



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

RAPORT ROCZNY 2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

2008

RAPORT ROCZNY  
2008

2008



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM



## RAPORT ROCZNY 2008

W 2009 r. we wszystkich publikacjach EBC będzie umieszczony wizerunek motywu z banknotu o nominale 200 €.

© Europejski Bank Centralny 2009

**Adres**

Kaiserstraße 29  
60311 Frankfurt am Main, Niemcy

**Adres do korespondencji**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main, Niemcy

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Strona internetowa**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Faks**

+49 69 1344 6000

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

**Zdjęcia:**

*Claudio Hils  
Martin Joppen*

*Dane zawarte w niniejszym Raporcie  
obejmują okres do 27 lutego 2009 r.*

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

# SPIS TREŚCI

<b>PRZEDMOWA</b>	<b>12</b>	3.2 Fałszerstwa i przeciwdziałanie fałszerstwom banknotów	<b>135</b>
<b>CZĘŚĆ I</b>		3.3 Produkcja i emisja banknotów	<b>137</b>
<b>SYTUACJA GOSPODARCZA I POLITYKA PIENIĘŻNA</b>	<b>4</b>	<b>4 STATYSTYKA</b>	<b>139</b>
<b>I DECYZJE W SPRAWIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ</b>	<b>18</b>	4.1 Nowe lub rozszerzone statystyki dotyczące strefy euro	<b>139</b>
<b>2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA</b>	<b>25</b>	4.2 Inne zmiany w statystyce	<b>140</b>
2.1 Sytuacja makroekonomiczna na świecie	<b>25</b>	4.3 Średnioterminowy program prac funkcji statystycznej EBC (2009-2012)	<b>142</b>
2.2 Sytuacja monetarna i finansowa	<b>30</b>	<b>5 BADANIA EKONOMICZNE</b>	<b>143</b>
2.3 Kształtowanie się cen i kosztów	<b>60</b>	5.1 Priorytety badań i ich wyniki	<b>143</b>
2.4 Produkcja, popyt i sytuacja na rynku pracy	<b>70</b>	5.2 Popularyzacja wyników badań: publikacje i konferencje	<b>144</b>
2.5 Sytuacja fiskalna	<b>78</b>	<b>6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA</b>	<b>146</b>
2.6 Kursy walut i bilans płatniczy	<b>88</b>	6.1 Przestrzeganie zakazów finansowania i uprzywilejowanego dostępu	<b>146</b>
<b>3 SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA W PAŃSTWACH CZŁONKOWSKICH UE SPOZA STREFY EURO</b>	<b>97</b>	6.2 Funkcje doradcze	<b>146</b>
<b>CZĘŚĆ 2</b>		6.3 Administrowanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek przez Wspólnotę Europejską	<b>151</b>
<b>OPERACJE I DZIAŁALNOŚĆ BANKU CENTRALNEGO</b>		6.4 Usługi w ramach zarządzania rezerwami w Eurosystemie	<b>151</b>
<b>I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA</b>	<b>110</b>	<b>CZĘŚĆ 3</b>	
1.1 Działania w zakresie polityki pieniężnej	<b>110</b>	<b>WEJŚCIE SŁOWACJI DO STREFY EURO</b>	
1.2 Działalność dewizowa	<b>123</b>	<b>I SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA NA SŁOWACJI</b>	<b>154</b>
1.3 Działalność inwestycyjna	<b>123</b>	<b>2 PRAWNE ASPEKTY INTEGRACJI BANKU CENTRALNEGO SŁOWACJI Z EUROSYSTEMEM</b>	<b>158</b>
<b>2 SYSTEMY PŁATNOŚCI I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH</b>	<b>127</b>	<b>3 OPERACYJNE ASPEKTY INTEGRACJI BANKU CENTRALNEGO SŁOWACJI Z EUROSYSTEMEM</b>	<b>159</b>
2.1 System TARGET	<b>127</b>	3.1 Operacje polityki pieniężnej	<b>159</b>
2.2 TARGET2-Securities	<b>129</b>	3.2 Przekazanie na rzecz EBC wkładu kapitałowego, rezerw i rezerwowych aktywów walutowych	<b>159</b>
2.3 Procedury rozrachunku zabezpieczeń	<b>131</b>		
<b>3 BANKNOTY I MONETY</b>	<b>134</b>		
3.1 Banknoty i monety w obiegu oraz ich obsługa	<b>134</b>		

<b>4 WYMIANA PIENIĄDZA NA SŁOWACJI</b>	<b>161</b>	<b>CZĘŚĆ 6</b>	
		<b>ODPOWIEDZIALNOŚĆ</b>	
<b>CZĘŚĆ 4</b>		<b>1 ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC</b>	
<b>STABILNOŚĆ FINANSOWA I INTEGRACJA</b>		<b>SPOŁECZEŃSTWA I PARLAMENTU</b>	
<b>I STABILNOŚĆ FINANSOWA</b>	<b>166</b>	<b>EUROPEJSKIEGO</b>	<b>204</b>
1.1 Monitorowanie stabilności finansowej		<b>2 WYBRANE TEMATY PORUSZANE PODCZAS</b>	
1.2 Ustalenia w zakresie stabilności finansowej	<b>166</b>	<b>SPOTKAŃ Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM</b>	<b>205</b>
<b>2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR</b>	<b>168</b>	<b>CZĘŚĆ 7</b>	
2.1 Zagadnienia ogólne	<b>171</b>	<b>KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA</b>	
2.2 Bankowość	<b>171</b>	<b>1 POLITYKA KOMUNIKACJI</b>	<b>210</b>
2.3 Papiery wartościowe	<b>173</b>	<b>2 DZIAŁALNOŚĆ KOMUNIKACYJNA</b>	<b>211</b>
<b>3 INTEGRACJA FINANSOWA</b>	<b>175</b>	<b>CZĘŚĆ 8</b>	
<b>4 NADZÓR NAD SYSTEMAMI PŁATNOŚCI I INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ</b>	<b>175</b>	<b>RAMY INSTYTUCJONALNE, ORGANIZACJA</b>	
4.1 Systemy wysokokwotowych płatności i dostawcy usług infrastrukturalnych	<b>180</b>	<b>I ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE</b>	
4.2 Systemy i instrumenty płatności detalicznych	<b>180</b>	<b>1 ORGANY DECYZYJNE I ŁĄD</b>	
4.3 Rozliczanie i rozrachunek papierów wartościowych i instrumentów pochodnych	<b>183</b>	<b>KORPORACYJNY W EUROPEJSKIM</b>	
4.4 Pozostałe działania	<b>184</b>	<b>BANKU CENTRALNYM</b>	<b>216</b>
	<b>186</b>	1.1 Eurosystem oraz Europejski System Banków Centralnych	<b>216</b>
		1.2 Rada Prezesów	<b>217</b>
		1.3 Zarząd	<b>220</b>
		1.4 Rada Ogólna	<b>222</b>
		1.5 Komitety Eurosystemu i ESBC, Komitet Budżetowy, Konferencja Działów Kadr i Komitet Koordynacyjny Eurosystemu ds. Informatyki	<b>223</b>
		1.6 Zasady ładu korporacyjnego	<b>224</b>
<b>CZĘŚĆ 5</b>		<b>2 SYTUACJA ORGANIZACYJNA</b>	<b>227</b>
<b>STOSUNKI EUROPEJSKIE I MIĘDZYNARODOWE</b>		2.1 Zasoby ludzkie	<b>227</b>
<b>I ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE</b>	<b>190</b>	2.2 Konferencja Działów Kadr	<b>229</b>
1.1 Zagadnienia strategiczne	<b>190</b>	2.3 Nowa siedziba EBC	<b>229</b>
1.2 Zagadnienia instytucjonalne	<b>193</b>	2.4 Biuro Koordynacji Zamówień Eurosystemu	<b>230</b>
1.3 Sytuacja w państwach kandydujących do członkostwa w UE oraz kontakty z nimi	<b>194</b>	<b>3 DIALOG SPOŁECZNY ESBC</b>	<b>231</b>
<b>2 ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE</b>	<b>195</b>	<b>4 ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC</b>	<b>232</b>
2.1 Najważniejsze kierunki rozwoju międzynarodowego systemu monetarnego i finansowego	<b>195</b>	Sprawozdanie z działalności za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2008 r.	<b>233</b>
2.2 Współpraca z krajami spoza UE	<b>198</b>		

Bilans na dzień 31 grudnia 2008 r.	<b>236</b>		
Rachunek zysków i strat za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2008 r.	<b>238</b>		
Zasady rachunkowości	<b>239</b>		
Noty objaśniające do bilansu	<b>244</b>		
Noty objaśniające do rachunku zysków i strat	<b>256</b>		
Raport niezależnego biegłego rewidenta	<b>261</b>		
Informacja o sposobie podziału zysku lub pokrycia straty	<b>262</b>		
<b>5 SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSYSTEMU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2008 R.</b>	<b>264</b>		
<b>ZAŁĄCZNIKI</b>			
<b>AKTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC</b>	<b>268</b>		
<b>OPINIE WYDANE PRZEZ EBC</b>	<b>272</b>		
<b>DZIAŁANIA EUROSYSTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM</b>	<b>281</b>		
<b>PRZEGLĄD KOMUNIKATÓW EBC DOTYCZĄCYCH ZAPEWNIENIA PŁYNNOŚCI W EURO</b>	<b>284</b>		
<b>DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EBC OD 2008 R.</b>	<b>293</b>		
<b>SŁOWNICZEK</b>	<b>300</b>		
<b>RAMKI</b>			
1 Wpływ napięcia na rynkach finansowych na kształtowanie się sytuacji pieniężnej	<b>31</b>		
Wykres A Miesięczne przepływy udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego oraz krótkoterminowych instrumentów dłużnych MIF	<b>31</b>		
Wykres B Miesięczne przepływy gotówki w obiegu i depozytów jednodniowych	<b>32</b>		
Wykres C Miesięczne przepływy kredytów i pożyczek			
			do OFI, dłużne papiery wartościowe nabytych przez MIF oraz wyksięgowane kredyty i pożyczki MIF <b>33</b>
			Wykres D Aktywa w posiadaniu instytucji kredytowych oraz kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego <b>34</b>
2 Rynek pieniężny w strefie euro wobec zaburzeń na rynku finansowym	<b>35</b>		
Wykres A Stopy procentowe EBC a jednodniowa stopa procentowa	<b>37</b>		
Wykres B Implikowana zmienność wyliczana na podstawie opcji na kontrakty terminowe futures na 3-miesięczną stopę EURIBOR z terminem realizacji w marcu 2009 r.	<b>38</b>		
3 Zmienność i płynność na rynkach akcji i obligacji skarbowych	<b>49</b>		
Wykres A Zrealizowana zmienność zysków tygodniowych z akcji i obligacji	<b>49</b>		
Wykres B Współzależność pomiędzy tygodniową stopą zwrotu z akcji i obligacji	<b>50</b>		
Wykres C Wolumen obrotów kontraktów terminowych futures na obligacje skarbowe	<b>51</b>		
Wykres D Wolumen obrotów na rynkach udziałowych papierów wartościowych	<b>51</b>		
4 Ceny surowców i inflacja HICP	<b>63</b>		
Wykres A Ceny surowców	<b>63</b>		
Wykres B Inflacja HICP	<b>64</b>		
Wykres C Wybrane usługi ujęte we wskaźniku HICP	<b>64</b>		
Wykres D Długoterminowe oczekiwania inflacyjne na podstawie badań i progowej stopy inflacji	<b>65</b>		
5 Sytuacja na rynku pracy strefy euro w 2008 r.	<b>75</b>		
Wykres A Realne PKB strefy euro i wzrost zatrudnienia ogółem	<b>75</b>		

Wykres B Analiza wzrostu wg przepracowanych godzin	<b>76</b>	10 Operacje w zakresie polityki pieniężnej w okresie ostatniej zmienności rynku finansowego	<b>111</b>
Wykres C Analiza wzrostu zatrudnienia wg typu umowy	<b>76</b>	Wykres A Podaż płynności: operacje otwartego rynku i wykorzystanie kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia	<b>113</b>
Wykres D Praca w niepełnym wymiarze godzin w strefie euro	<b>77</b>	Wykres B Rozpiętość pomiędzy stopą EONIA a oprocentowaniem podstawowych operacji refinansujących	<b>113</b>
6 Emisja i rozpiętość rentowności rządowych dłużnych papierów wartościowych w strefie euro	<b>79</b>	11 Konsekwencje statystyczne rozszerzenia strefy euro o Słowację	<b>156</b>
Tabela A Roczne stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rządy państw strefy euro	<b>80</b>	12 Dziesięć lat UGW	<b>192</b>
Tabela B Struktura dłużnych papierów wartościowych w obiegu wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro	<b>81</b>	<b>TABELE</b>	
Wykres A Struktura zmian płatności odsetkowych w okresie 1999-2008	<b>80</b>	1 Zmiany cen	<b>61</b>
Wykres B Różnice rentowności wybranych obligacji skarbowych w stosunku do niemieckich obligacji skarbowych	<b>82</b>	2 Wskaźniki kosztów pracy	<b>67</b>
Wykres C Swapy na zwłokę w spłacie długów państwowych	<b>82</b>	3 Składniki wzrostu realnego PKB	<b>70</b>
7 Konsekwencje kryzysu na rynkach finansowych dla deficytu budżetowego i długu publicznego w ujęciu statystyczno-księgowym	<b>83</b>	4 Sytuacja na rynku pracy	<b>74</b>
8 Kryzys finansowy i polityka fiskalna	<b>86</b>	5 Pozycja fiskalna strefy euro i krajów strefy euro	<b>79</b>
9 Aktualna pozycja konkurencyjna strefy euro	<b>91</b>	6 Wzrost realnego PKB w państwach członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	<b>97</b>
Wykres A Nominalny i realny efektywny kurs wymiany euro	<b>91</b>	7 Inflacja HICP w państwach członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	<b>99</b>
Wykres B Zmiany ujednoczonych wskaźników konkurencyjności we wszystkich krajach strefy euro	<b>92</b>	8 Pozycja fiskalna państw członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	<b>100</b>
Wykres C Zmiany ujednoczonego wskaźnika konkurencyjności cenowej w strefie euro oraz poza strefą euro	<b>93</b>	9 Bilans płatniczy państw członkowskich UE spoza strefy euro i w strefie euro	<b>101</b>
		10 Oficjalne strategie polityki pieniężnej państw członkowskich UE spoza strefy euro	<b>105</b>
		11 Przepływy płatności w ramach systemu TARGET	<b>128</b>
		12 Przydziały produkcji banknotów euro w 2008 r.	<b>137</b>
		13 Słowacja – podstawowe wskaźniki ekonomiczne	<b>155</b>

**WYKRESY**

1	Stopy procentowe EBC a stopy rynku pieniężnego	19	21	Luka w finansowaniu przedsiębiorstw i jej główne składniki	60
2a	Główne zmiany zachodzące w dużych gospodarkach przemysłowych	25	22	Wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw	60
2b	Ważniejsze zmiany wskaźników w większych wschodzących gospodarkach	27	23	Struktura wskaźnika inflacji HICP: główne składniki	62
3	Główne zmiany zachodzące na rynkach surowców	29	24	Udział głównych składników inflacji HICP	62
4	M3 a kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego	30	25	Struktura cen producentów w przemyśle	66
5	Główne składniki M3	40	26	Wynagrodzenie na pracownika w poszczególnych sektorach	68
6	Stopy procentowe sektora MIF dla depozytów krótkoterminowych a stopy procentowe rynku pieniężnego	40	27	Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro	69
7	Depozyty wg sektorów	41	28	Jakościowe postrzeganie i oczekiwania konsumentów strefy euro dotyczące inflacji	69
8	Kredyty dla rezydentów strefy euro	42	29	Udział w kwartalnym wzroście realnego PKB	71
9	Stopy procentowe rynku pieniężnego dla transakcji niezabezpieczonych	45	30	Wskaźniki zaufania	72
10	Trzymiesięczne stopy EUREPO, EURIBOR i transakcje swap indeksowane stopą jednodniową z terminem realizacji za 3 miesiące	45	31	Bezrobocie	78
11	Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych	46	32	Sytuacja fiskalna w latach 1999-2009	85
12	Progowe stopy inflacji dla obligacji strefy euro o kuponie zerowym	48	33	Saldo rachunku obrotów bieżących i jego składniki	90
13	Główne indeksy rynku akcji	52	34	Wolumen eksportu strefy euro do wybranych partnerów handlowych	90
14	Implikowana zmienność rynku akcji	53	35	Import towarów spoza strefy euro	94
15	Kredyty i pożyczki sektora MIF dla gospodarstw domowych	54	36	Inwestycje portfelowe i bezpośrednie w strefie euro	95
16	Stopy procentowe kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw	55	37	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	96
17	Zadłużenie gospodarstw domowych i płatności odsetkowe	56	38	Zmiany w ERM II	102
18	Realny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw strefy euro	57	39	Waluty nieuczestniczące w mechanizmie ERM II	103
19	Analiza realnej rocznej stopy wzrostu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw	58	40	Podstawowe stopy procentowe EBC a stopa EONIA	110
20	Wskaźniki rentowności przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie	59	41	Czynniki wpływające na płynność w strefie euro w 2008 r.	117
			42	Banknoty w obiegu	117
			43	Zabezpieczenie kwalifikowane wg typu aktywów	121
			44	Zabezpieczenie wykorzystywane w operacjach kredytowych Eurosystemu a niespłacone kredyty w operacjach polityki pieniężnej	122



45	Udział aktywów (w tym należności kredytowych) wykorzystanych jako zabezpieczenie, wg typu aktywów	<b>122</b>
46	Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2008	<b>134</b>
47	Wartość banknotów euro w obiegu w latach 2002-2008	<b>134</b>
48	Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2008	<b>135</b>
49	Liczba fałszywych banknotów euro wycofanych z obiegu w latach 2002-2008	<b>136</b>
50	Fałszywe banknoty euro według nominalów	<b>136</b>



## SKRÓTY

### PAŃSTWA

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

### INNE [POLSKIE SKRÓTY PODANO W NAWIASACH KWADRATOWYCH]

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

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

# PRZEDMOWA



W 2008 roku Europejski Bank Centralny obchodził dziesiątą rocznicę swojego istnienia. Przez te dziesięć lat poziom cen w strefie euro był zasadniczo stabilny (ze średnioroczną inflacją nieco powyżej 2%), można zatem stwierdzić, że EBC wywiązał się ze swojego głównego zadania – utrzymania stabilności cen. Również długookresowe oczekiwania inflacyjne wskazywały na stabilność cen, co świadczy o wysokiej wiarygodności polityki pieniężnej EBC. Sukces ten jest także konkretnym dowodem solidności, spójności i jedności Eurosystemu, potwierdzającym, że potrafimy działać w prawdziwie europejskim duchu, stosując wysokie standardy oraz wspólne zasady i wartości.

Euro od początku swojego istnienia było walutą stabilną. Jest obecnie pieniądzem 329 milionów obywateli w 16 krajach strefy euro, stosowanym także powszechnie na międzynarodowych rynkach finansowych. W tym miejscu chciałbym powitać w strefie euro obywateli Słowacji, która 1 stycznia 2009 r. jako szesnasty kraj weszła do strefy euro (przed nią w 2008 roku wspólną walutę wprowadziły Cypr i Malta).

