy podany na odwrocie strony tytułowej.

Pełna lista dokumentów opublikowanych przez Europejski Bank Centralny i Europejski Instytut Walutowy dostępna jest na stronie internetowej EBC (<http://www.ecb.int>).

RAPORTY ROCZNE

Raport Roczny 2004, kwiecień 2005.

ARTYKUŁY BIULETYNU MIESIĘCZNEGO

- „The new Basel Capital Accord: main features and implications“, styczeń 2005.
- „Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments“, styczeń 2005.
- „Bank market discipline“, luty 2005.
- „Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation“, luty 2005.
- „Euro area balance of payments and international investment position vis-a-vis main counterparts“, luty 2005.
- „Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan“, kwiecień 2005.
- „The ESCB-CESR standards for securities clearing and settlement in the European Union“, kwiecień 2005.
- „Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous area“, maj 2005.
- „Consolidation and diversification in the euro area banking sector“, maj 2005.
- „The evolving framework for corporate governance“, maj 2005.
- „The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date“, lipiec 2005.
- „The Lisbon strategy - five years on“, lipiec 2005.
- „The use of harmonised MFI interest rate statistics“, lipiec 2005.
- „The reform of the Stability and Growth Pact“, sierpień 2005.
- „The role of 'Emerging Asia' in the global economy“, sierpień 2005.
- „The euro banknotes: developments and future challenges“, sierpień 2005.
- „Money demand and uncertainty“, październik 2005.
- „Assessing the performance of financial systems“, październik 2005.
- „Price-setting behaviour in the euro area“, listopad 2005.
- „Developments in corporate finance in the euro area“, listopad 2005.
- „Economic and financial relations between the euro area and Russia“, listopad 2005.
- „Przewidywalność polityki pieniężnej EBC“, styczeń 2006.
- „Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne“, styczeń 2006.
- „Ocena trendów cenowych nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro“, luty 2006.
- „Polityka fiskalna a rynki finansowe“, luty 2006.

MAŁA KSIĄŻECZKA STATYSTYCZNA

Dostępna co miesiąc od sierpnia 2003 r.

PRAWNE DOKUMENTY ROBOCZE

- 1 „The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments“ K. M. Lober, luty 2006.

DOKUMENTY OKOLICZNOŚCIOWE

- 22 „Assessing potential output growth in the euro area - a growth accounting perspective“ A. Musso, T. Westermann, styczeń 2005.
- 23 „The bank lending survey for the euro area“ J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt, S. Scopel, luty 2005.
- 24 „Wage diversity in the euro area - an overview of labour cost differentials across industries“ V. Genre, D. Momferatou, G. Mourre, luty 2005.
- 25 „Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices“ G. Wolswijk and J. de Haan, marzec 2005.
- 26 „Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators“ L. Morttinem, P. Poloni, P. Sandars and J. Vesala, kwiecień 2005.
- 27 „The EU budget: how much scope for institutional reform?“ H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez i R. Ritter, kwiecień 2005.
- 28 „Regulatory reforms in selected EU network industries“ R. Martin, R. Roma i I. Vansteenkiste, kwiecień 2005.
- 29 „Wealth and asset price effects on economic activity“ F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan, A. Willman, czerwiec 2005.
- 30 Competitiveness and the export performance of the euro area“ Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, czerwiec 2005.
- 31 „Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council“, M. Sturm i N. Siegfried, czerwiec 2005.
- 32 „Managing financial crises in emerging market economies - experience with the involvement of private sector creditors“ International Relations Committee Task Force, czerwiec 2005.
- 33 „Integration of securities market infrastructures in the euro area“ H. Schmiedel i A. Schonenberger, lipiec 2005.
- 34 „Hedge funds and their implications for financial stability“ T. Garbaravicius i F. Dierik, sierpień 2005.
- 35 „The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective“ R. Petschnigg, wrzesień 2005.
- 36 „Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route“ J. Angeloni, M. Flad i P.P. Mongelli, wrzesień 2005.
- 37 „Financing conditions in the euro area“ L. B. Due, G. de Bondt, A. Calza, D. Marques Ibañez, A. van Rixtel i S. Scopel, październik 2005.
- 38 „Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature“ M.G. Briotti, październik 2005.
- 39 „Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004“ A. Annenkov i C. Madaschi, październik 2005.
- 40 „What does European institutional integration tell us about trade integration?“ P.P. Mongelli, E. Dorrucchi i I. Agur, grudzień 2005.

- 41 „Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences“ N. Leiner-Killinger, C. Madaschi i M. Ward-Warmedinger, grudzień 2005.
- 42 „The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union“ F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher i K. G. Spitzer, grudzień 2005.
- 43 „The accumulation of foreign resources“ International Relations Committee Took Force, luty 2006.