Rok 2008 był absolutnie wyjątkowy pod względem sytuacji gospodarczej i finansowej. W pierwszym półroczu wskutek wysokich podwyżek cen surowców znacznie wzrosła inflacja i nasiliły się zagrożenia dla stabilności cen. Najwyższy poziom rocznego wskaźnika HICP odnotowano w połowie roku: 4% w czerwcu i lipcu. Pojawiły się kolejne oznaki rosnącej presji płacowej. Utrzymywanie się zagrożeń inflacyjnych potwierdziła także analiza monetarna. W tej sytuacji, aby zapobiec wystąpieniu efektów drugiej rundy w całej gospodarce i trwale ustabilizować oczekiwania inflacyjne, w lipcu 2008 roku Rada Prezesów EBC podniosła podstawowe stopy procentowe. W połowie września na całym świecie napięcia na rynkach finansowych znacznie się nasiliły i w coraz większym stopniu przenosiły się na gospodarkę realną. W połączeniu z dużymi obniżkami cen energii i innych surowców doprowadziło to do obniżenia się presji inflacyjnej zarówno na świecie, jak i w strefie euro. Jednocześnie jednak do wyjątkowo wysokiego poziomu wzrosła niepewność wśród podmiotów gospodarczych, co znalazło odzwierciedlenie we wskaźnikach płynności, cenach aktywów i bilansach. Ogólnie sytuacja ta przyniosła z jednej strony poważne nasilenie się zagrożeń dla wzrostu gospodarczego, a z drugiej – znaczny spadek presji inflacyjnej w średnim okresie.

8 października 2008 r. EBC wraz z innymi największymi bankami centralnymi ogłosił skoordynowaną obniżkę stóp procentowych. Łącznie w okresie od października 2008 r. do marca 2009 r. Rada Prezesów obniżyła podstawowe stopy procentowe EBC o 275 punktów bazowych. Jeszcze bardziej spadły w tym okresie jednodniowe stopy na rynku pieniężnym, do czego przyczyniło się zwiększenie przez EBC zastrzyków płynności dla banków w strefie euro. Z uwagi na osłabienie presji i zagrożeń inflacyjnych te bezprecedensowe decyzje były w pełni zgodne z mandatem EBC, czyli zadaniem utrzymania stabilności cen. Analiza monetarna wykazała, że w miarę obniżania się ogólnego tempa ekspansji monetarnej, zwłaszcza w drugiej połowie 2008 roku, zagrożenia dla stabilności cen stopniowo ustępowały. Ponadto w ciągu roku spadło tempo wzrostu kredytów

dla prywatnego sektora niefinansowego, co wiązało się z trudniejszymi warunkami finansowania i słabszą aktywnością gospodarczą.

Ogólnie, pomimo wyraźnego spowolnienia wzrostu inflacji od połowy 2008 roku, średnioroczna inflacja mierzona wskaźnikiem HICP wyniosła w tym roku 3,3%, najwięcej od wprowadzenia euro. Dla porównania we wcześniejszych latach utrzymywała się ona na poziomie bliskim 2%. Pomimo silnych wahań stóp inflacji ogólnej, dzięki polityce pieniężnej EBC przez cały 2008 rok udało się utrzymać średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne na stabilnym poziomie zgodnym z celem EBC. Jednocześnie w 2008 roku dynamika realnego PKB w strefie euro spadła do 0,8%, po okresie silnego wzrostu w 2006 (3,0%) i 2007 (2,7%). Jeszcze na początku 2008 roku wzrost gospodarczy w strefie euro był stosunkowo wysoki, ale w późniejszych miesiącach szybko wyhamował w obliczu wyraźnego spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie.

W kwestii polityki fiskalnej stosunkowo dobre wyniki z poprzednich lat zaczęły się pogarszać w 2008 roku ze względu na postępujący kryzys finansowy i coraz gorsze warunki makroekonomiczne. Zgodnie ze śródkresową prognozą Komisji Europejskiej ze stycznia 2009 roku przeciętny poziom deficytu budżetowego w strefie euro zwiększył się z 0,6% PKB w 2007 roku do 1,7% w roku 2008, a na 2009 zapowiada się jego dalszy wzrost aż do 4,0%. W październiku 2008 roku kraje strefy euro uzgodniły skoordynowane działania na rzecz przywrócenia stabilności systemu bankowego; do środków zaradczych należały rekapitalizacja instytucji finansowych oraz gwarancje kredytów i depozytów. W grudniu 2008 roku Rada Europejska zatwierdziła europejski plan naprawy gospodarczej, który ma doprowadzić do poprawy koniunktury poprzez pobudzenie zagregowanego popytu i przyspieszenie tempa reform strukturalnych przewidzianych w strategii lizbońskiej. Dużym wyzwaniem dla polityki fiskalnej w strefie euro stały się rosnące wskaźniki długu publicznego i deficytu budżetowego oraz wysoce niepewne perspektywy

gospodarcze. Aby wzmocnić społeczne zaufanie do stabilności finansów publicznych, należy przede wszystkim w sposób wiarygodny i konsekwentny realizować strategię konsolidacji, pozwalającą przywrócić dobry stan finansów publicznych, zgodnie z postanowieniami paktu stabilności i wzrostu.

Jeśli chodzi o politykę strukturalną, z uwagi na trwającą dekonstrukcję i wysoce niepewne perspektywy gospodarcze niezbędne jest wzmocnienie kondycji gospodarki strefy euro. W obecnej sytuacji jest niezwykle ważne, by politykę gospodarczą prowadzić zgodnie z zasadą otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją i nie ulegać naciskom protekcjonistycznym. Ponadto reformy rynków produktów i usług powinny pobudzać konkurencję, zaś reformy rynków pracy – sprzyjać odpowiedniemu kształtowaniu płac, a przez to także ochronie zatrudnienia i przepływowi siły roboczej między sektorami i regionami. Będzie to szczególnie ważne dla tych obszarów i sektorów, które najbardziej ucierpiały wskutek ujemnego szoku popytowego. W wielu krajach trzeba też koniecznie podjąć działania na rzecz odzyskania utraconej w ostatnich latach konkurencyjności.

\*\*\*

W 2008 roku sytuacja na rynkach finansowych była bardzo trudna. Na rynku euro w dalszym ciągu obserwowano wysokie marże kredytowe i bardzo niskie obroty, pomimo stabilizującego wpływu rozwiązań nadzwyczajnych zapoczątkowanych przez EBC w 2007 roku i kontynuowanych w 2008 roku. Objęły one głównie zastrzyki płynności dla sektora bankowego w okresach utrzymywania rezerw, wydłużenie średniego terminu zapadalności operacji refinansujących Eurosystemu oraz zasilanie tego sektora w płynność w dolarach amerykańskich we współpracy z Systemem Rezerwy Federalnej.

Ze względu na to, że w połowie września 2008 roku nastąpiło bardzo znaczące nasilenie napięć we wszystkich segmentach rynku pieniężnego w całym spektrum zapadalności, Eurosystem

zastosował kolejne rozwiązania płynnościowe w celu zapewnienia bankom nieprzerwanej zdolności do refinansowania. I tak na przykład w odniesieniu do podstawowych i wszystkich dłuższych operacji refinansujących zaczęto stosować przetargi kwotowe z pełnym przydziałem oraz doraźnie rozszerzono listę zabezpieczeń dopuszczonych w tych operacjach. Oprócz tego tymczasowo zwężono przedział oprocentowania operacji kredytowo-depozytowych. Dzięki zastosowanym rozwiązaniom banki zasadniczo zachowały szeroki dostęp do płynności w euro, choć napięcia utrzymywały się nadal, zwłaszcza w odniesieniu do instrumentów o dłuższych terminach zapadalności.

\*\*\*

EBC brał czynny udział w opracowaniu podstawowych rozwiązań w dziedzinie polityki i regulacji wprowadzonych w 2008 r. w celu przeciwdziałania kryzysowi i umocnienia systemu finansowego. Na szczeblu globalnym EBC uczestniczył w dyskusjach, które doprowadziły do opracowania zaleceń Forum Stabilności Finansowej przedstawionych w kwietniu 2008 r. ministrom finansów i prezesom banków centralnych państw grupy G7. Zalecenia te mają na celu wzmocnienie wymogów ostrożnościowych, przejrzystości i zasad wyceny, a także zapewnienie lepszego wykorzystania ratingów kredytowych, sprawniejszego reagowania władz na zagrożenia oraz lepszych sposobów niwelowania napięć w systemie finansowym. EBC miał także swój udział w opracowaniu innych globalnych pakietów antykryzysowych, w tym planu działania uzgodnionego 15 listopada 2008 r. przez kraje grupy G20.

Na poziomie europejskim EBC doradzał w sprawie wdrażanych przez władze krajowe rozwiązań mających wesprzeć funkcjonowanie sektora bankowego. W deklaracji paryskiej przyjętej przez kraje strefy euro 12 października 2008 r. – a następnie zatwierdzonej przez Radę Europejską 16 października – przedstawiono program skoordynowanych działań na rzecz odbudowy zaufania i poprawy warunków finansowania w gospodarce. Działania te obejmowały udzie-

lanie gwarancji rządowych dla bankowych instrumentów dłużnych oraz rekapitalizację banków. Rada Prezesów przedstawiła rekomendacje dotyczące głównych cech i wyceny gwarancji rządowych i instrumentów rekapitalizacji. Celem rekomendacji było zachowanie równych warunków konkurencji między instytucjami finansowymi, zwiększenie stabilności systemu finansowego, ułatwienie powrotu do normalnej sytuacji na rynku oraz zapewnienie odpowiedniego finansowania gospodarki. Rekomendacje zostały uważnie przeanalizowane przez państwa członkowskie, a także uwzględnione przez Komisję Europejską we wskazówkach dotyczących zgodności pomocy państwowej z przepisami Traktatu.

Na początku 2009 r. EBC wziął udział w zdefiniowaniu przewodnich zasad restrukturyzacji aktywów; ich celem było rozstrzygnięcie wątpliwości co do wyceny bilansowej niektórych sekurytyzowanych aktywów należących do instytucji finansowych. Opinie EBC zostały uwzględnione we wskazówkach wydanych przez Komisję Europejską.

\*\*\*

W 2008 r. EBC nadal aktywnie działał na rzecz europejskiej integracji finansowej. Opinie wydawane przez EBC dotyczyły przede wszystkim regulacji i nadzoru finansowego oraz systemów rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych i systemów płatności. Ponadto EBC nadal wspierał inicjatywy sektora prywatnego poprzez koordynację wspólnych działań. Inicjatywa utworzenia jednolitego obszaru płatności w euro (SEPA), którą EBC od początku mocno popierał, nabrała realnych kształtów wraz z wdrożeniem poleceń przelewu SEPA i ramowych zasad dotyczących kart płatniczych SEPA w styczniu 2008 r. Uruchomienie tych instrumentów zapewniło pierwsze wymierne korzyści bankom oraz – co ważniejsze – ostatecznym użytkownikom usług płatniczych.

W dziedzinie usług w zakresie bankowości centralnej, które także sprzyjają integracji finansowej, system płatności wysokokwotowych Euro-

systemu TARGET – zdecentralizowany system pierwszej generacji – został w maju 2008 r. zastąpiony przez oparty na jednej platformie system drugiej generacji TARGET2. TARGET2 to pierwsza infrastruktura rynkowa w pełni zintegrowana i ujednolicona na szczeblu europejskim. W lipcu 2008 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o utworzeniu nowej platformy do rozrachunku papierów wartościowych, pod nazwą TARGET2-Securities (T2S). Platforma ta, oferująca ponadgraniczny rozrachunek w euro i innych walutach oparty na jednolitych i równych zasadach, będzie stanowić istotny krok naprzód w tworzeniu zintegrowanego europejskiego rynku papierów wartościowych. W tym samym miesiącu Rada Prezesów podjęła decyzję o utworzeniu jednolitej platformy do przekazywania zabezpieczeń (CCBM2), oferującej funkcje zarządzania płynnością i zabezpieczeniami, do wspólnego użytku przez kontrahentów Eurosystemu.

\*\*\*

Zatwierdzony limit zatrudnienia EBC na koniec 2008 r. wyniósł 1357,5 etatów przeliczeniowych (wobec 1348 na koniec 2007 r.). Personel EBC pochodzi ze wszystkich 27 państw członkowskich UE. Rekrutacja jest procesem otwartym, a informacje o wakatach podawane są w serwisie internetowym EBC. W ramach programu mobilności pracowników w 2008 r. 165 osób zmieniło stanowisko, 23 osoby oddelegowano do innych organizacji, a 30 udzielono bezpłatnego urlopu, w większości w celu podjęcia pracy w nowym miejscu. Podstawowym założeniem strategii personalnej EBC jest stałe nabywanie i doskonalenie umiejętności i kwalifikacji przez pracowników i kadre kierowniczą.

W 2008 r. EBC zapoczątkował rewizję pracowniczego programu emerytalnego w związku ze zmianami w oczekiwanej długości życia oraz wykonalności finansowej programu. Wdrożenie wyników tej rewizji planuje się na wiosnę 2009 r.

\*\*\*

Rok 2008 przyniósł nowe wyzwania związane z budową przyszłej siedziby EBC. Wyniki przetargu publicznego na generalnego wykonawcę okazały się niezadowolające z ekonomicznego punktu widzenia. W ciągu lata przeanalizowano wszystkie możliwe rozwiązania oraz zweryfikowano kosztorysy i strategię przetargową. Na tej podstawie Rada Prezesów postanowiła podzielić zakres prac na główne obszary i odcinki i zgodnie z tym ponownie rozpisać przetargi. Po powtórным przeprowadzeniu analizy rynku budowlanego EBC zamierza zrealizować przedsięwzięcie w granicach pierwotnie przewidzianego budżetu.

\*\*\*

W 2008 r. EBC wygenerował nadwyżkę finansową w wysokości 2,66 mld euro (wobec nadwyżki 0,29 mld euro w 2007). Rada Prezesów podjęła decyzję o przekazaniu z dniem 31 grudnia 2008 r. kwoty 1,34 mld euro na rezerwę celową na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota. Poziom tej rezerwy (który po transferze wynosi 4,01 mld euro) podlega corocznej weryfikacji. Wynik finansowy EBC za 2008 r., po zasileniu rezerwy, wyniósł 1,32 mld euro. Kwota ta została rozdzielona między krajowe banki centralne proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów w kapitale EBC.

Frankfurt nad Menem, marzec 2009 r.



Jean-Claude Trichet





Pierwsza Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego w 1998 r.



Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego w 2008 r.

Uwaga: Mario Draghi i Athanasios Orphanides byli nieobecni w czasie zdjęcia.



**CZĘŚĆ I**

# **SYTUACJA GOSPODARCZA I POLITYKA PIENIĘŻNA**

## I DECYZJE W SPRAWIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W 2008 r. EBC prowadził politykę pieniężną w warunkach zaburzeń na rynkach finansowych obserwowanych od sierpnia 2007 r. W pierwszej połowie 2008 r. Rada utrzymywała stopy na niezmiennym poziomie, następnie w lipcu zdecydowała się na podwyżkę o 25 punktów bazowych, po czym w czwartym kwartale roku obniżyła je w trzech etapach łącznie o 175 punktów bazowych. Zmiany podstawowych stóp procentowych EBC w 2008 r. odzwierciedlały aktualny stan zagrożeń inflacyjnych w średnim okresie, na który silnie wpływały dwa procesy o zasięgu światowym: zmiany cen surowców na rynkach światowych zwłaszcza energii i żywności, oraz skutki gospodarcze zaburzeń na rynkach finansowych, odczuwalne szczególnie silnie od połowy września.

W pierwszej połowie 2008 r. nasiliła się presja inflacyjna w strefie euro, głównie wskutek bardzo szybkiego wzrostu cen surowców na rynkach światowych. W tym okresie roczna inflacja HICP znacznie przekraczała 2% – już w styczniu wynosiła 3,2%, a najwyższą wartość 4% osiągnęła w czerwcu i lipcu, głównie w wyniku podwyżek cen energii i żywności. W warunkach nasilania się presji inflacyjnej i zacieśniania rynków pracy wzrosło ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Utrzymała się ponadto wysoka dynamika szerokiego agregatu pieniężnego, mimo że w porównaniu z wyjątkowo wysokim poziomem w drugiej połowie 2007 r. tempo jego wzrostu stopniowo malało. Aby ograniczyć ryzyko wzrostu inflacji i zapewnić trwałą stabilizację długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z ustaloną przez EBC definicją stabilności cen, w lipcu 2008 r. Rada Prezesów podniosła minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do wartości 4,25%.

W trzecim kwartale do połowy września z dostępnych danych wynikało, że w średnim okresie przeważa ryzyko wzrostu inflacji. Poziom niepewności związanej z perspektywami aktywności gospodarczej pozostał wysoki m.in. z uwagi na bardzo wysokie i zmienne ceny surowców oraz napiętą sytuację na rynkach finanso-

wych. Ogólnie przeważało ryzyko spowolnienia aktywności gospodarczej.

Od połowy września zaburzenia na rynkach finansowych znacznie się nasiliły, co spowodowało poważne zakłócenia i niedobór płynności w wielu segmentach rynków finansowych i doprowadziło do wyraźnego pogorszenia się perspektyw gospodarczych na całym świecie. W ostatnich miesiącach 2008 r. odnotowano także gwałtowny spadek inflacji i osłabienie presji inflacyjnej. W drugim półroczu roczna inflacja HICP malała wskutek obniżania się cen surowców, zwłaszcza ropy naftowej, i w grudniu osiągnęła 1,6%. O słabnącej presji inflacyjnej świadczyły m.in. trendy monetarne, które w drugim półroczu nadal wykazywały pewne osłabienie. W tej sytuacji 8 października obniżono stopę podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych do wartości 3,75%; w ramach operacji zsynchronizowanej pomiędzy największymi bankami centralnymi. Następne obniżki miały miejsce w listopadzie – o 50 punktów bazowych, i w grudniu – o kolejne 75 punktów bazowych. Ostatecznie na koniec roku stopa podstawowych operacji refinansujących wyniosła 2,50% (zob. wykres 1).

Wzrost realnego PKB w strefie euro ustabilizował się (choć w pierwszym półroczu nieco poniżej trendu), ale wahania aktywności w sektorze budownictwa, wynikające z nietypowych warunków pogodowych, spowodowały duże zmiany kwartalne. W drugiej połowie 2008 r. nastąpiło pogorszenie koniunktury, szczególnie po nasileniu się napięć na rynkach finansowych w połowie września po upadku banku Lehman Brothers. Kryzys finansowy przenosił się na sferę realną gospodarki na szerszą skalę niż początkowo przewidywano. W trzecim kwartale realny PKB w strefie euro spadł o 0,2% w ujęciu miesiąc-do-miesiąca głównie z powodu bardzo niekorzystnego bilansu handlowego, który był wynikiem połączenia słabego wzrostu eksportu i silnego odbicia importu. W czwartym kwartale, w warunkach zwiększonej niepewności, odnotowano powszechny spadek aktywności gospodarczej – realny PKB zmniejszył się o kolejne 1,5%. Podsu-

## Wykres I Stopy procentowe EBC a stopy rynku pieniężnego

(oprocentowanie roczne, dane dzienne)

- Minimalna oferowana stopa/stała stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących
- ... Stopa depozytu w banku centralnym
- - - Stopa kredytu w banku centralnym
- Stopa transakcji overnight EONIA



Źródło: EBC.

Uwaga: Ostatnie dane odnoszą się do 27 lutego 2009 r.

mowując, wzrost realnego PKB strefy euro w 2008 r. wyniósł 0,8%, czyli znacznie mniej niż w 2007 r. (2,7%).

Średnioroczna inflacja HICP w 2008 r. była bardzo wysoka: wyniosła 3,3%, najwięcej od wprowadzenia euro i znacznie powyżej poziomu 2%, wokół którego oscylowała w poprzednich latach (np. 2,1% w 2007 r.). W styczniu stopa inflacji wyniosła 3,2%, następnie rosła, w czerwcu i lipcu osiągnęła najwyższą wartość 4%, po czym zaczęła spadać, aby w grudniu ukształtować się na poziomie 1,6%. Taki przebieg inflacji wynikał głównie ze zmian cen surowców, zwłaszcza energii i żywności na rynkach światowych. I tak ceny ropy naftowej podskoczyły z ok. 100 USD za baryłkę w styczniu do blisko 150 USD w lipcu, po czym w grudniu spadły do około 40 USD za baryłkę. Przez większą część 2008 r., głównie z powodu wspomnianych zmian cen surowców, stopa inflacji była znacznie wyższa od wartości 2% wyznaczającej poziom średniookresowej stabilności cen wg definicji EBC. Wzrost jednostkowych kosztów pracy był nadal wysoki, co wynikało z większych podwyżek płac wskutek zacieśniania się rynków pracy oraz pewnych efektów drugiej rundy,

a także ze spowolnienia wydajności pracy pod koniec roku związanego z cyklem koniunkturalnym. W połowie roku w stopach procentowych na rynkach finansowych pojawiły się oznaki wzrostu długookresowych oczekiwań inflacyjnych obliczonych z instrumentów rynku finansowego, które jednak znikły po lipcowej podwyżce stóp procentowych oraz po odbiciu cen surowców, zwłaszcza ropy naftowej, co zmniejszyło obawy przed wystąpieniem efektów drugiej rundy. Podsumowując, mimo gwałtownych skoków inflacji, które wynikały z dużych wahań cen surowców, pochodzące z badań ankietowych mierniki długookresowych oczekiwań inflacyjnych utrzymały się na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen, zgodnie ze średniookresowym nastawieniem polityki pieniężnej EBC.

W ciągu 2008 r. ogólne tempo ekspansji monetarnej, choć nadal dosyć wysokie, nieco się obniżyło. Mimo że z powodu płaskiej krzywej dochodowości i innych czynników przejściowych dynamika M3 była wyższa niż wynikałoby z trendów monetarnych, szczególnie w pierwszym półroczu, kompleksowa ocena składników i czynników kreacji M3 potwierdzała, że ogólna dynamika agregatów pieniężnych była

nadal wysoka. Ponadto w ciągu roku obniżyło się tempo wzrostu kredytów dla prywatnego sektora niefinansowego, co wiązało się z trudniejszymi warunkami finansowania i słabszą aktywnością gospodarczą. Dane monetarne z końca roku świadczyły o wzmożonym napięciu w systemie finansowym, wynikającym z wrześniego nasilenia zaburzeń. Jeśli chodzi o agregaty pieniężne, stan ten spowodował głównie przesunięcia środków w obrębie M3, a nie zmianę wielkości całego agregatu. Stagnacja akcji kredytowej pod koniec roku potwierdziła, że po długim okresie dynamicznego wzrostu nastąpiło znaczne obniżenie kredytów dla przedsiębiorstw, głównie w wyniku spowolnienia gospodarki realnej, ale także – na co wskazywały wyniki ankiety EBC dotyczącej akcji kredytowej banków – wskutek czynników podażowych. Podsumowując, trendy monetarne potwierdzały spadek presji inflacyjnej pod koniec 2008 roku.

#### **PRESJA INFLACYJNA PROWADZI W LIPCU 2008 R. DO PODWYŻKI PODSTAWOWYCH STÓP PROCENTOWYCH EBC**

Dokładna analiza decyzji w zakresie polityki pieniężnej podjętych w 2008 r. pozwala podzielić rok na dwie części: okres do lata 2008 r., w którym dostępne dane wskazywały na wzrost zagrożeń dla stabilności cen, oraz okres późniejszy, w którym pojawiły się nowe informacje wskazujące, że wpływ zaburzeń finansowych i światowego spowolnienia gospodarczego na aktywność gospodarczą strefy euro nasila się, a presja inflacyjna słabnie.

W pierwszej połowie roku warunki gospodarcze cechowała wysoka niepewność związana z korektą wyceny ryzyka dokonującą się na rynkach finansowych oraz jej potencjalnym wpływem na sferę realną gospodarki. W ciągu 2007 r. tempo wzrostu w kolejnych kwartałach było coraz niższe, czemu towarzyszył spadek wskaźników zaufania przedsiębiorców i konsumentów, które jednak na początku 2008 r. wskazywały jeszcze na trwały wzrost. Nieco pogorszyły się także perspektywy gospodarcze, choć na początku 2008 r. były jeszcze stosunkowo korzystne. Spodziewano się, że dynamika

popytu krajowego i zewnętrznego obniży się, ale nadal będzie wpływać dodatnio na wzrost gospodarczy. Oczekiwano też, że pomimo podwyżek cen surowców nastąpi wzrost spożycia, który będzie przyczyniać się do ożywienia gospodarczego, zwłaszcza w związku ze wzrostem zatrudnienia (stopa bezrobocia spadła do poziomu najniższego od 25 lat). Przewidywano także dalszy stabilny wzrost eksportu ze strefy euro; prężna aktywność gospodarcza na rynkach wschodzących miała neutralizować obniżenie popytu zewnętrznego spowodowane dekoniunkturą w Stanach Zjednoczonych.

W pierwszym półroczu z napływających danych makroekonomicznych wynikało, że tempo wzrostu realnego PKB spadnie, ale tylko nieznacznie. Zgodnie z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu z czerwca 2008 r. średnioroczny wzrost realnego PKB w 2008 r. miał wynieść między 1,5% a 2,1%, a w 2009 r. – między 1,0% a 2%. Przedział wartości przewidywanych na rok 2008 utrzymał się w dolnej części przedziału opublikowanego w grudniu 2007 roku, natomiast przedział na rok 2009 przesunął się nieco w dół. Niepewność związana z perspektywami wzrostu gospodarczego była wysoka, a bilans czynników ryzyka przechylał się na stronę jego spowolnienia. Przede wszystkim obawiano się, że sytuacja na rynkach finansowych przełoży się na warunki finansowania i nastroje w gospodarce w większym stopniu niż dotychczas zakładano, z negatywnym skutkiem dla wzrostu gospodarczego na świecie i w strefie euro. Do czynników mogących potencjalnie osłabić wzrost gospodarczy należały także dalsze podwyżki cen ropy naftowej i innych surowców, naciski protekcyjno-nacjonalistyczne oraz możliwość wystąpienia destabilizujących zjawisk wynikających z nierównowagi gospodarczej na świecie.

W tym okresie w strefie euro rosły roczne wskaźniki inflacji, głównie w wyniku gwałtownych podwyżek światowych cen energii i żywności. Już na początku 2008 r. roczny wskaźnik HICP przekraczał 3%, a następnie odnotował dalszy wzrost z 3,2% w styczniu do 3,7% w maju, przy silnej presji na wzrost inflacji ogólnego

nej w krótkim okresie. W związku z tym Rada Prezesów stwierdziła w czerwcu dalszy wzrost ryzyka dla stabilności cen w perspektywie średniookresowej i uznała, że inflacja HICP utrzyma się na wysokim poziomie dłużej niż zakładano. Pojawiły się także oznaki tendencji wzrostowej długookresowych oczekiwań inflacyjnych. Zgodnie z projekcjami ekspertów Eurosystemu z czerwca 2008 r. średnioroczna stopa inflacji HICP w roku 2008 miała wynieść między 3,2% a 3,6%, a w 2009 – między 1,8% a 3,0%. Tym samym przedziały wartości przewidywanych na lata 2008 i 2009 przesunęły się znacznie w górę w porównaniu z poprzednim wydaniem projekcji, głównie w związku z podwyżkami cen ropy naftowej i żywności oraz wzrostem presji inflacyjnej w sektorze usług. Ponadto w związku z wysokim poziomem wykorzystania mocy produkcyjnych, zacieśnianiem się rynku pracy i ryzykiem wystąpienia efektów drugiej rundy pojawiły się obawy przed silniejszym niż przewidywano wzrostem płac.

Roczna dynamika agregatu pieniężnego M3, mimo pewnego spowolnienia, utrzymała się na wysokim poziomie. Kilka czynników przejściowych, zwłaszcza stosunkowo płaska krzywa rentowności, świadczyło o tym, że dynamika M3 jest wyższa niż wynikałoby to z tempa ekspansji monetarnej. Jednak nawet po uwzględnieniu tych czynników kompleksowa ocena danych potwierdzała wysoką dynamikę agregatów pieniężnych i akcji kredytowej. Wzrost kredytów dla gospodarstw domowych nieco wyhamował w następstwie podwyżek podstawowych stóp procentowych EBC wprowadzanych od grudnia 2005 r. oraz pogorszenia koniunktury na rynkach mieszkaniowych w kilku częściach strefy euro. Natomiast dynamika kredytów dla przedsiębiorstw utrzymywała się na wysokim poziomie.

W tej sytuacji Rada Prezesów uznała, że bilans zagrożeń dla stabilności cen nadal wyraźnie przechyla się na stronę wzrostu inflacji, i to coraz mocniej. Źródeł ryzyka upatrywano przede wszystkim w możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy w kształtowaniu płac i cen, ale także w potencjalnych dalszych pod-

wyżkach cen ropy naftowej i żywności. Zagrożenia inflacyjne wiązały się ponadto z możliwością wyższego niż wcześniej zakładano wzrostu cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Za taką oceną rozwoju sytuacji cenowej przemawiało także porównanie z danymi dotyczącymi agregatów pieniężnych i akcji kredytowej. Analiza monetarna wskazywała na silny wzrost obu tych kategorii, a tym samym potwierdzała wyniki analizy ekonomicznej dotyczące występowania, perspektywie średnio- i długoterminowej, ryzyka wzrostu inflacji powyżej poziomu wskazanego w definicji stabilności cen. Rada Prezesów podkreśliła swoje zdecydowanie w dążeniu do trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie zgodnym z tą definicją.

Aby zapobiec wystąpieniu efektów drugiej rundy w całej gospodarce oraz przeciwdziałać rosnącemu średniookresowym zagrożeniom inflacyjnym, 3 lipca 2008 r. Rada Prezesów postanowiła po raz pierwszy od czerwca 2007 r. podnieść podstawowe stopy procentowe EBC o 25 punktów bazowych. Decyzję tę odsuwano z powodu zwiększonej niepewności w warunkach zaburzeń na rynkach finansowych. Rada podkreśliła swoje zdecydowanie w dążeniu do ochrony siły nabywczej pieniądza w średnim okresie oraz trwałego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w strefie euro.

W trzecim kwartale 2008 r. przewidywano, że dane dotyczące wzrostu realnego PKB za drugi kwartał okażą się znacznie słabsze niż za pierwszy. Po części było to uwarunkowane technicznie silnym wzrostem odnotowanym w pierwszych miesiącach tego roku, jednak wynikało to również z osłabienia dynamiki PKB wskutek wolniejszego wzrostu aktywności gospodarczej na świecie oraz niekorzystnego wpływu wysokich i zmiennych cen ropy naftowej i żywności. Poziom niepewności związanej z perspektywami aktywności gospodarczej był nadal wysoki, m.in. z uwagi na ceny surowców oraz napiętą sytuację na rynkach finansowych. Ogólnie nadal przeważało ryzyko spowolnienia aktywności gospodarczej.

Jednocześnie z danych dostępnych w sierpniu i wrześniu wynikało, że roczne stopy inflacji najprawdopodobniej przez dłuższy czas utrzymają się znacznie powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Dane te wskazywały również, że w średnim okresie będą przeważać czynniki ryzyka mogące prowadzić do wzrostu inflacji. W czerwcu inflacja osiągnęła 4,0%, w lipcu utrzymała się na tym samym poziomie, a w sierpniu wyniosła 3,8%, głównie w wyniku bezpośrednich i pośrednich skutków wcześniejszych gwałtownych podwyżek cen energii i żywności na rynkach światowych. Ponadto potwierdziło się, że znacznie przyspieszył wzrost wynagrodzeń. Ponieważ jednocześnie spadła dynamika wydajności pracy, doprowadziło to do gwałtownego skoku jednostkowych kosztów pracy.

#### **OSŁABIEŃ PRESJI INFLACYJNEJ PROWADZI W DRUGIEJ POŁOWIE 2008 R. DO ZŁAGODZENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

We wrześniu nasiliły się napięcia na rynkach finansowych. Na pierwszy plan wysunęły się wydarzenia w USA, zwłaszcza po bankructwie banku Lehman Brothers 15 września. Doprowadziło to do dużych wahań na całym rynku finansowym, niskich poziomów płynności w wielu segmentach tego rynku, poważnej restrukturyzacji kilku dużych instytucji finansowych, kryzysu finansowego w Islandii i przenoszenia się jego skutków na inne kraje, oraz podjęcia przez rządy bezprecedensowych działań naprawczych. Zaburzenia na rynkach finansowych spowodowały także duży wzrost awersji do ryzyka, przejawiający się m.in. w znacznym zwiększeniu rozpiętości oprocentowania obligacji korporacyjnych i skarbowych, co bardzo niekorzystnie wpłynęło na sferę realną gospodarki. Na posiedzeniu 2 października Rada Prezesów szczegółowo omówiła odnotowane w ostatnim okresie nasilenie zaburzeń na rynkach finansowych oraz jego możliwe konsekwencje dla aktywności gospodarczej i inflacji, stwierdzając, że poziom niepewności jest wyjątkowo wysoki. W miarę jak gospodarka światowa jako całość zaczęła odczuwać niekorzystne skutki przedłużającego się okresu intensywnych zabu-

rzeń na rynkach finansowych, słabła również aktywność gospodarcza w strefie euro.

Zarówno w strefie euro, jak i w innych głównych gospodarkach światowych zaczęła słabnąć presja inflacyjna, przede wszystkim w wyniku wyraźnego spadku cen energii i innych surowców. Oczekiwania inflacyjne obniżyły się i powróciły do poziomu zgodnego z definicją stabilności cen przyjętą przez EBC. W wyniku nasilenia się kryzysu finansowego zwiększyło się ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego, a co za tym idzie – zmalało ryzyko wzrostu inflacji.

W dniu 8 października EBC i Rezerwa Federalna oraz banki centralne Kanady, Wielkiej Brytanii, Szwecji i Szwajcarii ogłosiły skoordynowaną obniżkę podstawowych stóp procentowych. Rada Prezesów obniżyła podstawowe stopy procentowe EBC o 50 punktów bazowych, uznawszy, że ryzyko wzrostu inflacji w strefie euro zmalało, a presje inflacyjne zaczęły słabnąć. Rada przyjęła także dwa doraźne rozwiązania mające wspomóc realizację polityki pieniężnej: zwięzła przedział oprocentowania operacji kredytowo-depozytowych i wprowadziła przetargi kwotowe z pełnym przydziałem.

Zaburzenia w coraz większym stopniu przenosiły się z sektora finansowego na sferę realną i z gospodarek rozwiniętych do wschodzących. Światowe perspektywy gospodarcze gwałtownie się pogorszyły w związku ze zmniejszeniem się popytu zewnętrznego, które musiało negatywnie wpłynąć na aktywność gospodarczą w strefie euro. Wskaźniki zaufania przedsiębiorców, pogarszające się od połowy 2007 r., zaczęły spadać coraz szybciej, osiągając co miesiąc nowe rekordowo, niskie wartości. W czwartym kwartale nastąpiło powszechne spowolnienie gospodarcze, któremu towarzyszyła wysoka niepewność. W tej sytuacji rządy zapowiedziały wprowadzenie kompleksowych rozwiązań mających pobudzić wzrost gospodarczy. Napływające informacje o najnowszych zmianach w gospodarce uzasadniały przyjęcie bardziej pesymistycznego scenariusza wydarzeń, ponieważ doszło do urzeczywistnienia się wymienianych

wcześniej zagrożeń wynikających z zaburzeń na rynkach finansowych. Przewidywano, że dekonstrukcja na całym świecie i bardzo słaby popyt krajowy utrzymają się przez kilka kwartałów. W projekcjach makroekonomicznych dla strefy euro opracowanych przez ekspertów Eurosystemu w grudniu 2008 r. odnotowano, że perspektywy gospodarcze znacznie się pogorszyły. Przyjęto wówczas, że roczny wzrost realnego PKB wyniesie między 0,8 a 1,2% w 2008 r., między -1,0% a 0,0% w 2009 r. oraz między 0,5% a 1,5% w 2010 r. W porównaniu z poprzednimi projekcjami przedziały przewidywanych wartości znacznie obniżono. Poziom niepewności związanej z perspektywami wzrostu gospodarczego był nadal wyjątkowo wysoki, a bilans czynników ryzyka przechylał się na stronę spowolnienia wzrostu.

Jeśli chodzi o procesy cenowe, odnotowano znaczne obniżenie rocznej inflacji HICP: z 3,2% w październiku i 3,6% we wrześniu do 2,1% w listopadzie, z dalszym spadkiem prognozowanym na kolejne miesiące. Przewidywano, że nasilenie i rozprzestrzenienie się zaburzeń finansowych będzie przez długi okres osłabiać popyt światowy i popyt w strefie euro. W tych warunkach i przy uwzględnieniu znacznych obniżek cen surowców w ostatnich miesiącach spodziewano się również osłabienia presji cenowych, kosztowych i płacowych w strefie euro. Zgodnie z projekcjami ekspertów Eurosystemu z grudnia 2008 r. roczny wskaźnik HICP miał wynieść między 3,2% a 3,4% w 2008 r., między 1,1% a 1,7% w 2009 r. oraz między 1,5% a 2,1% w 2010 r. Projekcje inflacji na lata 2008 i 2009 ponownie znacznie obniżono w porównaniu z ich poprzednim wydaniem, głównie w związku z dużym spadkiem cen surowców oraz skutkami słabnącego popytu. Bilans ryzyka związanego ze stabilnością cen w istotnej dla polityki pieniężnej perspektywie średniookresowej uznano za bardziej zrównoważony niż w poprzednim kwartale.