DOKUMENTY ROBOCZE

- 559 „When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?“ B. Mojon, grudzień 2005.
- 560 „The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies“ A. Mehl i J. Reynaud, grudzień 2005.
- 561 „Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data“ H. Stahl, grudzień 2005.
- 562 „The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data“ F. Martins, grudzień 2005.
- 563 „Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence“ L. J. Alvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lunnemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen i J. Vilmunen, grudzień 2005.
- 564 forecasting the central bank's inflation objective is a good rule of thumb“ M. Diron i B. Mojon, grudzień 2005.
- 565 „The timing of central bank communication“ M. Ehrmann i M. Fratzscher, grudzień 2005.
- 566 „Real versus financial frictions to capital investment“ N. Bayraktar, P. Sakellaris i P. Vermeulen, grudzień 2005.
- 567 „Is the tune ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation“ M. Sanchez, grudzień 2005.
- 568 „Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis“ S. Dees, F. di Mauro, M. H. Pesaran i L. V. Smith, grudzień 2005.
- 569 „Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions“ F. Gonzalez i S. Launonen, grudzień 2005.
- 570 „Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis“ L. Rinaldi i A. Sanchis-Arellano, styczeń 2006.
- 571 „Are emerging market currency crises predictable? A test“ T. A. Peltonen, styczeń 2006.
- 572 „Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data“ M. Kuismanen and L. Pistaferri, styczeń 2006.
- 573 „Credit chains and the propagation of financial distress“ F. Boissay, styczeń 2006.
- 574 „Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union“ F. Busetti, L. Forni, A. Harvey i F. Venditti, styczeń 2006.
- 575 „Growth in euro area labour quality“ G. Schwerdt i J. Turunen, styczeń 2006.
- 576 „Debt-stabilising fiscal rules“ P. Michel, L. von Thadden i J.-P. Vidal, styczeń 2006.
- 577 „Distortionary taxation, debt and the price level“ A. Schabert i L. von Thadden, styczeń 2006.
- 578 „Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography“ H. Berger, M. Ehrmann i M. Fratzscher, styczeń 2006.
- 579 „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances“ J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano i M. Spolander, styczeń 2006.

- 580 „Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison“ C. K. Sørensen i T. Werner, styczeń 2006.
- 581 „Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets“ A. Afonso, L. Schuknecht i V. Tanzi, styczeń 2006.
- 582 „What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?“ F. O. Bilbiie, A. Meier i G. J. Miiller, styczeń 2006.
- 583 „Back to square one: identification issues in DSGE models“ F. Canova i L. Sala, styczeń 2006.
- 584 „A new theory of forecasting“ S. Manganelli, styczeń 2006.
- 585 „Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement“ A. Lamo, J. Messina i E. Wasmer, luty 2006.
- 586 „A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models“ A. Beyer, R. E. A. Farmer, luty 2006.
- 587 „Determinants of business cycle synchronization across euro area countries“ U. Bower i C. Guillemineau, luty 2006.
- 588 „Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover“ M. Ehrmann, luty 2006.
- 589 Forecasting economic aggregates by disaggregates“ D. F. Hendry i K. Hubrich, luty 2006.
- 590 „The Pecking Order of Cross-Border Investment C. Daude i M. Fratzscher, luty 2006.
- 591 „Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence“ A. Banerjee i J. L. Carrion-i-Silvestre, luty 2006.
- 592 „Non-linear dynamics un the euro area demand for M1“ A. Calza i A. Zaghini, luty 2006.
- 593 „Robustifying Learnability“ R. J. Tetlow i P. von zur Muehlen, luty 2006.

INNE PUBLIKACJE

- „Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers“, styczeń 2005.
- „Review of the international role of the euro“, styczeń 2005.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, styczeń 2005.
- „Banking structures in the new EU Member States“, styczeń 2005.
- „Progress Report on Target2“, luty 2005.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, luty 2005.
- „Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation“, luty 2005.
- „Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures“, luty 2005.
- „Statistics and their use for monetary and economic policy-making“, marzec 2005.
- „Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option“, kwiecień 2005.
- „Euro money market study 2004“, maj 2005.
- „Correspondent central banking model (CCBM) - procedure for Eurosystem counterparties“, maj 2005.
- „Regional economic integration in a global framework. Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004“, maj 2005.
- „TARGET Annual Report 2004“, maj 2005.

„The New EU Member States: Convergence and Stability“, maj 2005.
 „Financial stability review“, czerwiec 2005.
 „Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament“, czerwiec 2005.
 „Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions“, czerwiec 2005.
 „Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL“, czerwiec 2005.
 „Information guide for credit institutions using TARGET“, czerwiec 2005.
 „Statistical classification of financial markets instruments“, lipiec 2005.
 „Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions“, lipiec 2005.
 „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, August 2005), (data for the period 1999-2003)“, sierpień 2005.
 „Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)“, sierpień 2005.
 „Central banks’ provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement“, sierpień 2005.
 „ECB statistics: a brief overview“, sierpień 2005.
 „Assessment of retail payment systems against the applicable core principles“, sierpień 2005.
 „Indicators of financial integration in the euro area“, wrzesień 2005.
 „EU banking structures“, październik 2005.
 „EU banking sector stability“, październik 2005.
 „Second progress report on TARGET2“, październik 2005.
 „Legal aspects of the European System of Central Banks“, październik 2005.
 „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“, listopad 2005.
 „Large EU banks“ exposures to hedge funds“, listopad 2005.
 „Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission’s public consultation“, listopad 2005.
 „The European Commission’s Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation“, grudzień 2005.
 „Financial stability review“, grudzień 2005.
 „Review of the international role of the euro“, grudzień 2005.
 „The Eurosystem, the Union and beyond“, grudzień 2005.
 „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries - Statistical tables“, styczeń 2006.
 „Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the framework for banknote recycling“, styczeń 2006.
 „Euro Money Market Survey 2005“, styczeń 2006.
 „Euro area balance of payments and international investment position statistics – annual quality report“, luty 2006.
 „Towards a Single Euro Payments Area - Objectives and Deadline (fourth Progress Report)“, luty 2006.