Jeśli chodzi o analizę monetarną, dane dostępne pod koniec 2008 r. świadczyły o dalszym spadku rocznej dynamiki szerokiego agregatu pieniężnego i agregatów kredytowych, choć

nadal była ona wysoka. Uznano, że obserwowane od połowy września nasilenie zaburzeń finansowych było przełomem w kształtowaniu się sytuacji monetarnej; dane za październik świadczyły o jej znacznym wpływie na zachowanie uczestników rynku. Jednak w listopadzie pojawiły się pewne oznaki, że sytuacja monetarna zaczyna wracać do stanu sprzed bankructwa Lehman Brothers. W ostatnich miesiącach 2008 r. zarówno cały szeroki agregat M3, jak i jego komponenty najmocniej powiązane z trwającymi napięciami finansowymi (np. środki w posiadaniu funduszy rynku pieniężnego) wykazywały dużą zmienność w ujęciu miesięcznym. Abstrahując jednak od wahań miesięcznych, widać było dalszy stopniowy spadek tempa wzrostu szerokiego pieniądza, którego najwyższą wartość odnotowano w 2007 r. Trwające od września 2008 r. nasilenie napięć finansowych doprowadziło do znacznej substytucji w obrębie agregatu M3. Analiza monetarna wykazała również dalszy spadek dynamiki kredytów dla prywatnego sektora niefinansowego, przy czym do grudnia spowodowany był on głównie wyhamowaniem kredytów (zwłaszcza mieszkaniowych) dla sektora gospodarstw domowych, zaś na przełomie roku – również wyraźnym spadkiem kredytów dla przedsiębiorstw. Stagnacja akcji kredytowej wynikała prawdopodobnie ze spowolnienia gospodarki realnej, chociaż mogła być również spowodowana czynnikami podażowymi, na co wskazywałyby wyniki ankiety EBC dotyczącej akcji kredytowej banków. Pod koniec roku dane pieniężne świadczyły o podwyższonym poziomie napięcia w systemie finansowym. Ogólnie rzecz biorąc, trendy monetarne potwierdzały dalsze osłabienie presji inflacyjnej.

W związku z korektą prognoz dotyczących aktywności gospodarczej, a tym samym także inflacji, stało się zasadne znaczne złagodzenie polityki pieniężnej. Na posiedzeniu 6 listopada Rada Prezesów EBC postanowiła – na podstawie regularnej analizy ekonomicznej i monetarnej – obniżyć podstawowe stopy procentowe EBC o dalsze 50 punktów bazowych; decyzja ta wynikała ze zmniejszenia się zagrożeń dla stabilności cen w wyniku urzeczywistnienia



ryzyka spadku wzrostu gospodarczego. Na posiedzeniu 4 grudnia Rada Prezesów postanowiła obniżyć stopy o kolejne 75 punktów bazowych. Dane uzyskane od ostatniego posiedzenia świadczyły o dalszym osłabieniu presji inflacyjnej; oczekiwano, że w istotnej dla polityki pieniężnej perspektywie stopy inflacji będą zgodne z definicją stabilności cen.

## 2 SYTUACJA MONETARNA, FINANSOWA I GOSPODARCZA

### 2.1 SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA NA ŚWIECIE

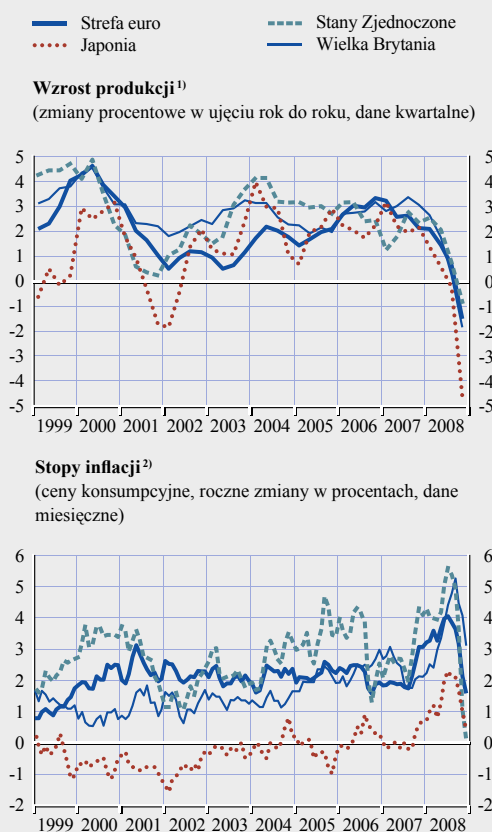
#### ODZWIERCIEDLENIE ZAWIROWAŃ NA RYNKACH FINANSOWYCH W SFERZE AKTYWNOŚCI GOSPODARCZEJ NA ŚWIECIE

W 2008 r. zawirowania na rynkach finansowych nasiliły się do poziomu niespotykanego od dziesięcioleci. W drugiej połowie roku przyniosło to poważne konsekwencje w sferze realnej gospodarki. W pierwszym półroczu osłabienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych rozszerzyło się poza sektor mieszkaniowy, co w zestawieniu z reperkusjami zawirowań na rynkach finansowych na świecie przełożyło się na spowolnienie wzrostu gospodarczego w największych rozwiniętych gospodarkach świata. Jednocześnie, aktywności gospodarczej na świecie wydatnie sprzyjała dynamika uwarunkowań gospodarczych na wschodzących rynkach. Od połowy września jednak, kiedy w efekcie światowego kryzysu finansowego upadł największy bank inwestycyjny USA, pociągając za sobą wielu pierwszoplanowych aktorów światowego systemu finansowego, nasiliły się zagrożenia dla gospodarki światowej. Warunki gospodarcze na świecie szybko pogarszały się wraz z tym jak zmniejszało się zaufanie konsumentów i przedsiębiorców, zaostrzano na całym świecie warunki kredytowania, taniały nieruchomości, traciły na wartości akcje, a w efekcie urzeczywistniały się niekorzystne efekty majątkowe. O ile z jednej strony zarówno rządy, jak i banki centralne na całym świecie podejmowały istotne działania na niespotykaną uprzednio skalę, aby ograniczyć ryzyko systemowe i przywrócić stabilizację finansową, zawirowania na rynkach finansowych powodowały, że spowolnienie zachodziło w coraz większym stopniu równoległe w skali globalnej. Odpowiednio, kryzys finansowy coraz silniej przekładał się na aktywność w sferze realnej gospodarki. Pod koniec roku, najbardziej zaawansowane gospodarki znalazły się w recesji lub na jej krawędzi. Co gorzej, osłabienie zaczęły coraz dotkliwiej odczuwać wschodzące gospodarki. Warunki gospodarcze pogorszyły się szczególnie szybko w krajach, gdzie występowały wyraźne stany braku równowagi zewnętrznej i krajowej, nato-

miast małe otwarte rynki znacznie spowolniły w krótkim okresie.

Na kształtowanie się inflacji na świecie znaczny wpływ wywarły gwałtowne zmiany cen surowców oraz światowych warunków gospodarczych. W pierwszym półroczu na świecie nasiliły się presje inflacyjne. W krajach OECD roczna stopa inflacji zasadniczej osiągnęła szczytowy poziom 4,8% w lipcu 2008 r. Na jej wzrost złożyły się przede wszystkim rosące ceny żywności i energii, jako że ropa Brent zdrożała do rekordowych wartości i 11 lipca 2008 r. płacono już 147,5 USD za baryłkę. Wschodzące

Wykres 2a Główne zmiany zachodzące w dużych gospodarkach przemysłowych



Źródła: Dane krajowe, BIS, Eurostat oraz obliczenia EBC.

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

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

gospodarki, gdzie w koszyku dóbr konsumpcyjnych znaczniejszy udział mają produkty żywnościowe, odczuły presję inflacyjną w jeszcze większym stopniu. W drugim półroczu natomiast ceny surowców uległy gwałtownej korekcie w związku ze spowolnieniem gospodarczym na świecie, co znacznie ograniczyło światową dynamikę inflacji. W drugiej połowie 2008 r. gwałtownie potaniała ropa naftowa, której ceny pod koniec 2008 r. kształtowały się na poziomie 40 USD za baryłkę. W konsekwencji, roczna stopa inflacji w krajach OECD z wartości szczytowych w lipcu obniżyła się do poziomu 1,5% w grudniu. Wzrost cen konsumpcyjnych z wyłączeniem żywności i energii w skali roku do grudnia wyniósł 2,0%.

#### STANY ZJEDNOCZONE

W Stanach Zjednoczonych aktywność gospodarcza w 2008 r. znacznie spowolniła. Przez cały 2008 r. realny PKB wzrósł o 1,1%. O ile w pierwszym półroczu 2008 r., po części dzięki doraźnym bodźcom fiskalnym i przy wsparciu handlu zagranicznego, gospodarka przyspieszała, o tyle w drugiej połowie roku nasilały się napięcia na rynku finansowym, zaostrzano kryteria kredytowania oraz osłabł popyt zagraniczny, przez co wyraźnie zmniejszyła się produkcja. Na spożycie prywatne ujemnie wpływały pogarszające się nastroje konsumentów i nastroje na rynku pracy, a jednocześnie taniały nieruchomości mieszkaniowe i akcje, przez co zmniejszała się zasobność gospodarstw domowych. Wraz ze słabnącą działalnością inwestycyjną zmniejszały się zyski przedsiębiorstw, zaostrzano warunki udzielania kredytów i pożyczek i generalnie pogorszyły się perspektywy popytowe. Głównym hamulcem gospodarki pozostała korekta na rynku mieszkaniowych, pogłębiana przez zawirowania na rynku finansowym. Odpowiednio, w 2008 r. inwestycje mieszkaniowe obniżyły wzrost PKB o 0,9 punktu procentowego. Przez większą część 2008 r. największy udział we wzroście gospodarczym miał handel zagraniczny, co potwierdzało ożywiony popyt zewnętrzny z początku roku oraz opóźnione efekty wcześniejszego osłabienia kursu dolara USA. Korzystne oddziaływanie handlu zanikło jednak pod koniec roku,

kiedy gwałtowne spowolnienie gospodarcze wielu partnerów handlowych USA zaważyło na popycie zagranicznym i eksporcie USA. Deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się z 5,3% PKB w 2007 r. do średnio 5,0% w pierwszych trzech kwartałach 2008 r., aczkolwiek poprawę ograniczyła nieco wysoka cena ropy i innych surowców przez większą część tego okresu, przez co wzrosła wartość towarów importowanych w stosunku do roku poprzedniego.

W zakresie sytuacji cenowej w USA, średnioroczny wzrost inflacji CPI w 2008 r. wyniósł 3,8%. Inflacja wzrosła w porównaniu z wyjściowym poziomem 2,9% odnotowanym rok wcześniej. Inflacja zasadnicza wahała się w szerszym niż zazwyczaj przedziale, w odpowiedzi na zmienność cen ropy i innych surowców. Inflacja CPI przewyższyła średnie wartości w pierwszym półroczu 2008 r. Przy gwałtownie drożejącej energii zwyżkowała ona w lipcu do poziomu 5,6%. Pod koniec roku, roczna dynamika CPI ostro spowolniła do 0,1% w grudniu, ponieważ mocno potaniały surowce, a także, w miarę jak pogłębiała się recesja, spowalniała też gospodarka. Ceny konsumpcyjne z wyłączeniem żywności i energii w skali roku w 2008 r. wzrosły o 2,3% (podobnie jak w 2007 r.). Tendencja spadkowa przez większą część roku wpiisywała się w spowolnienie wzrostu składnika równowartości kosztów wynajmu nieruchomości przez jej właściciela (ang. *owner-equivalent rent*) w inflacji.

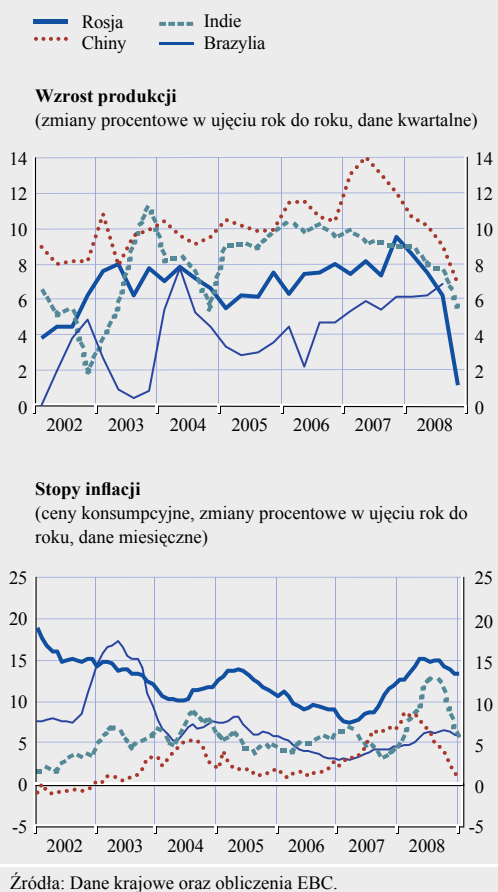
Z wyjściowego poziomu 4,25% na początku 2008 r. Federalny Komitet Otwartego Rynku Systemu Rezerwy Federalnej (FOMC) obniżył docelową stopę funduszy federalnych do przedziału 0,0-0,25% przed końcem roku. Na posiedzeniu w grudniu 2008 r. Komitet przewidział, że ze względu na osłabienie gospodarcze przez pewien czas utrzymają się nadzwyczaj niskie podstawowe stopy procentowe. W obliczu pogarszających się warunków Komitet podjął szereg konkretnych inicjatyw na rzecz optymalizacji płynności i wsparcia rynków finansowych.

W zakresie polityki fiskalnej, w roku podatkowym 2008, który rozpoczął się w październiku 2007 r., deficyt budżetu federalnego pogłębił się w porównaniu z 2007 r. Na taką sytuacją złożyły się dwa zjawiska. Z jednej strony w miarę jak spowalniała gospodarka, obniżały się wpływy podatkowe, a z drugiej strony, kiedy zaczęto realizację budżetowych działań stymulacyjnych (ang. *fiscal stimulus measures*), wzrosły przez to również wydatki publiczne (ang. *government spending*). Według oszacowań Biura Budżetowego Kongresu USA (Congressional Budget Office) w roku podatkowym 2008 deficyt budżetu federalnego wyniósł 3,2% PKB.

## JAPONIA

W Japonii wzrost gospodarczy w 2008 r. uległ gwałtownemu zatrzymaniu. O ile w pierwszym kwartale gospodarka nieznacznie rosła, o tyle w późniejszym okresie produkcja ogółem znacznie osłabła. Ożywiony popyt zewnętrzny i inwestycje krajowe złożyły się na dodatni wzrost realnego PKB w pierwszym kwartale. Znacznie obniżyły się jednak eksport netto i inwestycje przedsiębiorstw, które przez ostatnie lata stymulowały japońskie ożywienie gospodarcze, a wraz z tym rosła niepewność odnośnie rynku pracy i spadały dochody realne, przez co zwalniała konsumpcja. Zniwelowało to dodatni wzrost z pierwszego kwartału, i w konsekwencji przez resztę roku PKB wykazywało ujemną dynamikę. W pierwszym półroczu inflacja cen konsumpcyjnych znacznie wzrosła w lipcu, ustanawiając swoje maksimum na poziomie 2,3%, aby następnie spowolnić do 0,4% w grudniu. O ile japoński sektor bankowy pozostał zasadniczo odporny na zawirowania na światowych rynkach finansowych, o tyle rynek akcji poniósł znaczne straty. Nasiłenie zaburzeń na rynkach finansowych w drugim półroczu uderzyło w inwestycje przedsiębiorstw i konsumpcje. Podczas gdy w ujęciu efektywnym wzmacniał się japoński jen, dodatkowo zmniejszały się rentowność i inwestycje w gałęziach przemysłu zorientowanych na eksport. Sytuacja gospodarcza gwałtownie się pogarszała. Z tego względu, na posiedzeniach 31 października i 19 grudnia 2008 r. Bank Japo-

**Wykres 2b Główne zmiany zachodzące w większych wschodzących gospodarkach**



nii postanowił obniżyć – po raz pierwszy od lutego 2007 r. – docelową stopę niezabezpieczonych wkładów jednodniowych (ang. *uncollateralised overnight call rate*) łącznie o 40 punktów bazowych do 0,1%.

## WSCHODZĄCE GOSPODARKI AZJATYCKIE

Na przestrzeni 2008 r. aktywność gospodarcza we wschodzących gospodarkach azjatyckich stopniowo spowolniła. Na świecie rozszerzało się spowolnienie gospodarcze i zaostrzano warunki finansowania. W tym kontekście, w drugim półroczu ostro wytracił dynamikę eksport, szczególnie w niewielkich otwartych gospodarkach takich jak Singapur, (Tajwan – Republika Chińska) i Specjalny Region Administracyjny Hongkongu. Aktywność gospodar-

cza spowalniała również dlatego, że pogarszało się zaufanie konsumentów i przedsiębiorców, wyhamowały inwestycje w nieruchomości i w efekcie słabł popyt krajowy.

Drożały surowce i żywność. W konsekwencji, w wielu krajach w pierwszym półroczu wzrosła inflacja cen konsumpcyjnych. W niektórych krajach zmniejszyła się siła nabywcza konsumentów i nieco obniżyły się wydatki konsumpcyjne. Jednakże w drugim półroczu ropa i produkty żywnościowe znacznie potaniały. Dzięki temu presje inflacyjne zaczęły ustępować. Kraje z grupy wschodzących gospodarek Azji osiągały jednak dość dobre wyniki makroekonomiczne i w ograniczonym stopniu bezpośrednio zaangażowały się w pochodne instrumenty finansowe powiązane z kredytami hipotecznymi podwyższonego ryzyka (ang. *sub-prime mortgages*). Stąd też aż do połowy września w niewielkim stopniu odczuwały oddziaływanie zawirowań na rynkach finansowych dojrzałych gospodarek. Od tego czasu jednak, gwałtownie zmieniła się awersja do ryzyka, a na rynkach światowych zachodziło ożywione delewarowanie. Zjawiska te spowodowały znaczną wyprzedaż na rynkach akcji, a lokalne waluty większości krajów regionu uległy gwałtownemu osłabieniu. W krajach tych dość różnorodnie kształtowała się zmienność rynków finansowych. Chiny odczuły ją w mniejszym stopniu, ponieważ rozwinęły stosunkowo zamknięty i niezbyt rozbudowany system finansowy. Korea i Indonezja z kolei doświadczyły większej zmienności rynków finansowych, odpowiednio, z racji niepokoju odnośnie wysokiego długu krajowego i spadku cen surowców.

W gospodarce Chin realne PKB zmniejszyło swój wzrost z 13% w 2007 r. do 9% w 2008 r. Gospodarka spowolniła ze względu na czynniki zewnętrzne i krajowe. W ślad za nadwyżką w obrotach handlowych i napływem krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego, co podsycyły oczekiwania na stabilne wzmocnienie kursu walutowego i dodatnia rozpiętość stóp procentowych do września 2008 r., rezerwy walutowe Chin dalej rosły, dochodząc

do poziomu 1,9 biliona USD ogółem w 2008 r. W lutym inflacja cen konsumpcyjnym zwiększyła się do 8,7%, lecz znacznie spadła, kiedy ustabilizowały się ceny żywności na poziomie krajowym. We wrześniu, gdy ustąpiła inflacja, a na świecie nasilał się kryzys finansowy, władze chińskie ukierunkowały swoje działania na wsparcie wzrostu gospodarczego. Ludowy Bank Chin zaczął łagodzić swoje stanowisko w kwestiach polityki pieniężnej: przeprowadził obniżki jednorocznych referencyjnych stóp procentowych kredytów i depozytów odpowiednio pięć i cztery razy o ogółem 216 i 189 punktów bazowych, poziom rezerwy obowiązkowej obniżono o 200-400 punktów bazowych w zależności od instytucji. Ponadto, w czwartym kwartale 2008 r., zatrzymano postępujący wzrost wartości renminbi w stosunku do dolara USA.