BROSZURY INFORMACYJNE

„TARGET – the current system“ (update 2005), sierpień 2005.

„TARGET2 – innovation and transformation“, (update 2005), sierpień 2005.

„The euro area at a glance“, sierpień 2005.

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 **rynku 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 ta koncentruje się głównie na ocenie bieżącej sytuacji gospodarczej i finansowej oraz związanego z nią krótko- i średnioterminowego ryzyka dla stabilności cen z perspektywy współzależności podaży i popytu na rynkach towarów i usług oraz czynników produkcji w tym horyzoncie czasowym. W analizie ekonomicznej dużą wagę przywiązuje się do charakteru szoków gospodarczych, ich wpływu na koszty i ceny oraz do krótko- i średnioterminowych perspektyw rozprzestrzeniania się ich skutków w gospodarce (zob. też **analiza monetarna**).

Analiza monetarna – jeden z filarów całościowej analizy zagrożeń dla **stabilności cen** prowadzonej przez **Europejski Bank Centralny**, na podstawie której **Rada Prezesów** podejmuje decyzje w zakresie polityki pieniężnej. Analiza monetarna pomaga w ocenie średnio- i długoterminowych tendencji inflacyjnych w związku ze ścisłymi zależnościami między ilością pieniądza a cenami w dłuższym okresie. Analiza monetarna uwzględnia wiele wskaźników pieniężnych, w tym agregat **M3**, jego składniki i czynniki kreacji (zwłaszcza kredyty) oraz różne wskaźniki dotyczące nadwyżki płynności (zob. też **analiza ekonomiczna**).

Bilans płatniczy – statystyczne zestawienie transakcji danej gospodarki z pozostałymi gospodarkami świata dokonanych w danym okresie. Transakcje te mogą dotyczyć towarów, usług i dochodów bądź należności i zobowiązań finansowych wobec reszty świata. Mogą to również być transakcje (jak np. umorzenia długu) zaliczane do transferów.

Bilans skonsolidowany sektora monetarnych instytucji finansowych (MIF) – bilans uzyskiwany przez skompensowanie rozliczeń wzajemnych sektora **MIF** (np. kredytów i pożyczek oraz depozytów udzielanych przez MIF innym MIF) w ramach bilansu zagregowanego tego sektora. Dostarcza on informacji statystycznych na temat aktywów i zobowiązań sektora MIF wobec rezydentów **strefy euro** nie należących do tego sektora (tzn. **instytucji rządowych i samorządowych** i innych rezydentów strefy euro) oraz wobec nierezydentów. Stanowi podstawowe źródło informacji statystycznej wykorzystywanej do obliczenia agregatów pieniężnych oraz podstawę dla regularnej analizy czynników kreacji **M3**.

Centralny depozyt papierów wartościowych (ang. *central securities depository – CSD*) – podmiot przechowujący papiery wartościowe i administrujący nimi, umożliwiający przetwarzanie transakcji obrotu tymi papierami w formie zapisu księgowego. Papiery wartościowe mogą być przechowywane w postaci materialnej (lecz nieruchomości) lub niematerialnej (wyłącznie jako zapis

elektroniczny). Poza przechowywaniem i administrowaniem centralny depozyt papierów wartościowych może zajmować się także rozliczaniem i rozrachunkiem.

Centralny partner rozliczeniowy – podmiot, który pośredniczy między **kontrahentami** w transakcjach, występując jako nabywca wobec każdego sprzedawcy oraz jako sprzedawca wobec każdego nabywcy.

Depozyt w banku centralnym na koniec dnia – w **Eurosystemie**, **operacja banku centralnego na koniec dnia**, w ramach której **kontrahenci** mogą składać w banku centralnym depozyty bieżące oprocentowane według z góry ustalonej stopy procentowej (zob. też **podstawowe stopy procentowe EBC**).

Długoterminowe zobowiązania finansowe sektora MIF – depozyty terminowe powyżej dwóch lat, depozyty z terminem wypowiedzenia powyżej trzech miesięcy, **dłużne papiery wartościowe** wyemitowane przez **MIF strefy euro** z terminem pierwotnym powyżej dwóch lat, a także kapitał i rezerwy sektora MIF strefy euro.

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-23 (obejmującej 13 państw UE spoza strefy euro i 10 głównych partnerów handlowych spoza UE) oraz EER-42 (obejmującej EER-23 i 19 innych krajów). Waga poszczególnych walut odpowiada udziałowi każdego z krajów-partnerów w wymianie handlowej ze strefą euro oraz odzwierciedla konkurencję na rynkach trzecich. Kursy realne efektywne są to kursy nominalne efektywne deflowane średnią ważoną kosztów lub cen zagranicznych względem cen krajowych. Są zatem miarą konkurencyjności cenowej oraz kosztowej.

EONIA (Euro Overnight Index Average) – indeks efektywnej stopy procentowej dla transakcji typu *overnight* na rynku międzybankowym strefy euro. Jest on obliczany jako średnia ważona stóp procentowych niezabezpieczonych transakcji kredytowych typu *overnight* denominowanych w euro, na podstawie informacji uzyskiwanych od banków zgłaszających notowania.

ERM II (*Exchange Rate Mechanism II – II Europejski Mechanizm Kursowy*) – system kursowy określający ogólne zasady współpracy w zakresie polityki kursowej między krajami **strefy euro** a państwami członkowskimi UE, które nie uczestniczą w trzecim etapie **Unii Gospodarczej i Walutowej**.

EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*) – stopa, po której pierwszorzędny bank (ang. *prime bank*) jest skłonny pożyczyć środki denominowane w euro innemu pierwszorzędnemu bankowi, na podstawie informacji uzyskiwanych od banków zgłaszających notowania. Jest ona obliczana codziennie dla depozytów międzybankowych o różnych terminach zapadalności, maksymalnie do 12 miesięcy.

Europejski Bank Centralny (EBC) – ma osobowość prawną w świetle Traktatu (art. 107 ust. 2). Stanowi centralną część **Eurosystemu i Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC)**, gwarantując, że zadania powierzone Eurosystemowi i ESBC będą realizowane zarówno przez EBC, jak i krajowe banki centralne (KBC) zgodnie ze Statutem ESBC. EBC jest zarządzany przez **Radę Prezesów i Zarząd**. Trzecim organem decyzyjnym jest **Rada Ogólna**.

Europejski Instytut Walutowy (*European Monetary Institute – EMI*) – tymczasowa instytucja ustanowiona na początku drugiego etapu **Unii Gospodarczej i Walutowej** w dniu 1 stycznia 1994 r. Został zlikwidowany po utworzeniu **Europejskiego Banku Centralnego** 1 czerwca 1998 r.

Europejski System Banków Centralnych (ESBC) – składa się z **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)** i banków centralnych wszystkich 25 państw członkowskich UE. Oprócz członków **Eurosystemu** obejmuje zatem również banki centralne państw członkowskich UE, które nie przyjęły jeszcze euro. ESBC jest zarządzany przez **Radę Prezesów i Zarząd** EBC oraz trzeci organ decyzyjny EBC – **Radę Ogólną**.

Europejski System Rachunków 1995 (*European System of Accounts – ESA 95*) – kompleksowy, zintegrowany system rachunków makroekonomicznych oparty na zestawie uzgodnionych na szczeblu międzynarodowym pojęć, definicji i klasyfikacji statystycznych oraz zasad rachunkowości, którego celem jest zapewnienie zharmonizowanego opisu ilościowego gospodarek państw członkowskich UE. ESA 95 jest wspólnotowym odpowiednikiem światowego Systemu Rachunków Narodowych 1993 (*System of National Accounts – SNA 93*).

Eurosystem – system banków centralnych **strefy euro**. Obejmuje **Europejski Bank Centralny** oraz banki centralne państw członkowskich UE, które przyjęły euro w trzecim etapie **Unii Gospodarczej i Walutowej**.

Inny Pośrednik finansowy (IPF) – korporacja lub *quasi*-korporacja inna niż firma ubezpieczeniowa czy fundusz emerytalny, która jest zaangażowana głównie w pośrednictwo finansowe drogą przyjmowania zobowiązań w formach innych niż waluta, depozyty i/lub bliskie substytuty depozytów od podmiotów instytucjonalnych innych niż MIF, w szczególności tych zaangażowanych głównie w finansowanie długoterminowe, takich jak firmy zajmujące się leasingiem finansowym, spółki utworzone dla celów zarządzania zabezpieczonymi aktywami, holdingi finansowe, pośrednicy papierów wartościowych i instrumentów pochodnych (przeprowadzający transakcje na własny rachunek), spółki inwestycyjne i kapitałowe.

Instytucja kredytowa – (a) podmiot gospodarczy, którego zadaniem jest przyjmowanie depozytów lub innych zwrotnych środków pieniężnych oraz udzielanie kredytów na własny rachunek;

(b) podmiot gospodarczy lub osoba prawna, inna niż określona w punkcie (a), która emituje środki płatnicze w postaci pieniądza elektronicznego.

Institucje rządowe i samorządowe – sektor, który zgodnie z definicją **Europejskiego Systemu Rachunków 1995 (ESA 95)** obejmuje podmioty będące rezydentami, które zajmują się przede wszystkim produkcją towarów i usług nierynkowych przeznaczonych do spożycia indywidualnego oraz zbiorowego i/lub redystrybucją dochodu i majątku narodowego. Sektor ten obejmuje instytucje rządowe szczebla centralnego i regionalnego, instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych. Wyłączone są też jednostki stanowiące własność publiczną, które prowadzą działalność komercyjną, na przykład przedsiębiorstwa państwowe.

Institucje rządowe szczebla centralnego – instytucje rządowe zdefiniowane w **Europejskim Systemie Rachunków (ESA 95)** z wyłączeniem instytucji regionalnych i samorządowych (zob. też **instytucje rządowe i samorządowe**).

Inwestycje bezpośrednie – inwestycje transgraniczne, których celem jest nabycie trwałego udziału w przedsiębiorstwie mającym siedzibę w innym kraju (w praktyce przyjmuje się, że chodzi o posiadanie przynajmniej 10% akcji zwykłych lub głosów).

Inwestycje portfelowe – transakcje netto rezydentów **strefy euro** i/lub ich pozycje netto w papierach wartościowych wyemitowanych przez nierezydentów strefy euro („aktywa”), a także transakcje netto nierezydentów strefy euro i/lub ich pozycje netto w papierach wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro („pasywa”). Zestawienie to obejmuje papiery wartościowe z prawem do kapitału, **dłużne papiery wartościowe** (długoterminowe oraz instrumenty **ryнку pieniężnego**) z wyłączeniem kwot uwzględnionych w **inwestycjach bezpośrednich** lub aktywach rezerwowych.