#### **AMERYKA ŁACIŃSKA**

W pierwszym półroczu 2008 r. gospodarka w Ameryce Łacińskiej rozwijała się dynamicznie (ok. 5% w Ameryce Południowej, lecz zaledwie 2,1% w Meksyku). Presje inflacyjne natomiast były podwyższone i rosły na przestrzeni roku. Inflacja w regionie zwiększyła się z wyjściowego poziomu 6,1% w 2007 r. do 8,7% w 2008 r. Kraje o sztywnych i względnie sztywnych kursach walutowych wykazały większą podatność na wyższą inflację niż te, które opierają swoją politykę na celu inflacyjnym. W pierwszym półroczu 2008 r. perspektywy gospodarcze potwierdzały wzmocnione podstawy makroekonomiczne, wysokie ceny surowców i nasilony popyt krajowy. Ze względu na te czynniki rosły jednak również presje inflacyjne. Od połowy września 2008 r. jednak, kiedy na świecie rozwinął się kryzys finansowy, pogorszyły się warunki finansowania zewnętrznego. Wzrosły zwłaszcza marże na swapach na zwłokę na spłatę długów państwowych państw Ameryki Łacińskiej, szczególnie w Argentynie i Wenezueli (odpowiednio o 4000 i 3000 punktów bazowych na koniec roku). Ponadto, waluty osłabły w stosunku do dolara USA, rynki akcji spadły o ok. 50% w ciągu roku, oraz wystąpiły niedobory płynności. Niedobory płynności szcze-

gólnie odczuły Brazylia i Meksyk. Na sytuację finansową obu tych gospodarek wpłynęły znaczne odpływy środków.

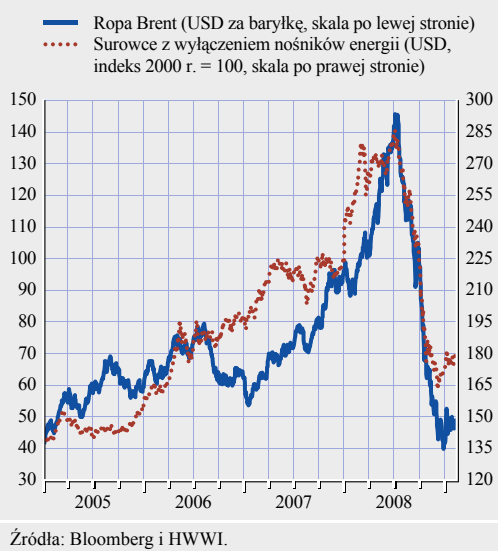
### GWALTOWNY SPADEK CEN SUROWCÓW W DRUGIM PÓŁROCZU 2008 R.

Na przestrzeni 2008 r. zmiany cen surowców śledzono z wielką uwagą. W pierwszym półroczu wciąż coraz bardziej drożała ropa, której cena 11 lipca doszła do poziomu maksimum 147,5 USD za baryłkę (zob. wykres 3). Następnie zaczęła jednak tanieć, a tendencję spadkową spotęgowały zawirowania na rynkach finansowych. Na koniec 2008 r. za baryłkę płacono 39,5 USD. Jeśli obliczyć równowartość w euro, odpowiada to w przybliżeniu poziomowi jaki zanotowano w grudniu 2004 r. W skali całego roku średnia cena ropy Brent wynosiła 98,3 USD, tj. 35% ponad średni poziom z poprzedniego roku.

W pierwszym półroczu bardzo zaostrzyły się warunki na rynku. Po stronie podaży przeprowadzono wielokrotną korektę w dół danych podaży dla państw spoza grupy OPEC. Aby sprostać popytowi, państwa z grupy OPEC zmuszone zostały do zwiększenia produkcji. Wolne moce produkcyjne w państwach z grupy OPEC obniżyły się wskutek tego do nadzwyczaj niskich poziomów, co wzmocniło obawy odnośnie ewentualnych zakłóceń dostaw uwarunkowanych względami geopolitycznymi. Z drugiej jednak strony, w dalszym ciągu dynamicznie wzrastał popyt. O ile za sprawą wzrostu cen zmniejszył się popyt w krajach OECD, o tyle zjawisko to nie wystąpiło we wschodzących gospodarkach. Dynamikę importu ropy zapewnił im ożywiony wzrost gospodarczy i dotacje rządowe. W tym kontekście, zmniejszyły się zapasy w krajach OECD, a ceny nadzwyczaj wrażliwie reagowały na wszelkie sprawdzone lub niesprawdzone doniesienia, które sugerowały, jakoby pogorszyć się warunki po podażowej stronie bilansu.

W połowie lipca zapasy w Stanach Zjednoczonych zaczęły asezonowo (ang. *counter-seasonally*) wzrastać, co dało następnie impuls do korekty cen. Obniżkę pogłębił jeszcze kryzys finansowy i jego wpływ na perspektywy gospo-

**Wykres 3 Ważniejsze zmiany wskaźników na rynkach surowców**



darze na świecie. Projekcje popytowe – również dla wschodzących gospodarek – skorygowano w efekcie znacznie w dół. W obliczu takiej sytuacji, OPEC starał się ustabilizować ceny poprzez znaczne obniżki podaży.

Na przestrzeni roku nadzwyczaj zmienne były również ceny surowców nieenergetycznych (zob. wykres 3). W pierwszym kwartale 2008 r. indeks znacznie wzrósł, w czym główny udział miały surowce rolne, a następnie wykazywał zmienność poziomą (ang. *moved sideways*). Gdy zaczęła tanieć energia, pociągnęło to za sobą spadek cen surowców nieenergetycznych, a późniejsze zawirowania finansowe uderzyły szczególnie w ceny metali. W ujęciu zagregowanym, ceny surowców nieenergetycznych (denominowane w dolarach USA) wzrosły średnio o około 14% w 2008 r. w porównaniu rokiem poprzednim.

## 2.2 SYTUACJA MONETARNA I FINANSOWA

### SPOWOLNIENIE WYSOKIEJ DYNAMIKI WZROSTU SZEROKIEGO AGREGATU PIENIĘŻNEGO W CIĄGU ROKU

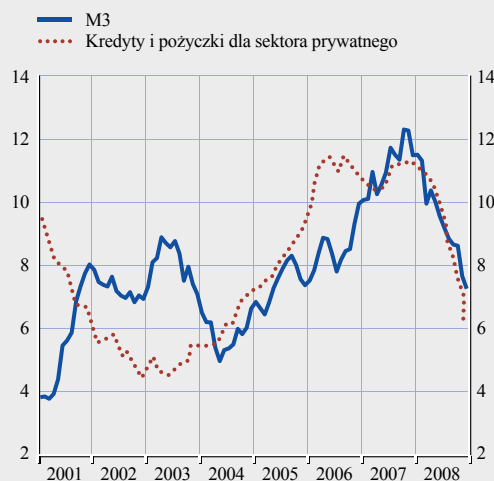
Po wzroście w czwartym kwartale 2007 r. tempo wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego i kredytów w strefie euro w 2008 r. uległo obniżeniu. Odzwierciedla to spadek rocznych stóp wzrostu szerokiego agregatu pieniężnego M3 oraz kredytów i pożyczek MIF dla sektora prywatnego, które spadły odpowiednio do 7,3% i 5,8% w grudniu 2008 r., czyli znacznie poniżej odnotowanych rok wcześniej wartości 11,5% i 11,2% (zob. wykres 4).

Pomimo stopniowego spowolnienia wzrost agregatu M3 w 2008 r. był nadal wysoki. Po części odzwierciedlało to efekt stymulujący wywołany przez dość płaski przebieg krzywej rentowości w strefie euro, co zachęcało inwestorów do odchodzenia od długoterminowych aktywów i inwestowania w krótkoterminowe instrumenty pieniężne (zwłaszcza depozyty terminowe MIF), które przy mniejszym ryzyku zapewniały porównywalny poziom rentowności. Jest mało prawdopodobne, aby tendencja ta utrzymała się, gdy nachylenie krzywej rentowności powróci do normy. Biorąc pod uwagę ten i inne skutki przejściowe, przy wykorzystaniu wszechstronnej analizy danych monetarnych, tempo ekspansji szerokiego agregatu pieniężnego na koniec roku utrzymywało się na wysokim poziomie. Dowodzi tego chociażby duży wzrost depozytów gospodarstw domowych.

Spowolnienie wzrostu szerokiego agregatu pieniądza i kredytów w 2008 r. w znacznej części wynikało ze wzrostu stóp procentowych, ogólnego zacieśnienia warunków finansowych i spowolnienia gospodarczego. Pomimo że utrzymujące się napięcia finansowe okresowo istotnie oddziaływały na poszczególne składniki i czynniki kreacji M3, te najbardziej podatne na charakter zaburzeń (np. wielkość udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego), to w ogólnym ujęciu zaburzenia finansowe nie ożywiły słabnącego tempa wzrostu szerokich agregatów pieniądza i kredytów.

Wykres 4 M3 a kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego

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



Źródło: EBC.

Wyniki badań sondażowych Eurosystemu na temat akcji kredytowej banków sugerują postępujące w całym 2008 r. zaostrzenie warunków udzielania kredytów. Szczegółowa analiza wpływu zaburzeń finansowych na analizę pieniężną w strefie euro omówiona jest w ramce 1.

### WPLYW NASILENIA SIĘ NAPIĘĆ NA RYNKU FINANSOWYM W POŁOWIE WRZEŚNIA NA SYTUACJĘ MONETARNĄ

Sytuacja, jaka rozwinęła się na rynku finansowym po upadłości banku Lehman Brothers w połowie września 2008 r., zmieniła zachowanie sektora bankowego i sektora utrzymującego zasoby pieniężne. Biorąc pod uwagę, że ewentualne nasilenie zaburzeń finansowych może mieć wpływ na ceny aktywów, zasoby, instytucje finansowe i poziom zaufania, prawdopodobnie znajdzie to różnorakie odzwierciedlenie w bilansie, zarówno pod względem intensywności, jak i czasu występowania. Tytułem przykładu, nasilenie napięć na rynku finansowym może skutkować przesunięciami w obrębie struktury portfela pomiędzy aktywami pieniężnymi i niepieniężnymi, jak również pomiędzy poszczególnymi instrumentami pieniężnymi. W efekcie trudno

## WPLYW NAPIĘCIA NA RYNKACH FINANSOWYCH NA KSZTAŁTOWANIE SIĘ SYTUACJI PIENIĘŻNEJ

Napięcia na rynku finansowym, które zaczęły się w sierpniu 2007 r. istotnie wpłynęły na kształtowanie się niektórych pozycji bilansu MIF w krótkim okresie. Niejednokrotnie przyczyniły się one do zwiększenia zmienności i wpłynęły na zmianę kierunku, w jakim ewoluowały te pozycje. W ramce omówiono przykłady zauważalnych skutków powyższych zmian, które występują w poszczególnych etapach okresu napięć. Można wyodrębnić 3 zasadnicze etapy: etap początkowy napięć obejmujący okres od sierpnia 2007 r. do lutego 2008 r. (w tym okresy niepewności z końca 2007 r.), etap od marca 2008 r. do połowy września 2008 r. i etap od połowy września 2008 r. do chwili obecnej, kiedy napięcia się nasiliły.

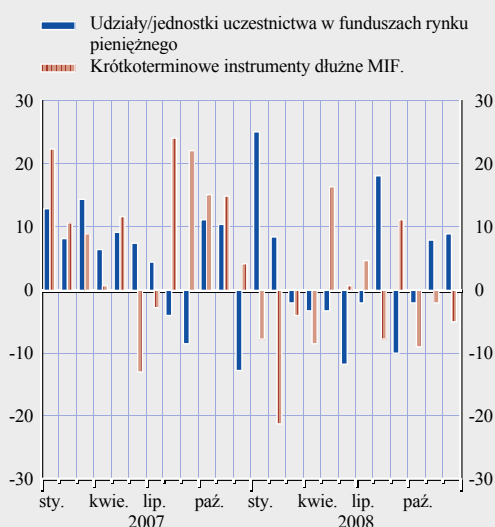
### Zauważalne oddziaływanie na składniki M3

Przykładem wyraźnego oddziaływania napięć na rynkach finansowych na składniki szerokiego agregatu pieniężnego M3 jest sposób, w jaki oddziałują one na instrumenty zbywalne, takie jak udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego lub krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe MIF. Wzrosła zmienność miesięcznych przepływów do tej i z tej kategorii instrumentów, przy czym można było wyraźnie wyodrębnić okresy odpływu i napływu (zob. wykres A). Większa zmienność zbiegała się ze znacznymi spadkami rocznego tempa wzrostu tych instrumentów.

W pierwszym etapie napięć nasiliła się niepewność, co potwierdził duży odpływ środków pieniężnych z funduszy rynku pieniężnego, zarówno w początkowej fazie napięć w sierpniu 2007 r., jak i ponownie w grudniu 2007 r., podsycany obawami dotyczącymi zaangażowania części funduszy rynku pieniężnego strefy euro w papiery wartościowe zabezpieczone aktywami. Wydaje się jednak, że w następnych miesiącach doszło do odwrócenia tendencji odpływu środków pieniężnych, a ponowny wzrost, jaki nastąpił w styczniu 2008 r., można uznać za największy wzrost odnotowany od momentu powstania Unii Walutowej. W drugim etapie miesięczne przepływy w większości były ujemne, ale niewielkie, a skumulowane odpływy zostały w zasadzie zrównoważone wysokimi wpływami w sierpniu, bezpośrednio przed nasileniem napięć. W trzecim etapie dominowały odpływy we wrześniu i w październiku, które w przeciwieństwie do odpływów, jakie nastąpiły w pierwszym etapie, spowodowane były wzrostem awersji do ryzyka związanego z funduszami rynku pieniężnego, która w szerszym

**Wykres A Miesięczne przepływy udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego oraz krótkoterminowych instrumentów dłużnych MIF**

(miliardy EUR, skorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.



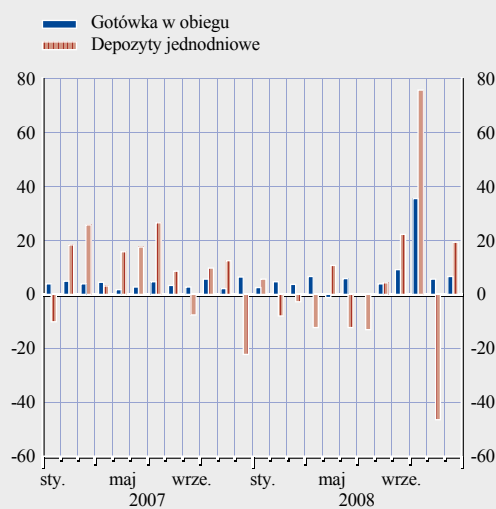
zakresie była skutkiem upadłości banku Lehman Brothers i strat poniesionych przez amerykańskie fundusze rynku pieniężnego, które inwestowały w bony komercyjne. Sytuację pogorszył dodatkowo fakt, że zachowanie banków w zakresie finansowania doprowadziło do przesunięcia środków z funduszy rynku pieniężnego do oferujących wyższą rentowność depozytów bankowych. W ostatnich 2 miesiącach roku, pomimo że rozszerzone rządowe programy gwarantowania depozytów nie obejmowały funduszy rynku pieniężnego, ponownie zanotowano dodatnie przepływy, co sugeruje, że rozwiane zostały obawy rezydentów strefy euro dotyczące ewentualnego upadku takich funduszy.

Sytuacja w zakresie krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych z terminem zapadalności do 2 lat stanowiła po części dokładne odzwierciedlenie sytuacji funduszy rynku pieniężnego, co wywierało ograniczony wpływ na krótkoterminowe zmiany szerszych agregatów pieniężnych. Uzasadnić to można atrakcyjną rentownością krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych. Z tego względu zwłaszcza inwestorzy instytucjonalni mogli w początkowym okresie utrzymywać je zamiast udziałów w funduszach rynku pieniężnego, które postrzegano jako narażone na ryzyko kredytowe kontrahenta. W drugim etapie instytucje kredytowe stopniowo uświadomiły sobie ryzyko kredytowe kontrahenta, co doprowadziło do nabywania przez sektory utrzymujące zasoby pieniężne znacznie mniejszej ilości krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych sektora MIF. W trzecim etapie nastąpił wzrost napływu dłużnych papierów wartościowych we wrześniu, jednak miesięczne przepływy okazały się ujemne w ostatnich 3 miesiącach 2008 r. Potwierdzało to niechęć sektora utrzymującego zasoby pieniężne do nabywania tych instrumentów.

W przeciwieństwie do instrumentów zbywalnych pozostałe składniki M3 tylko w niewielkim stopniu odczuły ten wpływ. Wpływ na M1 ujawnił się dopiero w trzecim etapie kryzysu, kiedy upadłość banku Lehman Brothers doprowadziła do rozszerzenia się niepokojów odnośnie stabilności systemów bankowych i wycofywania znacznych zasobów gotówki z banków strefy euro (zob. wykres B). W porównaniu z poprzednimi miesiącami w październiku 2008 r. ilość gotówki w obiegu wzrosła o ok. 35 mld euro. Przepływy ponownie wróciły do normy w listopadzie i grudniu, mimo że październikowy wzrost się nie zmienił, co sugeruje, że znaczna część dodatkowej gotówki w obiegu może w dużym stopniu odzwierciedlać popyt ze strony nierezydentów. Podobnie ewoluowały depozyty jednodniowe. W październiku kategoria ta znacznie wzrosła, gdyż wysoki poziom niepewności skłaniał podmioty utrzymujące zasoby pieniężne do utrzymywania swoich środków na depozytach, które odznaczają się wysoką płynnością. W tym względzie depozyty jednodniowe były wykorzystywane jako rozwiązanie przejściowe w celu zdeponowania środków przesuniętych z innych typów depozytów lub otrzymanych ze sprzedaży

### Wykres B Miesięczne przepływy gotówki w obiegu i depozytów jednodniowych

(miliardy EUR, skorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

długoterminowych papierów wartościowych i papierów wartościowych z prawem do kapitału. Napływ środków do depozytów jednodniowych uległ odwróceniu w listopadzie po ogłoszeniu rządowych działań dla wsparcia systemów bankowych, a tym samym znowu zaczęto kierować się względami rentowności w lokowaniu środków. Ponowny napływ środków odnotowano w grudniu, jednak mogło to po prostu sygnalizować chęć podmiotów utrzymujących zasoby pieniężne – i niemonetarnych pośredników finansowych innych niż firmy ubezpieczeniowe oraz funduszy emerytalnych (pozostałych pośredników finansowych – OFI) w szczególności – do trzymania płynnych aktywów na przełomie roku.