Komitet Ekonomiczny i Finansowy (Economic and Financial Committee – EFC) – organ doradczy Wspólnoty, który uczestniczy w przygotowywaniu prac **Rady ECOFIN**. Do jego zadań należy przegląd sytuacji gospodarczej i finansowej poszczególnych państw członkowskich oraz całej Wspólnoty, a także nadzór budżetowy.

Kontrahent – druga strona transakcji finansowej (np. dowolna strona transakcji z bankiem centralnym).

Koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw (realny) – koszt ponoszony przez przedsiębiorstwa przy pozyskiwaniu nowych funduszy zewnętrznych. W przypadku przedsiębiorstw ze **strefy euro** jest on obliczany jako średnia ważona kosztu kredytów bankowych, kosztu **dłużnych papierów wartościowych** oraz kosztu papierów wartościowych z prawem do kapitału w oparciu o stan zadłużenia w każdym z tych źródeł (skorygowany o skutki wyceny), deflowana oczekiwaniami inflacyjnymi.

Kraje kandydujące – kraje, z którymi rozpoczęto negocjacje dotyczące przystąpienia do UE. 3 października 2005 r. rozpoczęto negocjacje z Chorwacją i Turcją.

Kraje przystępujące – kraje-sygnatariusze Traktatu Akcesyjnego. Bułgaria i Rumunia podpisały Traktat 25 kwietnia 2005 r.

Kredyt banku centralnego na koniec dnia – w Eurosystemie, operacja banku centralnego na koniec dnia umożliwiającą **kontrahentom** zaciągnięcie kredytu na termin *overnight* z banku centralnego według z góry ustalonej stopy procentowej po przedstawieniu jako zabezpieczenia aktywów kwalifikowanych (zob. również **podstawowe stopy procentowe EBC**).

Kredyty, pożyczki i inne należności MIF od rezydentów strefy euro – kredyty i pożyczki udzielone przez instytucje sektora **MIF** rezydentom **strefy euro** spoza sektora MIF (łącznie z **instytucjami rządowymi i samorządowymi** oraz sektorem prywatnym) oraz posiadane przez te instytucje papiery wartościowe (udziały, inne papiery wartościowe z prawem do kapitału oraz **dłużne papiery wartościowe**) wyemitowane przez rezydentów strefy euro spoza sektora MIF.

Ład korporacyjny – zasady, procedury i procesy, zgodnie z którymi dana firma lub instytucja jest kierowana i kontrolowana. Struktura ładu korporacyjnego określa podział praw i obowiązków pomiędzy poszczególnych uczestników takich jak zarząd, kierownictwo, akcjonariusze i inni interesariusze, a także reguły i zasady podejmowania decyzji.

M1 – wąski agregat pieniężny, który obejmuje pieniądź gotówkowy w obiegu oraz depozyty bieżące w **monetarnych instytucjach finansowych** i **instytucjach rządowych szczebla centralnego** (na przykład poczta lub Skarb Państwa).

M2 – pośredni agregat pieniężny, który obejmuje **M1** oraz depozyty z terminem wypowiedzenia do trzech miesięcy (czyli krótkoterminowe wkłady oszczędnościowe), a także depozyty terminowe do dwóch lat (czyli lokaty krótkoterminowe) zdeponowane w **monetarnych instytucjach finansowych** i **instytucjach rządowych szczebla centralnego**.

M3 – szeroki agregat pieniężny, który obejmuje **M2** oraz instrumenty zbywalne, w szczególności **umowy z przyrzeczeniem odkupu**, udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach **ryнку pieniężnego**, a także **dłużne papiery wartościowe** z terminem pierwotnym do 2 lat włącznie wyemitowane przez **monetarne instytucje finansowe**.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna – wartość i struktura należności finansowych (lub zobowiązań finansowych) netto danej gospodarki wobec zagranicy.

Minimalna oferowana stopa procentowa – dolna granica wysokości stóp procentowych, na które **kontrahenci** mogą składać oferty w przetargach na **podstawowe operacje refinansujące** ze zmienną stopą procentową. Jest to jedna z **podstawowych stóp procentowych EBC** odzwierciedlających jego nastawienie w polityce pieniężnej.

Monetarne instytucje finansowe (MIF) – instytucje finansowe tworzące łącznie sektor emitujący pieniądź w **strefie euro**. W ich skład wchodzi **instytucje kredytowe** będące rezydentami (zgodnie z definicją zawartą w prawie wspólnotowym), **Eurosystem** oraz wszelkie inne instytucje finansowe będące rezydentami, których działalność polega na przyjmowaniu depozytów i/lub bliskich substytutów depozytów od podmiotów innych niż monetarne instytucje finansowe oraz udzielaniu kredytów i/lub inwestowaniu w papiery wartościowe na własny rachunek (w sensie ekonomicznym). Ostatnia grupa obejmuje przede wszystkim fundusze **ryнку pieniężnego**.

Nadwyżka operacyjna brutto – nadwyżka (lub deficyt) wartości produkcji po odjęciu kosztów spożycia pośredniego, wynagrodzenia pracowników oraz podatków pomniejszonych o dotacje do

produkcji, lecz przed uwzględnieniem płatności i wpływów związanych z wypożyczeniem/wynajęciem lub własnością aktywów finansowych i niewytworzonych.

Okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej – okres, podczas którego obliczane jest przestrzeganie przez instytucje kredytowe poziomu **wymaganej rezerwy obowiązkowej**. Okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej rozpoczyna się w dniu rozrachunku pierwszej **podstawowej operacji refinansującej** po posiedzeniu **Rady Prezesów**, podczas którego ma zostać sformułowana comiesięczna ocena nastawienia w polityce pieniężnej. **Europejski Bank Centralny** publikuje 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 (zwanej ceną wykonania opcji) przed lub w ustalonym wcześniej terminie (zwanym terminem realizacji lub zapadalności).

Operacje banku centralnego na koniec dnia – operacje banku centralnego, z których **kontrahenci** mogą korzystać z własnej inicjatywy. **Eurosystem** oferuje dwa rodzaje takich operacji: **kredyt banku centralnego na koniec dnia** i **depozyt w banku centralnym na koniec dnia**.

Operacje dostrajające – **operacje otwartego rynku** realizowane przez **Eurosystem** w celu przeciwdziałania nieoczekiwanym wahaniom płynności na rynku. Częstotliwość i termin zapadalności operacji dostrajających nie są unormowane.

Operacje otwartego rynku – operacje przeprowadzane na rynku finansowym z inicjatywy banku centralnego. Z uwagi na cele, regularność i procedury, operacje otwartego rynku **Eurosystemu** można podzielić na cztery kategorie: **podstawowe operacje refinansujące**, **dłuższe operacje refinansujące**, **operacje dostrajające** i operacje strukturalne. Głównymi instrumentami stosowanymi przez Eurosystem w operacjach otwartego rynku są **transakcje odwracalne**, które można zastosować we wszystkich czterech kategoriach operacji. Operacje strukturalne obejmują ponadto emisję certyfikatów dłużnych i transakcje bezwarunkowe (ang. *outright*), natomiast w ramach operacji dostrajających możliwe jest stosowanie transakcji bezwarunkowych, **swapów walutowych** oraz przyjmowanie lokat terminowych.

Pakt Stabilności i Wzrostu – celem Paktu jest zapewnienie dobrego stanu finansów publicznych na trzecim etapie **Unii Gospodarczej i Walutowej** w celu umocnienia podstaw dla **stabilności cen** oraz silnego i trwałego wzrostu prowadzącego do zwiększenia zatrudnienia. W tym celu Pakt nakazuje państwom członkowskim określenie średniookresowych celów budżetowych. Zawiera również konkretne postanowienia dotyczące **procedury nadmiernego deficytu**. Pakt obejmuje Uchwałę Rady Europejskiej w sprawie Paktu Stabilności i Wzrostu podjętą na szczycie w Amsterdamie w dniu 17 czerwca 1997 r. oraz dwa Rozporządzenia Rady: (a) Rozporządzenie (WE) nr 1466/97 z 7 lipca 1997 r. w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych zmienione Rozporządzeniem (WE) nr 1055/2005 z 27 czerwca 2005 r., oraz (b) Rozporządzenie (WE) nr 1467/97 z 7 lipca 1997 r. w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu zmienione Rozporządzeniem (WE) nr 1056/2005 z 27 czerwca 2005 r. Uzupełnieniem Paktu Stabilności i Wzrostu jest przyjęty na posiedzeniu Rady Europejskiej w Brukseli w dniach 22-23 marca 2005 r. raport Rady ECOFIN zatytułowany „Poprawa wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu”. Kolejnym jego uzupełnieniem jest przyjęty przez Radę ECOFIN 11 października 2005 r. nowy

Kodeks Postępowania zatytułowany „Szczegółowe informacje o wdrażaniu Paktu Stabilności i Wzrostu oraz wytyczne dotyczące formatu i treści programów stabilizacyjnych i konwergencji”.

Papiery wartościowe z prawem do kapitału – reprezentują udziały w kapitale przedsiębiorstwa. Obejmują akcje znajdujące się w obrocie na giełdach papierów wartościowych (akcje dopuszczone do obrotu), akcje niedopuszczone do obrotu i inne formy udziału we własności. Papiery wartościowe z prawem do kapitału na ogół przynoszą dochód w postaci dywidend.

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** przeprowadzane przez **Eurosystem** w formie **transakcji odwracalnych**. Operacje takie przeprowadzane są w drodze standardowych, cotygodniowych przetargów, a ich termin zapadalności wynosi zwykle tydzień.

Podstawowe stopy procentowe EBC – stopy procentowe ustalone przez **Radę Prezesów**, które odzwierciedlają nastawienie **Europejskiego Banku Centralnego** w polityce pieniężnej. Są to: **minimalna oferowana stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących**, stopa procentowa **kredytu banku centralnego na koniec dnia** oraz stopa **depozytu w banku centralnym na koniec dnia**.

Portfel benchmarkowy (referencyjny) – w odniesieniu do inwestycji, portfel lub indeks referencyjny zbudowany na podstawie celów w zakresie płynności i ryzyka, jak również zwrotu z inwestycji. Portfel ten służy jako podstawa dla porównania wyników portfeli rzeczywistych.