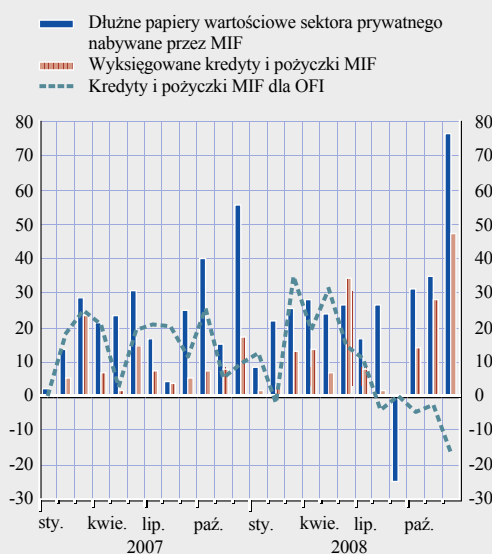
### Zauważalne oddziaływanie na czynniki kreacji M3

W zakresie czynników kreacji M3 dynamika akcji kredytowej ogółem dla sektora prywatnego nie zmieniła się w większym stopniu w następstwie zaburzeń na rynkach finansowych. Bardziej zauważalne były jednak zmiany na poziomie jej poszczególnych segmentów.

Zwłaszcza strumienie kredytów i pożyczek dla pozostałych pośredników finansowych (OFI) były szczególnie dynamiczne w pierwszym etapie napięć. Potwierdzało to, że spółki inwestycyjne utworzone przez banki (ang. *conduits*) i sklasyfikowane jako OFI, w obliczu nasilonej niechęci inwestorów do ich finansowania, wykorzystywały linie kredytowe przyznane przez sponsorujące je banki (zob. wykres C). Dynamika przepływów kredytów utrzymała się przez większą część drugiego etapu. Prawdopodobnie w coraz większym stopniu wynikała ona z krótkoterminowego zapotrzebowania na finansowanie i konieczności gromadzenia buforów płynności przez fundusze inwestycyjne. O ile w pierwszym etapie MIF finansował swoje spółki inwestycyjne w sektorze OFI w sposób bezpośredni poprzez udzielanie im pożyczek, o tyle w drugim etapie realizował ten cel poprzez nabywanie ich dłużnych papierów wartościowych. Przybiegało to w coraz większym stopniu formę „nierozliczonych transakcji sekurytyzacyjnych” (ang. *retained securitisation operations*) polegających na sprzedaży przez MIF części swojego portfela kredytów spółkom celowym (ang. *special purpose vehicles*) i odkupieniu papierów wartościowych tych spółek celem wykorzystania ich jako zabezpieczenia w operacjach Eurosystemu. Prowadziło to do zmniejszenia się udziału pożyczek w ogólnej ilości kredytów MIF i odpowiedniego zwiększenia udziału dłużnych papierów wartościowych. Podczas trzeciego etapu napięć nierozliczone transakcje sekurytyzacyjne i ich wpływ na bilanse MIF nabrały jeszcze większego znaczenia, ponieważ zwiększył się zakres, w jakim MIF wykorzystywały dłużne papiery wartościowe celem pozyskania płynności w Eurosystemie. Jednocześnie zmniejszyła się akcja kredytowa na rzecz OFI, co odzwierciedlało

**Wykres C Miesięczne przepływy kredytów i pożyczek do OFI, dłużne papiery wartościowe nabytych przez MIF oraz wyksięgowane kredyty i pożyczki MIF**

(miliardy EUR, skorygowane efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

spadek w zakresie pośrednictwa w związku ze spowolnieniem realnej działalności.

Duża liczba transakcji sekurytyzacyjnych, zwłaszcza w drugim i trzecim etapie napięć, wywarła także wpływ na dynamikę kredytów dla sektora prywatnego (szczególnie w zakresie pożyczek dla gospodarstw domowych), ponieważ wyksiegowanie sekurytyzowanych kredytów obniżyło przepływy kredytów netto nawet o 35 mld euro w skali miesiąca. Sugerowało to, że prywatny sektor niefinansowy miał trudniejszy dostęp do finansowania, niż faktycznie miało to miejsce. Pomimo spadającego tempa wzrostu kredytów dla sektora prywatnego ich udział w zmianach strumieni wpływających i wypływających do aktywów MIF był na ogół stabilny. Do zmienności przepływów aktywów MIF przyczyniły się głównie inne aktywa niż kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego (zob. wykres D). Sytuacja ta zmieniła się jednak w ostatnich 2 miesiącach roku, gdy przepływy pożyczek dla sektora prywatnego były ujemne nawet po uwzględnieniu wpływu transakcji sekurytyzacyjnych. Sytuację tę można wytłumaczyć znacznym zmniejszeniem dźwigni kredytowej pod koniec roku w celu „ulepszania” bilansów.

### Wnioski

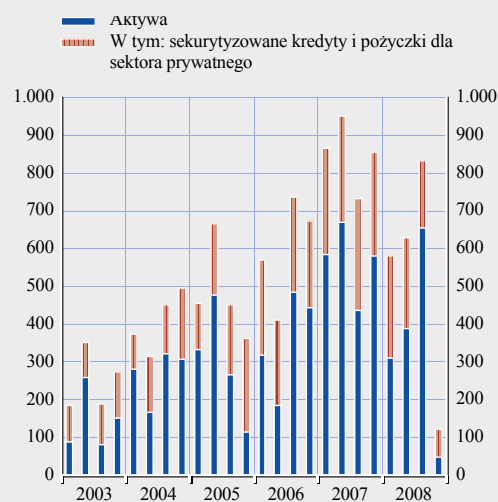
Okres trwających napięć na rynkach finansowych zapoczątkował duże krótkoterminowe zmiany w zakresie poszczególnych składników szerokiego agregatu pieniężnego i kredytów. Z jednej strony utrudniło to wyodrębnienie kluczowych trendów monetarnych, ale jednocześnie umożliwiło dokładne zrozumienie warunków panujących w sektorze finansowym i dotyczących dostępności środków finansowych dla sektora niefinansowego.

przewidzieć, jakie będzie całościowe oddziaływanie opisywanej powyżej sytuacji.

Jak wynika z danych dostępnych do grudnia 2008 r., w miarę jak zaostrzały się napięcia finansowe, dochodziło do istotnych przesunięć pomiędzy różnymi składnikami szerokiego agregatu pieniężnego. Wrzesień i październik, na przykład, przyniosły znaczne zwiększenie wpływów do wąskiego agregatu M1. Potwierdzało się tym samym, że w środowisku finanso-

### Wykres D Aktywa w posiadaniu instytucji kredytowych oraz kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego

(przepływy kwartalne, miliardy EUR, skorygowane o efekty sezonowe)



Źródło: EBC.

wym nacechowanym niepewnością (m.in. niepewnością co do kondycji sektora bankowego) wzrosło zapotrzebowanie na płynne aktywa, co prowadziło do odwrócenia ogólnego trendu w zakresie agregatu M1. Łączny wpływ powyższych tendencji na stopę zasadniczego M3 był jednak stosunkowo niewielki, szczególnie rozpatrując płynność z perspektywy kilkumiesięcznej. Ogólny wpływ podstawowego agregatu M3 był jednak nieznaczny, szczególnie jeśli bierze się pod uwagę zmienność w ujęciu

miesiąc do miesiąca. Ponadto, chociaż banki zmuszone były korzystać z różnych mechanizmów finansowania (o czym świadczą emisje i zasoby dłużnych papierów wartościowych), niewiele wskazuje na to, że od połowy września gwałtownie załamała się podaż kredytów bankowych, co sugerowałoby, że wysycha stru-

mień kredytów i pożyczek dla prywatnego sektora niefinansowego, pomimo faktu, że zmiany w skali miesiąca od tamtego czasu nie były już tak duże. Wyniki badań sondażowych Eurosystemu na temat akcji kredytowej banków wskazują jednak na postępujące zaostrzenie warunków udzielania kredytów.

## Ramka 2

### RYNEK PIENIĘŻNY W STREFIE EURO WOBEC ZABURZEŃ NA RYNKU FINANSOWYM

Zaburzenia na rynkach finansowych, które rozpoczęły się w sierpniu 2007 r. trwały w 2008 r., i nasiliły się jesienią 2008 r. Zagroziło to poważnie funkcjonowaniu międzybankowego rynku pieniężnego i systemowi zarządzaniu płynnością w ramach Eurosystemu. W ramce zostało przedstawione, jak w 2008 r. kształtowała się sytuacja w głównych segmentach rynku pieniężnego w strefie euro, odniesiono te zmiany do podstawowych czynników na światowych rynkach finansowych i wytłumaczono decyzje Eurosystemu dotyczące zarządzania płynnością, które zostały podjęte w reakcji na napięcia.

#### Źródła kryzysu

W sierpniu 2007 r. światowy system finansowy wszedł w okres poważnych zaburzeń spowodowanych przede wszystkim wpływem, jaki wzrost wskaźników niespłaconych kredytów na rynku kredytów hipotecznych podwyższonego ryzyka w Stanach Zjednoczonych wywierał na wycenę szerokiego zakresu papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. Ze względu na skomplikowaną i niejasną konstrukcję strukturyzowanych papierów wartościowych, oraz niejednokrotnie brak ceny rynkowej tych instrumentów, produkty te trudno było wycenić. To niekorzystnie wpłynęło na ogólną ocenę bilansów banków. Mówiąc dokładnie, inwestorzy wycofywali się z uczestnictwa w strukturyzowanych funduszach inwestycyjnych (SIV) i ze spółek inwestycyjnych utworzonych przez banki, opartych na papierach wartościowych zabezpieczonych aktywami pochodzącymi z sekurytyzacji kredytów hipotecznych podwyższonego ryzyka w Stanach Zjednoczonych i niechętnie utrzymywali lub prolongowali bony komercyjne zabezpieczone aktywami (ABCP) wyemitowane przez te spółki inwestycyjne. W konsekwencji banki stanęły więc przed ryzykowną koniecznością przywrócenia do swojego bilansu strukturyzowanych funduszy inwestycyjnych (SIV) lub finansowania tych funduszy i spółek inwestycyjnych typu *conduits* emitujących ABCP. W miarę jak narastał niepokój banków odnośnie ich płynności i bilansów, coraz powściągliwiej pożyczwały sobie środki w ramach wzajemnego finansowania międzybankowego. Ze względu na skomplikowaną i nieprzejrzystą strukturę wielu instrumentów finansowych rosła niechęć banków do uczestnictwa w transakcjach międzybankowych. Z jednej strony powątpiewały one w zdolność kredytową swoich ewentualnych kontrahentów, z drugiej natomiast same nie miały do końca jasnego obrazu swoich zaangażowań (w zakresie kapitału i płynności) w strukturyzowane fundusze i spółki inwestycyjne typu *conduits*. Zaczęły więc zatrzymywać płynność dla siebie. Międzybankowy rynek pieniężny zmniejszył swoją płynność, co w szczególności zakłóciło

funkcjonowanie rynków niezabezpieczonych depozytów terminowych (gdyż banki niepokoili się możliwą ekspozycją na ryzyko swoich kontrahentów), rynków transakcji z przyrzeczeniem odkupu sektora pozarządowego, rynków bonów komercyjnych i rynków swapów walutowych.

Chociaż od tego czasu znacznie lepiej rozpoznano i wyceniono ryzyko związane ze złożonymi papierami wartościowymi w samym epicentrum zaburzeń rynkowych, wciąż niewiele wiadomo, jakie straty w ostatecznym rozrachunku poniosą inwestorzy i instytucje finansowe na świecie. Lata 2007-2008 przyniosły zatem rynkom pieniężnym znaczne obciążenia.

### **Rozwój kryzysu w 2008 r.**

Przy analizie zjawisk na rynkach pieniężnych w 2008 r. warto wyodrębnić 4 zasadniczo odmienne okresy: styczeń – luty, marzec – czerwiec, czerwiec – wrzesień. i okres od września. Dla każdego z nich opisano decydujące wydarzenia, reakcje rynku i działania podjęte przez EBC.

#### **Styczeń – luty 2008 r.**

Pierwszy okres obejmuje 2 pierwsze miesiące 2008 r., w czasie których na rynku pieniężnym strefy euro nie doszło do znaczących zaburzeń. Niezabezpieczone transakcje rynku pieniężnego nadal cechowała zmienność, a stopy procentowe generalnie obniżały się z najwyższych wartości z końca 2007 r., w miarę jak wygaszały efekty z końca roku (zob. wykres 9). Ze względu na brak zmian w polityce pieniężnej EBC stopy zabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego utrzymały stabilny poziom. W konsekwencji więc, generalnie zbliżyły się do siebie poziomem stopy procentowe zabezpieczonych i niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego (zob. wykres 10).

W 2008 r. EBC w dalszym ciągu koncentrował się na oddzieleniu decyzji w zakresie polityki pieniężnej i zarządzania płynnością, co miało zagwarantować sprawne funkcjonowanie rynków. Europejski Bank Centralny kontynuował politykę przydzielania płynności ponad kwotę porównawczą w podstawowych operacjach refinansujących, stawiając sobie w dalszym ciągu za cel zapewnienie zrównoważonych warunków na koniec okresu utrzymywania rezerw. Ponadto EBC wydłużył okres zapadalności prowadzonych przez siebie operacji. Zwiększył w tym celu kwoty środków przydzielanych w ramach dłuższych operacji refinansujących kosztem podstawowych operacji refinansujących. Chciał przez to złagodzić warunki zawierania transakcji na terminowych rynkach pieniężnych i przeprowadzał operacje dostrajające pod koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, aby zniwelować nierównowagę w zakresie płynności. Podczas całego tego okresu EBC w pełni wykorzystał elastyczność w ramach systemu wdrożeniowego. Takie warunki płynnościowe utrzymały się do września. W efekcie więc efektywna stopa procentowa EONIA kształtowała się na poziomie zbliżonym do minimalnej oferowanej stopy procentowej w podstawowych operacjach refinansujących, przy dość wysokiej jednak zmienności (zob. wykres A).

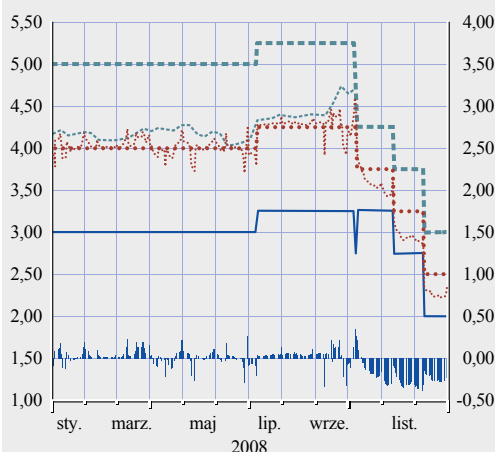
#### **Marzec – czerwiec 2008 r.**

W połowie marca upadłość Bear Stearns, jednego z największych banków inwestycyjnych na świecie i brokera zajmującego się obrotem papierami wartościowymi w Stanach Zjednoczonych, spowodowała nasilenie się napięć na rynku. Wzrosły też obawy dotyczące dalszych strat sektora bankowego, pogorszenia warunków makroekonomicznych i wzrostu cen ropy naftowej. Stan taki

## Wykres A Stopy procentowe EBC a jednolita stopa procentowa

(oprocenowanie roczne, dane dzienne)

- Rozpiętość pomiędzy stopą EONIA a stopą MBR/stałą stopą dla podstawowych operacji refinansujących (skala po prawej stronie)
- ..... Minimalna oferowana stopa (MBR)/stała stopa dla podstawowych operacji refinansujących
- Krańcowa stopa procentowa (skala po lewej stronie)
- Oprocentowanie depozytów (skala po lewej stronie)
- ..... Jednolita stopa procentowa (EONIA) (skala po lewej stronie)
- Krańcowa stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących (skala po lewej stronie)



Źródła: EBC, Bloomberg oraz Reuters.

### Czerwiec – wrzesień 2008 r.

Od połowy czerwca do połowy września 2008 r. rynki ogólnie się ustabilizowały. Dalsze wydarzenia związane ze stabilnością finansową w pozostałych innych głównych gospodarkach (jak przejście 7 września przez rząd USA firm korzystających ze wsparcia finansowego budżetu państwa, Fannie Mae i Freddie Mac) nie wywołały poruszenia na rynkach pieniężnych. Pomimo napięć rynki transakcji niezabezpieczonych były stabilniejsze. Nieznacznie wzrosły stopy procentowe na rynkach transakcji zabezpieczonych, na podstawie decyzji Rady Prezesów z 3 lipca, o zwiększeniu minimalnej oferowanej stopy procentowej w podstawowych operacjach refinansujących do 4,25%. Tak więc, w ciągu 3 miesięcy stopy procentowe transakcji zabezpieczonych i niezabezpieczonych zbliżyły się do siebie, nie tak blisko jednak jak w styczniu i lutym. W okresie od lipca do początku września stopy EONIA przejawiały niską zmienność, gdy napięcia pojawiały się ponownie, jeszcze przed wydarzeniami z połowy września.

### Okres od września 2008 r.

W połowie września rozpoczął się bardziej burzliwy okres. To pod jego silnym wpływem kształtowało się zachowanie rynków pieniężnych aż do końca roku. Napięcia powróciły z niespotykaną siłą w połowie września, kiedy w przeciągu zaledwie kilku dni rynki obserwowały, jak swe aktywa wyprzedawał Merrill Lynch, upadł bank Lehman Brothers (dwa z czterech pozosta-

utrzymał się mniej więcej do połowy czerwca. W tym okresie znacznie wzrosły stopy procentowe niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego, szczególnie stopy długoterminowe. Sytuacja ta potwierdziła po części, że z jednej strony nasilają się napięcia na rynkach pieniężnych, szczególnie dla długich terminów zapadalności, a z drugiej strony rynek zwiększał oczekiwania odnośnie przyszłych podstawowych stóp procentowych EBC, które w tamtym okresie były wyższe w odniesieniu do drugiego półrocza 2008 r., a więc miało to większy wpływ na stopy o dłuższych terminach zapadalności. Stopy procentowe transakcji zabezpieczonych nadal były zasadniczo stabilne, tak więc rozpiętość stóp pomiędzy transakcjami zabezpieczonymi a niezabezpieczonymi w znacznym stopniu kształtowała ta druga kategoria. Jak wskazywały wyższe stopy krańcowe podstawowych operacji refinansujących, w omawianym okresie stopy EONIA przejawiały większą zmienność i wzrosło też zapotrzebowanie na płynność z Eurosystemu. Dzięki dalszym działaniom Eurosystemu w zakresie płynności, w znacznym stopniu udało się odpowiedzieć na te potrzeby.

łych na rynku globalnych banków inwestycyjnych), rząd USA awaryjnie dokapitalizował AIG, czołowego amerykańskiego ubezpieczyciela, a federalna agencja regulacyjna zajęła Washington Mutual, największą w Stanach Zjednoczonych kasę oszczędnościowo-kredytową. W październiku oddziaływanie rozprzestrzeniających się niekorzystnych zjawisk finansowych (ang. *spillover effects*) było odczuwalne w strefie euro, a rynki pieniężne doznały dalszych napięć w wyniku gwałtownego spadku na rynkach akcji w sytuacji pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego.

Wzmogły się znacznie napięcia na rynkach, a premie za ryzyko kredytowe przewyższyły poziom obserwowany wcześniej w okresie zaburzeń finansowych. Stopy procentowe niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego gwałtownie wzrosły, szczególnie dla transakcji o długich terminach zapadalności, po ogłoszeniu upadłości banku Lehman Brothers, co wywołało efekt domina w sektorze bankowym strefy euro. Zmienność implikowana obliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe *futures* na 3-miesięczną stopę EURIBOR, która spadała w okresie od marca do września gwałtownie, wzrosła w połowie września, osiągając nienotowane wcześniej poziomy w październiku (zob. wykres B).

Eurosystem odpowiedział w sposób szybki zdecydowany na ponowne, ostre nasilenie zaburzeń. Rada Prezesów wprowadziła wiele doraźnych zmian do swoich podstawowych zasad uruchamiania płynności, starając się szczególnie ugruntować swoją funkcję pośrednika i zabezpieczyć rynki przed ryzykiem płynności. Konkretnie 8 października Eurosystem w trybie nadzwyczajnym podjął decyzję o tymczasowym prowadzeniu swoich podstawowych operacji refinansujących w formie przetargów o stałej stopie procentowej i z pełnym przydziałem środków według stopy podstawowych operacji refinansujących oraz zawęził korytarz oprocentowania swoich operacji depozytowo-kredytowych na koniec dnia z 200 do 100 punktów bazowych względem podstawowej stopy operacji refinansujących (decyzja ta została odwołana 18 grudnia z terminem obowiązywania od 21 stycznia 2009 r.). Co więcej, 15 października Eurosystem zdecydował się przedłużyć długoterminowe refinansowanie aż do pierwszego kwartału 2009 r. oraz rozszerzyć zakres zabezpieczeń. Jednocześnie rządy europejskich krajów strefy euro skoordynowały podejmowane przez siebie działania na rzecz wsparcia wypłacalności sektora bankowego.

**Wykres B Implikowana zmienność wyliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe futures na 3-miesięczną stopę EURIBOR z terminem realizacji w marcu 2009 r.**

(oprocenowanie roczne, punkty bazowe, dane dzienne)



Źródła: Bloomberg, Reuters oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Punkty bazowe obliczono jako iloczyn zmienności implikowanej wyrażonej w procentach i odpowiadającej jej stopie procentowej (por. ramkę zatytułowaną *Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rate futures* w "Biuletynie Miesięcznym" EBC z maja 2002 r.

W rezultacie od października 2008 r. ponownie obniżyły się stopy procentowe niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego, które spadły one poniżej poziomów notowanych wcześniej w ciągu roku, czemu sprzyjały oczekiwania rynku na dalsze cięcia podstawowych stóp procentowych EBC w nadchodzących miesiącach. Obniżała się także implikowana zmienność obliczana na podstawie opcji na kontrakty terminowe *futures* na 3-miesięczną stopę EURIBOR, choć pozostała ona znacznie powyżej poziomów sprzed września.

W tygodniach po upadku banku Lehman Brothers uwidoczniła się nadzwyczaj duża i nienotowana uprzednio rozpiętość pomiędzy 3-miesięcznymi stopami procentowymi dla niezabezpieczonych i zabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego. W omawianym okresie stopy procentowe zabezpieczonych i niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego oddalały się od siebie. Stopy transakcji zabezpieczonych ulegały szybkim spadkom, gdyż oczekiwano cięć podstawowych stóp procentowych. Tendencja utrzymała się od końca października do końca roku, co było zgodne z obniżkami podstawowych stóp procentowych EBC i oczekiwaniami rynku na dalsze obniżki. Od końca października równoległe obniżały się rynkowe stopy procentowe zabezpieczonych i niezabezpieczonych transakcji, co oznaczało, że utrzymała się dość duża i zmienna rozpiętość pomiędzy nimi.

Tytułem podsumowania, z analizy stóp procentowych dla najkrótszych terminów zapadalności wynika, że na skutek zaburzeń w okresie wrzesień – październik banki gwałtownie zwiększyły swoje potrzeby płynnościowe. Tę tezę potwierdza znaczna rozpiętość pomiędzy stopą krańcową i minimalną oferowaną stopą procentową dla podstawowych operacji refinansujących. Skłoniło to Eurosystem do dostarczenia znacznej płynności, co obniżyło stopę EONIA do poziomu niższego od stopy podstawowych operacji refinansujących. Przed wprowadzeniem nowych zasad ramowych spadki niwelowano pod koniec każdego okresu utrzymywania rezerw. Od kiedy jednak zmodyfikowano je w połowie października i w listopadzie, stopa EONIA przez większą część okresu utrzymuje się poniżej stałej stopy podstawowych operacji refinansujących, przy dużych dostawach płynności na rynki.

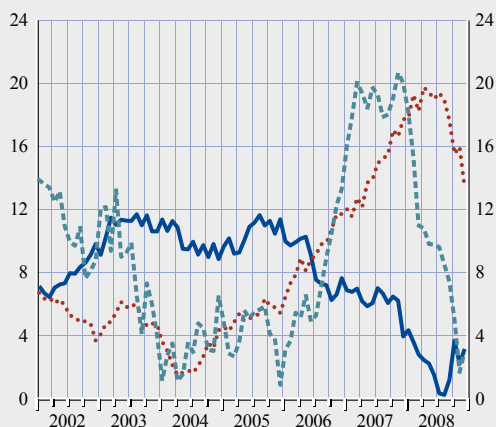
Rok 2008 na rynkach pieniężnych strefy euro zaznaczył się generalnie wysoką zmiennością i znacznymi wyzwaniem. Napięcia na rynkach finansowych szczególnie nasiliły się w porównaniu z 2007 r. zwłaszcza w czwartym kwartale 2008 r., kiedy sektory bankowy i finansowy odczuły wiele niekorzystnych wstrząsów. Wraz z tym wciąż pogarszały się warunki makroekonomiczne. Obciążało to znacznie już i tak niestabilne rynki finansowe. W konsekwencji więc w czwartym kwartale 2008 r. napięcia na rynku pieniężnym okazały się silniejsze i dłużej oddziaływały na stopy rynku pieniężnego. Jednak Eurosystem zintensyfikował starania, żeby zagwarantować uczestnikom rynku dostęp do płynności. W połączeniu z działaniami rządów pomogło to uniknąć dalszego pogorszenia sytuacji w sektorze bankowym. W tym zakresie, na przestrzeni całego roku EBC w pełni wykorzystał elastyczność przysługującą mu w ramach kompetencji. W dalszym ciągu w swoich komunikatach podkreślał, jak istotne znaczenie dla zapewnienia sprawnego funkcjonowania rynków ma utrzymanie oddzielenia decyzji polityki pieniężnej od zarządzania płynnością. Nastawienie polityki pieniężnej było ukierunkowane na realizację celu stabilności cen, a działania w zakresie zarządzania płynnością zmierzały do zapewnienia ciągłości prowadzonej działalności i płynnego funkcjonowania rynków pieniężnych.



**Wykres 5 Główne składniki M3**

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

- M1
- ..... Inne depozyty krótkoterminowe (M2 - M1)
- - - Instrumenty zbywalne (M3 - M2)

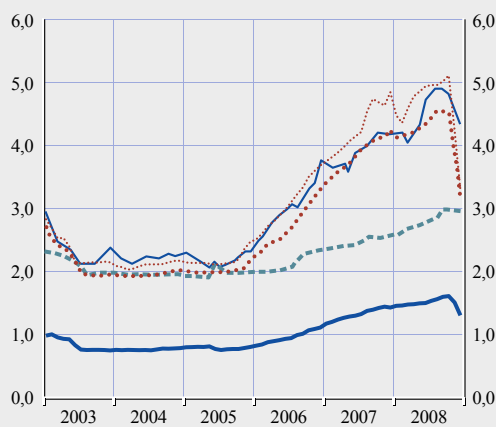


Źródło: EBC.

**Wykres 6 Stopy procentowe sektora MIF dla depozytów krótkoterminowych a stopy procentowe rynku pieniężnego**

(oprocentowanie roczne)

- Depozyty jednodniowe
- ..... Depozyty z uzgodnionym terminem zapadalności do 1 roku
- - - Depozyty z uzgodnionym terminem wykupu za wypowiedzeniem do 3 miesięcy
- Depozyt z uzgodnionym terminem zapadalności od 1 roku do 2 lat
- ..... 3-miesięczna stopa EURIBOR



Źródło: EBC.

### WPLYW PŁASKIEJ KRZYWEJ DOCHODOWOŚCI NA SKŁADNIKI AGREGATU M3

Po stronie składników, do trzeciego kwartału 2008 r. trwało dalsze ograniczenie rocznej stopy wzrostu M1. W sierpniu osiągnęła ona 0,2%, a więc kształtowała się znacznie poniżej wartości ok. 6% odnotowanej w czwartym kwartale 2007 r. Spowolnienie to odzwierciedlało przede wszystkim sytuację w kategorii depozytów jednodniowych, które w trzecim kwartale 2008 r. w ujęciu rocznym wyrażały się wartością ujemną. Wzrost M1 w 2008 r. nadal podlegał ujemnemu wpływowi wynikającemu ze wzrostu kosztów utraconych możliwości utrzymywania zasobów M1 w związku z podwyżkami stóp procentowych od grudnia 2005 r. Efekt ten został po części zrównoważony dążeniem inwestorów, aby w kontekście zaburzeń na rynku finansowym utrzymać agregat M1 w charakterze bufora bezpieczeństwa. Jak się jednak wydaje, od kiedy w połowie września nasiliły się napięcia na rynku finansowym, agregat M1 zyskał nieco dynamiki (zob. ramka 2).

W 2008 r. najbardziej dynamicznym składnikiem M3 pozostały depozyty krótkoterminowe z wyłączeniem depozytów jednodniowych (tj. M2 - M1). Po okresie wysokiej dynamiki utrzymującej się od połowy 2004 r., która – na nieco niższym poziomie – trwała w pierwszym półroczu 2008 r., w drugim półroczu 2008 r. roczna stopa wzrostu depozytów krótkoterminowych z wyłączeniem depozytów jednodniowych spadła w grudniu 2008 r. do 13,3% (zob. wykres 5). Na przestrzeni 2008 r. depozyty tej kategorii zwiększały swój udział w rocznym wzroście M3 i w trzecim kwartale 2008 r. doszły do poziomu 7,4 punktów procentowych. Po części skompensowało to spadki pozostałych składników M3. W czwartym kwartale 2008 r., kiedy spadło tempo wzrostu, kategoria ta wyhamowała swoją dynamikę. Wysoki wzrost przesłaniają jednak różnorodne tendencje w obrębie poszczególnych składników, ponieważ dużemu napływowi depozytów krótkoterminowych (tj. depozytów z uzgodnionym terminem zapadalności do 2 lat), które wzrastały w rocznym

tempie ok. 40% w 2008 r., towarzyszył ciągły spadek zasobów depozytów z terminem wykupu za wypowiedzeniem do 3 miesięcy, które obniżyły się średnio o ponad 2% w ciągu roku.

Do czwartego kwartału 2008 r. dochodowość lokat krótkoterminowych wynikała w zasadzie ze wzrostu krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego. Innymi słowy, wzrosła rozpiętość dochodowości krótkoterminowych lokat oszczędnościowych w porównaniu z depozytami jednodniowymi, których dochodowość rosła wolniej i była bardziej ograniczona (zob. wykres 6). Nasiliła się dzięki temu dynamika przesunięć w obrębie M3, tj. przesunięć z M1 i lokat oszczędnościowych w stronę lokat terminowych. Jednocześnie, przy stosunkowo małym nachyleniu krzywej dochodowości, lokaty krótkoterminowe zapewniają dochodowość podobną do dochodowości aktywów długoterminowych. Ze względu na fakt, że aktywa długoterminowe charakteryzują się mniejszą płynnością i nieco większym ryzykiem, płaska krzywa dochodowości podnosi na ogół atrakcyjność aktywów pieniężnych spoza M3. W czwartym kwartale roku ponownie nasiliły się napięcia finansowe i depozyty terminowe zyskały na atrakcyjności. Jednocześnie banki dążyły do pozyskania tej kategorii depozytów w sytuacji utrudnionego dostępu do finansowania z hurtowych rynków pieniężnych i uzyskania bankowych gwarancji dla depozytów.

Roczny wzrost dynamiki instrumentów zbywalnych (M3 - M2), który trwał nieprzerwanie w 2007 r., na przestrzeni 2008 r. poważnie spowolnił, osiągając niski poziom 1,7% w listopadzie, a następnie zyskując nieznacznie i osiągając 3% w grudniu, co oznaczało spadek z 20,0% w grudniu 2007 r. Zmiany w tych instrumentach wynikały przede wszystkim ze znacznych spadków rocznych stóp wzrostu udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego, a także dłużnych papierów wartościowych z terminem zapadalności do 2 lat. Wskutek tego udział instrumentów zbywalnych w rocznym wzroście M3 zmniejszył się z 2,7 punktów procentowych w czwartym kwartale

2007 r. do 0,6 punktów procentowych w czwartym kwartale 2008 r.

### UTRZYMUJĄCA SIĘ WYSOKA DYNAMIKA WZROSTU ZASOBÓW PIENIĘŻNYCH SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

Do najszerszego agregatu składników M3, dla którego dostępne są wiarygodne dane w rozbięciu na sektory utrzymujące zasoby pieniężne zaliczają się depozyty krótkoterminowe i umowy z przyrzeczeniem odkupu (zwane dalej depozytami M3). W grudniu 2008 r. roczna stopa wzrostu depozytów M3 sektora gospodarstw domowych, który w największym stopniu przyczynił się do wzrostu depozytów M3, wyniosła 8,8% (zob. wykres 7). W ten oto sposób obserwowana od połowy 2004 r. tendencja zwyżkowa depozytów M3 utrzymywała się w 2008 r., mimo że w miarę jak spowalniała gospodarka, wykazywała ona oznaki stabilizacji. Utrzymująca się ożywiona dynamika wzrostu depozytów M3 sektora gospodarstw domowych – składnika sektorowego, który obejmuje większość tradycyjnych depozytów bankowych, najmniej dotkniętych innowacjami finansowymi – potwierdza pogląd, że wzrost szerokiego agregatu pieniężnego był nadal silny na koniec 2008 r.

Wykres 7 Depozyty wg sektorów

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



Źródło: EBC.

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

Z kolei wzrost dynamiki rocznej stopy wzrostu depozytów M3 utrzymywanych przez przedsiębiorstwa wyrównał się w połowie 2007 r., nieznacznie osłabł w drugim półroczu tego roku i kontynuował spadek w 2008 r., aby w grudniu ukształtował się na poziomie 0,3%, co oznaczało spadek z 11,3% na zakończenie 2007 r. Może to odzwierciedlać znaczne i postępujące pogorszenie się przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwach, zważywszy na cykliczny charakter popytu tego sektora na środki pieniężne. Może to także wskazywać, że przedsiębiorstwa wykorzystują przepływy pieniężne, aby zrekompensować zmniejszoną dynamikę kredytów. Stopa wzrostu depozytów M3 również wykazywała znaczną zmienność na przestrzeni roku i spadła o ponad 5 punktów procentowych, osiągając w grudniu 17,5% w stosunku rocznym. Roczna dynamika depozytów M3 sektora OFI utrzymała się jednak na znacznie wyższym poziomie niż w pozostałych sektorach. Prawdopodobnie świadczyło to o tym, że bio-

racę pod uwagę otoczenie finansowe, fundusze inwestycyjne musiały utrzymywać odpowiedni poziom gotówki, który będzie stanowił bufor bezpieczeństwa (ang. *cash buffers*), na zaspokojenie ewentualnych transakcji wykupu. Bufory te mogły być także wzmocnione pożyczkami od macierzystych MIF.

### UMIARKOWANY WZROST AKCJI KREDYTOWEJ DLA SEKTORA PRYWATNEGO

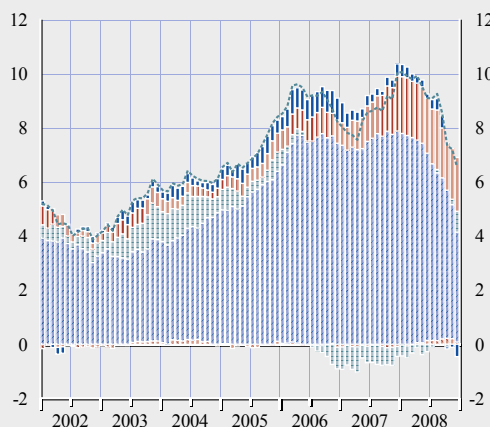
Po umocnieniu się w 2007 r. roczna stopa wzrostu akcji kredytowej sektora MIF dla rezydentów strefy euro zmniejszyła się w 2008 r. i spadła z 10,1% w grudniu 2007 r. do 6,5% w grudniu 2008 (zob. wykres 8). Potwierdzało to w pierwszym rzędzie znaczny spadek rocznego tempa wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, natomiast roczne tempo wzrostu kredytów dla instytucji rządowych i samorządowych było dodatnie. Tempo wzrostu za 3 miesiące, będące wskaźnikiem zmian krótkoterminowych, w ujęciu rocznym wykazało większy spadek – z 12% w grudniu 2007 r. do 6,9% we wrześniu 2009 r. i 3,9% w grudniu 2008 r.

Nieznacznie wzrosła zwłaszcza akcja kredytowa sektora MIF dla instytucji rządowych i samorządowych, w szczególności w drugim półroczu, natomiast wielkość zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych w portfelach sektora MIF na początku roku spadła, a następnie silnie wzrosła w ostatnim kwartale. Należałoby także wspomnieć, że pod koniec roku zaobserwowano pewną zmienność przy czym we wrześniu i październiku zanotowano spadek zasobów rządowych papierów wartościowych utrzymywanych przez sektor MIF. Spadek ten wiąże się zmniejszeniem dźwigni finansowej przez instytucje finansowe wobec płynności rynków obligacji skarbowych i sprzyjającej sytuacji w zakresie cen. Spadek można odczytać jako oznakę, że instytucje kredytowe wykorzystują bardziej płynne aktywa w charakterze buforów, by zamortyzować presję wywieraną na ich pozycje kapitałowe i finansowanie oraz z myślą o ochronie swojej podstawowej działalności, tj. udzielania kredytów instytucjom i gospodarstwom domowym. Dane za listopad i grudzień, z kolei, pozwalają stwierdzić, że wzrosły

**Wykres 8 Kredyty dla rezydentów strefy euro**

(roczne zmiany w procentach, udziały w punktach procentowych)

- Akcje i inne udziałowe papiery wartościowe
- Papiery wartościowe sektora prywatnego inne niż akcje
- Dłużne papiery wartościowe sektora instytucji rządowych i samorządowych inne niż akcje
- Kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego
- Kredyty i pożyczki dla instytucji rządowych i samorządowych
- Kredyty dla rezydentów strefy euro



Źródło: EBC.