Procedura nadmiernego deficytu – postanowienie zawarte w art. 104 **Traktatu** i szczegółowo opisane w Protokole nr 20 o procedurze nadmiernego deficytu wymaga od państw członkowskich UE utrzymywania dyscypliny budżetowej, definiuje kryteria, zgodnie z którymi pozycja budżetowa może zostać uznana za wiążącą się z nadmiernym deficytem oraz określa zasady postępowania w przypadku stwierdzenia, że wymogi dotyczące równowagi budżetowej lub długu publicznego nie zostały spełnione. Art. 104 uzupełnia Rozporządzenie Rady (WE) nr 1467/97 z 7 lipca 1997 r. w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu (znowelizowane przez Rozporządzenie Rady (WE) nr 1056/2005 z 27 czerwca 2005 r.), stanowiące element **Paktu Stabilności i Wzrostu**.

Projekcje – opracowywane cztery razy do roku prognozy możliwego rozwoju sytuacji makroekonomicznej w **strefie euro**. Projekcje ekspertów **Eurosystemu** są publikowane w czerwcu i grudniu, natomiast projekcje ekspertów EBC – w marcu i wrześniu. Projekcje wchodzą 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.

Rentowność przedsiębiorstwa – miara wyników finansowych przedsiębiorstwa, zazwyczaj w odniesieniu do jego obrotów, aktywów lub kapitału. Stosuje się wiele różnych wskaźników rentowności przedsiębiorstwa bazujących na sprawozdaniach finansowych, na przykład stosunek dochodów operacyjnych (obrotów po odjęciu kosztów operacyjnych) do obrotów, stosunek dochodu netto (dochodów operacyjnych i pozaoperacyjnych po opodatkowaniu, amortyzacji i uwzględnieniu pozycji nadzwyczajnych) do obrotów, stopa zwrotu z aktywów (stosunek dochodu netto do aktywów ogółem) oraz stopa zwrotu z kapitału (stosunek dochodu netto do funduszy akcjonariuszy). Z makroekonomicznego punktu widzenia jako wskaźnik rentowności często stosowana jest obliczana na podstawie rachunków narodowych **nadwyżka operacyjna brutto**, na przykład w stosunku do PKB lub wartości dodanej.

Rezerwa obowiązkowa – minimalna wartość rezerw, jaką **instytucja kredytowa** ma obowiązek utrzymywać w **Eurosystemie**. Przestrzeganie tego wymogu ustalane jest na podstawie średniej z sald dziennych na przestrzeni **okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej**.

Rynek obligacji – rynek emisji długoterminowych **papierów dłużnych** i obrotu nimi.

Rynek papierów wartościowych z prawem do kapitału – rynek emisji **papierów wartościowych z prawem do kapitału** i obrotu nimi.

Rynek pieniędzy – rynek, na którym można pozyskiwać i inwestować środki krótkoterminowe oraz obracać nimi za pomocą instrumentów z pierwotnym terminem zapadalności do jednego roku włącznie.

Ryzyko kredytowe – ryzyko nieuregulowania pełnej kwoty zobowiązania przez **kontrahenta** w ustalonym terminie płatności lub w dowolnym późniejszym terminie. Ryzyko kredytowe obejmuje ryzyko kosztu odtworzenia i ryzyko kwoty głównej (kapitałowe), a także ryzyko, że bank nie dokona rozrachunku.

Ryzyko płynności – ryzyko, że **kontrahent** nie ureguluje pełnej kwoty swojego zobowiązania w ustalonym terminie, lecz w nieokreślonym terminie późniejszym.

Ryzyko rozrachunku – termin ogólny oznaczający ryzyko, że rozrachunek w systemie dokonującym transferu nie nastąpi w sposób zgodny z oczekiwaniami. Ryzyko rozrachunku może obejmować zarówno **ryzyko kredytowe**, jak i **ryzyko płynności**.

Ryzyko systemowe – ryzyko, że niezdolność jednej instytucji do terminowego uregulowania zobowiązań spowoduje, że inne instytucje również nie będą do tego zdolne. Taka sytuacja może spowodować znaczne problemy kredytowe lub związane z płynnością, zagrażając stabilności rynków lub zaufaniu do nich.

Saldo pierwotne – kredyty i pożyczki netto zaciągnięte lub udzielone przez sektor publiczny z wyłączeniem płatności z tytułu odsetek od skonsolidowanych zobowiązań tego sektora.

Stabilność cen – głównym zadaniem **Eurosystemu** jest utrzymanie stabilności cen. Według definicji **Rady Prezesów** stabilność cen jest utrzymana, jeżeli roczne tempo wzrostu **zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP)** w **strefie euro** jest niższe niż 2%. Rada Prezesów stwierdziła również jasno, że dążąc do zachowania stabilności cen, zamierza utrzymać stopę inflacji w średnim okresie na poziomie nieco niższym od 2%.

Stopa rezerwy – stopa określona przez bank centralny dla każdej kategorii kwalifikowanych pozycji bilansowych włączonych do **podstawy naliczania rezerwy obowiązkowej**. Stopa ta służy do obliczania poziomu **rezerwy obowiązkowej**.

Stopy procentowe MIF – stopy procentowe stosowane przez **instytucje kredytowe** oraz inne **MIF** będące rezydentami **strefy euro**, z wyłączeniem banków centralnych i funduszy **rynku pieniężnego**, w odniesieniu do denominowanych w euro depozytów i kredytów przyjmowanych/udzielanych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom będącym rezydentami strefy euro.

Straight-through processing (STP) – automatyczne, kompleksowe przetwarzanie transakcji/płatności, obejmujące automatyczne generowanie, potwierdzanie, rozliczanie i rozrachunek zleceń.

Strategia lizbońska – ogłoszony w 2000 r. podczas posiedzenia Rady Europejskiej w Lizbonie kompleksowy program reform strukturalnych mający przekształcić UE w „najbardziej dynamiczną i konkurencyjną gospodarkę na świecie opartą na wiedzy”.

Strefa euro – obszar obejmujący państwa członkowskie UE, które zgodnie z **Traktatem** przyjęły euro jako wspólną walutę i prowadzą wspólną politykę pieniężną pod kontrolą **Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego**. Strefa euro obejmuje obecnie Belgię, Niemcy, Grecję, Hiszpanię, Francję, Irlandię, Włochy, Luksemburg, Holandię, Austrię, Portugalię i Finlandię.

Swap walutowy – jednoczesne transakcje (kasowa i terminowa) wymiany waluty.

System rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (ang. *real-time gross settlement – RTGS*) – system rozrachunku, w którym przetwarzanie i rozrachunek zleceń są dokonywane pojedynczo (polecenie po poleceniu, bez kompensowania pozycji) w czasie rzeczywistym (w sposób ciągły) (zob. również **TARGET**).

System rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement system – SSS*) – system umożliwiający przechowywanie i transfer papierów wartościowych bezpłatnie, odpłatnie (dostawa za płatność) lub w zamian za inne aktywa (dostawa za dostawę). System ten obejmuje wszelkie procedury instytucjonalne i techniczne wymagane w celu rozrachunku transakcji dotyczących papierów wartościowych i ich przechowywania. Może być oparty na rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym, rozrachunku brutto lub rozrachunku netto. System rozrachunku umożliwia obliczenie (rozliczenie) zobowiązań uczestników.

TARGET (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym*) – system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (RTGS) dla euro. Jest to zdecentralizowany system złożony z 16 krajowych systemów RTGS, mechanizmu płatności EBC (EPM) oraz mechanizmu wzajemnych połączeń.

TARGET2 – nowa wersja systemu **TARGET**, w której obecna zdecentralizowana struktura techniczna zostanie zastąpiona jednolitą wspólną platformą oferującą zharmonizowane usługi oraz jednolity system naliczania opłat.

Traktat – Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską („Traktat Rzymski”). Był on kilkakrotnie nowelizowany, w szczególności przez Traktat o Unii Europejskiej („Traktat z Maastricht”), który dał podstawy **Unii Gospodarczej i Walutowej** oraz zawiera Statut Europejskiego Systemu Banków Centralnych (**ESBC**).

Transakcja odwracalna – operacja, w ramach której bank centralny kupuje lub sprzedaje aktywa na podstawie **umowy z przyrzeczeniem odkupu** bądź przeprowadza **zabezpieczone** operacje kredytowe.

Umowa z przyrzeczeniem odkupu – umowa, na podstawie której sprzedawane są aktywa, przy czym sprzedający równocześnie nabywa prawo i przyjmuje zobowiązanie do ich odkupu po określonej cenie w przyszłym terminie lub na żądanie. Umowa taka podobna jest do zaciągnięcia zabezpieczonego kredytu, jednak różni się tym, że sprzedający nie zachowuje prawa własności do aktywów.

Unia Gospodarcza i Walutowa (UGW) – proces, efektem którego było wprowadzenie wspólnej waluty euro oraz wspólnej polityki pieniężnej w **strefie euro**, jak również skoordynowanie polityki gospodarczej prowadzonej przez państwa członkowskie UE. Zgodnie z postanowieniami Traktatu proces wdrażania UGW w ramach UE przebiegał w trzech etapach. Ostatni, trzeci etap rozpoczął się 1 stycznia 1999 r. wraz z przekazaniem kompetencji monetarnych **Europejskiemu Bankowi Centralnemu** oraz wprowadzeniem euro. Wymiana waluty 1 stycznia 2002 r. zakończyła proces tworzenia UGW.

Wartość referencyjna wzrostu M3 – roczne tempo wzrostu **M3** w perspektywie średniookresowej pozwalające na utrzymanie **stabilności cen**. Obecnie wartość referencyjna rocznego tempa wzrostu M3 wynosi 4,5%.

Zabezpieczenia – aktywa, które zostały zastawione lub prawa do których zostały przeniesione w inny sposób (np. przez **instytucje kredytowe** na rzecz banków centralnych) jako gwarancja spłaty kredytu, a także aktywa sprzedane (np. bankom centralnym przez instytucje kredytowe) w ramach **umów z przyrzeczeniem odkupu**.

Zarząd – jeden z organów decyzyjnych **Europejskiego Banku Centralnego (EBC)**. W skład Zarządu wchodzi Prezes i Wiceprezes EBC oraz czterech innych członków mianowanych za wspólnym porozumieniem szefów państw i rządów państw członkowskich strefy euro.

Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP) – indeks cen konsumpcyjnych obliczany przez Eurostat i ujednolicony dla wszystkich państw członkowskich UE.

Zmienność implikowana – wskaźnik oczekiwanej zmienności (tj. odchylenia standardowego) stopy zmian ceny aktywów (np. akcji lub obligacji). Można ją określić na podstawie ceny aktywów, terminu zapadalności i ceny wykonania opcji na te aktywa oraz stopy zwrotu wolnej od ryzyka przy wykorzystaniu modelu wyceny opcji (np. modelu Blacka-Scholesa).

ISSN 1830291-2



9 771830 291005