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

zasoby dłużnych papierów wartościowych sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Na początku 2008 r. roczna stopa wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla sektora prywatnego utrzymała swoją dynamikę z 2007 r., aby wyhamować w drugim półroczu. Kredyty i pożyczki udzielone sektorowi prywatnemu, pomimo znacznego zmniejszenia, w dalszym ciągu dominowały w strukturze kredytów i pożyczek MIF w 2008 r. Niemniej udział dokonanych przez MIF zakupów dłużnych papierów wartościowych z wyłączeniem papierów wartościowych z prawem do kapitału wzrósł w sposób umiarkowany. Do zwiększenia udziału tej kategorii instrumentów przyczyniło się zwłaszcza nabywanie przez MIF - w ramach działalności sekurytyzacyjnej - papierów wartościowych wyemitowanych przez OFI.

Roczna stopa wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla sektora prywatnego – największego składnika akcji kredytowej ogółem dla sektora prywatnego – zmalała z 11,1% na początku roku do 7,3% w czwartym kwartale 2008 r. i 5,8% w grudniu. Spadek ten był zgodny z oczekiwanym efektem wzrostu bankowych stóp procentowych dla kredytów z końca 2005 r., trwającym spowolnieniem na rynku mieszkaniowym, zaostrzeniem kryteriów udzielania kredytów obserwowanym na przestrzeni roku i ogólną koniunkturą makroekonomiczną. Pod koniec 2008 r. 3-miesięczna stopa wzrostu pożyczek w ujęciu rocznym znacznie spadła z 6,8% we wrześniu do 2,7% w grudniu z uwzględnieniem wpływu sekurytyzacji.

Ogólne spowolnienie akcji kredytowej dla sektora prywatnego odczuły poszczególne sektory utrzymujące zasoby pieniężne, chociaż w poszczególnych sektorach różny był poziom korekty. Roczna dynamika kredytów i pożyczek znacznie spadła od 2007 r. w przypadku sektora gospodarstw domowych, nieco mniej natomiast w sektorze przedsiębiorstw oraz sektorze niemonetarnych instytucji pośrednictwa finansowego. Obserwowana na koniec 2007 r. dynamika kredytów i pożyczek w sektorze przedsiębiorstw i sektorze niemonetarnych instytucji pośred-

nictwa finansowego utrzymała się *de facto* w pierwszym półroczu 2008 r. i dopiero drugie półrocze przyniosło zmniejszenie stopy wzrostu pożyczek dla przedsiębiorstw.

Do osłabienia wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych przyczynił się w szczególności spadek stopy wzrostu pożyczek na cele mieszkaniowe, co odzwierciedlało trwające ograniczenie dynamiki rynku mieszkaniowego w wielu krajach strefy euro, a także zaostrzenie warunków finansowych oraz wpływ podwyżek stóp procentowych w przeszłości i pogorszenie perspektyw gospodarczych. Jednocześnie obraz ekspansji kredytowej pozostawał nieco zniekształcony przez działalność sekurytyzacyjną. Sekurytyzacja poprzez sprzedaż definitywną (ang. *true-sale securitisation*) wywarła znaczny wpływ na roczne przepływy, co doprowadziło w istocie do zmniejszenia rocznego wzrostu kredytów i pożyczek MIF dla sektora prywatnego o ok. 1,7 punktu procentowego w grudniu (nieznacznie powyżej średniej za cały rok). Charakter tych działań sekurytyzacyjnych był jednak inny niż przed pojawieniem się zaburzeń na rynku, ponieważ sektor MIF utrzymywał aktywa sekurytyzowane w swoich bilansach celem przedstawienia ich jako zabezpieczenie operacji w Eurosystemie. Tym niemniej nawet biorąc powyższe działanie pod uwagę wzrost kredytów i pożyczek był mimo wszystko znacznie wolniejszy na przestrzeni roku.

W 2008 r. roczna dynamika akcji kredytowej MIF dla przedsiębiorstw zmniejszyła się, niemniej w długim okresie zachowała wysokie tempo. W pierwszym półroczu popyt na kredyty i pożyczki ze strony przedsiębiorstw był duży, chociaż badania sondażowe akcji kredytowej przeprowadzone w ramach Eurosystemu wskazywały na nieznaczny jego spadek. W drugim półroczu 2008 r. roczne tempo wzrostu kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw zaczęło spadać, ale utrzymało wysoki poziom. Utrzymującą się dynamikę tego segmentu kredytów i pożyczek mogą stymulować różnorodne czynniki. Po pierwsze, składnik akcji kredytowej, jakim są kredyty o dłuższym okresie zapadalności, odznacza się większą odpornością. Można więc

uznać, że następowało zaciąganie kredytów „na zapas” (ang. *frontloading of borrowing*) w obawie przed pogorszeniem się dostępu do kredytów. Sytuacja ta może ponadto potwierdzać fakt, że w ramach finansowania MIF przedsiębiorstwa wycofują się z dłużnych papierów wartościowych na rzecz kredytów i pożyczek. Według danych za czwarty kwartał 2008 r. krótkoterminowa dynamika kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw dalej słabnie, co odpowiada otoczeniu charakteryzującemu się cyklicznością i zaostrożonym warunkom finansowania, mimo iż nie można wykluczyć, że czynniki podażowe także odegrały tutaj pewną rolę.

Reasumując, wydaje się, że sytuacja w zakresie kredytów i pożyczek w 2008 r. świadczy o utrzymywaniu się dużych, choć spadających, przepływów środków finansowych z banków do przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Niewiele wskazuje na poważne ograniczenie dostępu tych sektorów do kredytów bankowych, nawet odkąd w połowie września nasiliły się napięcia na rynku finansowych. Znaczne spowolnienie odnotowano natomiast pod koniec roku w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw. Ponadto wyniki badania sondażowego akcji kredytowej wskazują, że nastąpiło znaczne zaostrożenie warunków udzielania kredytów.

Wśród innych czynników kreacji M3 roczna dynamika długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw) wobec sektorów utrzymujących zasoby pieniężne znacznie osłabła, z 8,5% pod koniec 2007 r. do 1,0% w czwartym kwartale grudnia i -0,1% w grudniu 2008 r. Sytuacja ta dotyczy szczególnie 2 składników, mianowicie depozytów długoterminowych i dłużnych papierów wartościowych MIF. Przy obecnym kształcie krzywej dochodowości spadek obserwowany w tempie wzrostu zasobów depozytów długoterminowych może świadczyć o przesunięciach w kierunku instrumentów o krótszym terminie zapadalności i nasileniu napięć finansowych. Zmiany zachodzące w zakresie długoterminowych dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez MIF wskazują z kolei, że z tego źródła trudno uzyskać finansowanie.

Na przestrzeni 2008 r. aktywa zagraniczne netto sektora MIF kształtowały się wedle dwóch odmiennych trendów. O ile pierwsze półrocze przyniosło znaczne odpływy kapitału, średnio ponad 30 mld euro miesięcznie, o tyle w drugiej połowie roku wystąpiły niewielkie wpływy kapitału. Odpływ kapitału w dużym stopniu spowodowany był prawdopodobnie przez fakt, że nierezydenci strefy euro wyprzedawali aktywa strefy euro (tj. następowało odejście od aktywów strefy euro). Wpływy, z kolei, potwierdzają, że spadek zobowiązań zagranicznych był większy niż spadek aktywów zagranicznych. W efekcie roczne wpływy do pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF w ciągu 2007 r. przekształciły się w roczne odpływy na początku 2008 r. W lipcu osiągnęły one najwyższą wartość 300 mld euro, aby następnie ulec obniżeniu. Ze względu na fakt, że odpływy utrzymują się, zachodzi prawdopodobnie proces równoważenia zagranicznych portfeli, szczególnie w związku z pogarszaniem się perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz potrzebą pozyskania płynności. Jak wynika z przedstawionego w ujęciu monetarnym bilansu płatniczego, roczne odpływy z pozycji aktywów zagranicznych netto sektora MIF odzwierciedlają głównie zmniejszenie się portfela inwestycji kapitałowych netto.

#### **NASILENIE SIĘ NAPIĘĆ NA RYNKACH FINANSOWYCH W ZWIĄZKU Z ZABURZENIAMI NA RYNKACH FINANSOWYCH**

W 2008 r. na rynkach pieniężnych strefy euro w dalszym ciągu panowały silne napięcia zapoczątkowane przez pojawienie się zaburzeń finansowych na świecie w sierpniu 2007 r. Wielkość obrotów realizowanych na rynku międzybankowym była znikoma, szczególnie dla dłuższych terminów zapadalności, zaś rozpiętość stóp pomiędzy zabezpieczonymi a niezabezpieczonymi transakcjami rynku pieniężnego według dotychczasowych standardów była nadal bardzo wysoka.

Stopy dla niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego o wszystkich terminach zapadalności wzrastały w okresie od stycznia do początku

października, aby następnie znacznie się obniżyć. 3-miesięczna stopa EUREPO zwyżkowała z wyjściowego poziomu blisko 4% w styczniu do 4,35% pod koniec lipca i na początku sierpnia. Pozostała prawie na tym samym poziomie do połowy września. Na koniec lutego 2009 r. obniżyła się do 0,94%. Odzwierciedlało to przede wszystkim zmiany podstawowych stóp procentowych EBC i odnoszące się do nich oczekiwania rynku (zob. rozdział 1 niniejszej części).

Istotnymi czynnikami kształtującymi stopę niezabezpieczonych transakcji rynku pieniężnego były, oprócz zmian polityki w zakresie stóp procentowych, także zmienność nasilenia napięć panujących na rynku finansowym oraz wpływ tych napięć na premie kredytową i stopy ryzyka płynności (zob. ramka 2). Tytułem uszczegóło-

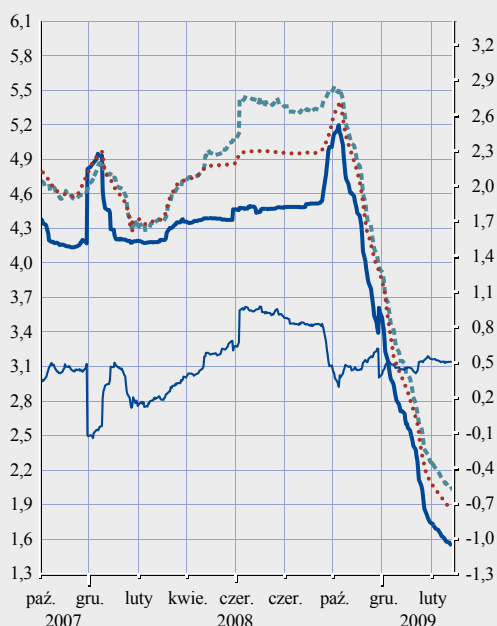
wienia, 3-miesięczna stopa EURIBOR wzrosła 29 stycznia z minimum 4,29% do maksimum 5,39% w dniu 9 października. Szczególnie gwałtowny wzrost nastąpił po tym, kiedy w połowie września bank Lehman Brothers ogłosił upadłość (zob. wykres 9). 3-miesięczna stopa EURIBOR spadła wówczas i osiągnęła 2,89% na zakończenie 2008 r., co wynikało nie tylko z oczekiwanej obniżki podstawowych stóp procentowych, ale również z ogłoszenia przez państwa członkowskie rządowych pakietów pomocowych ukierunkowanych na wsparcie instytucji finansowych. Na koniec lutego 2009 r. 3-miesięczna stopa EURIBOR ukształtowała się na poziomie 1,83%.

Nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego – mierzone rozpiętością pomiędzy 12- a 1- miesięczną stopą EURIBOR – w

**Wykres 9 Stopy procentowe rynku pieniężnego dla transakcji niezabezpieczonych**

(oprocenowanie roczne, dane dzienne)

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

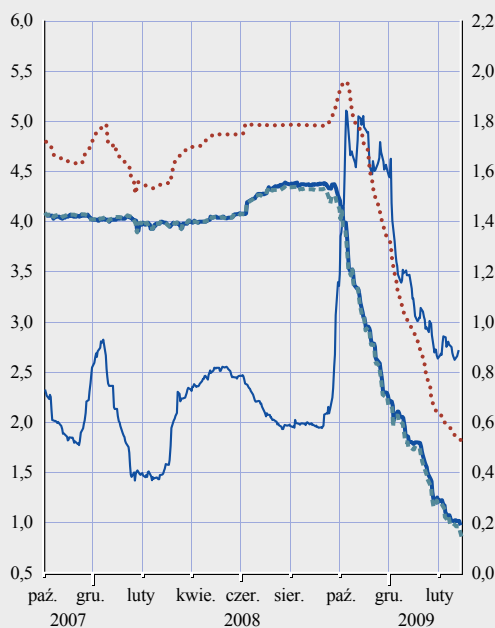


Źródła: EBC i Reuters.

**Wykres 10 Trzymiesięczne stopy EUREPO, EURIBOR i transakcje swap indeksowane stopą jednodniową z terminem realizacji za 3 miesiące**

(oprocenowanie roczne, dane dzienne)

- 3-miesięczna stopa EUREPO (skala po lewej stronie)
- ... 3-miesięczna stopa EURIBOR (skala po lewej stronie)
- - - Swap indeksowany stopą jednodniową z terminem realizacji za 3 miesiące (skala po lewej stronie)
- Rozpiętość pomiędzy 3-miesięczną stopą EURIBOR a 3-miesięczną stopą EUREPO (skala po prawej stronie)



Źródła: EBC, Bloomberg oraz Reuters.

ciągu 2008 r. było zmienne. Rozpiętość wzrosła z minimum 12 punktów bazowych na koniec stycznia 2008 r. do maksimum 97 punktów bazowych w czerwcu, a następnie zmniejszyła się i ustabilizowała na poziomie ok. 50 punktów bazowych pod koniec lutego 2009 r.

Bardzo zmienna w 2008 r. okazała się także rozpiętość pomiędzy zabezpieczonymi a niezabezpieczonymi transakcjami rynku pieniężnego. Utrzymywała się ona na podwyższonym, według dotychczasowych standardów, poziomie i przekroczyła wartości z drugiego półrocza 2007 r., pierwszego etapu zaburzeń na rynkach finansowych. Rozpiętość pomiędzy 3-miesięczną stopą EURIBOR a 3-miesięczną stopą EUREPO zwiększyła się z 40 punktów bazowych w połowie stycznia 2008 r. do ok. 70 punktów bazowych w marcu w następstwie przejścia Bear Stearns przez JP Morgan Chase, a następnie zwiększyła się do 184 punktów bazowych na początku października, aby spaść do ok. 90 punktów procentowych pod koniec lutego 2009 r. (zob. wykres 10).

W 2008 r. znacznym wahaniom ulegała również implikowana zmienność obliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe *futures* na 3-miesięczną stopę EURIBOR, co odzwierciedlało zmienność uwarunkowań rynku pieniężnego oraz niepewność towarzyszącą perspektywom makroekonomicznym, a co za tym idzie, polityce pieniężnej. Podsycana niepewnością, jaka pojawiła się po upadku banku Lehman Brothers, wspomniana miara zmienności stóp procentowych (tj. implikowana zmienność obliczana na podstawie kontraktów terminowych *futures* na 3-miesięczną stopę EURIBOR z terminem zapadalności w marcu 2009 r.) swoją wartość maksymalną osiągnęła 10 października.

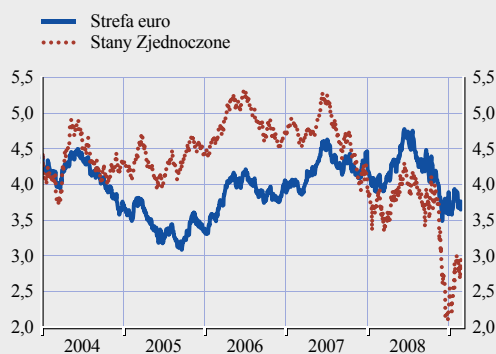
#### **PRZY WYSOKIEJ ZMIENNOŚCI W 2008 R. OBNIŻYŁA SIĘ RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI SKARBOWYCH.**

Rok 2008 przyniósł rynkom obligacji skarbowych strefy euro oraz reszty świata znaczne wahania rentowności. U ich podłoża leżały głównie bezpośrednie i pośrednie reperkusje nasilonego kryzysu finansowego. Przy wysokiej

zmienności w ujęciu dzień-do-dnia (ang. *day-to-day volatility*) na przestrzeni 2008 r. znacznie obniżyła się rentowność obligacji skarbowych w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych. Fakt ten odzwierciedlał dalsze preferowanie przez inwestorów bardzo płynnych i bezpiecznych papierów wartościowych, istotne zmniejszenie podstawowych stóp procentowych stosowanych jako instrument polityki pieniężnej, a także znaczną korektę w dół rynkowej oceny perspektywy aktywności gospodarczej i inflacji. Nadzwyczajna niepewność odnośnie potencjalnych implikacji kryzysu finansowego dla przyszłej sytuacji gospodarczej na świecie oraz wynikłych stąd reakcji polityki pieniężnej znalazła odzwierciedlenie w rzeczywistej i oczekiwanej zmienności rynku obligacji. Niepewność inwestorów wzrosła, zwłaszcza pod koniec roku, gdy nasiliły się napięcia na rynku finansowym po ogłoszeniu bankructwa przez Lehman Brothers. Co więcej, w 2008 r. w dalszym ciągu rosły rozpiętości pomiędzy rentownością długoterminowych obligacji skarbowych strefy euro a rentownością niemieckich długoterminowych obligacji skarbowych. Świadczyło to o różni-

**Wykres 11 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych**

(oprocentowanie roczne, dane dzienne)



Źródła: Bloomberg, EuroMTS, Reuters oraz EBC.

Uwaga: Do stycznia 2007 r. rentowność długoterminowych obligacji skarbowych strefy euro obliczano na podstawie obligacji 10-letnich lub o najbardziej zbliżonym terminie wykupu. Począwszy od stycznia 2007 r. rentowność obligacji 10-letnich wyrażana jest w postaci 10-letniej rentowności porównywanej obliczanej na podstawie obligacji państwowych strefy euro o ratingu AAA.

cach w zakresie ryzyka kredytowego i premii za płynność (zagadnienie rozwinięto w ramce 6). Na koniec 2008 r. rentowności 10-letnich obligacji skarbowych strefy euro i USA kształtowały się na poziomie odpowiednio ok. 3,6% i 2,2%, tj. 75 i 184 punktów bazowych poniżej poziomów odnotowanych rok wcześniej (zob. wykres 11).

Sytuację na głównych rynkach obligacji można przynajmniej po części wyjaśnić wydarzeniami związanymi z obecnymi zawirowaniami na rynkach finansowych, ich dalszym nasilaniem się od września 2008 r. i reperkusjami, jakie niosą dla realnej gospodarki. Na przestrzeni 2008 r. w obszarze finansów zaszły głębokie przeobrażenia i burzliwe zmiany. W efekcie rządu w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych ogłoszono szereg działań, aby wesprzeć system finansowy, ugruntować zaufanie konsumentów, utrzymać aktywność gospodarczą i zapewnić gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom dostęp do kredytów i pożyczek. W Stanach Zjednoczonych, od kiedy w marcu JPMorgan Chase przejął Bear Stearns, zaniknął model niezależnego operacyjnie banku inwestycyjnego (ang. *investment bank stand-alone business model*). Kryzys finansowy pogłębił się na przełomie lata i jesieni, kiedy to m.in. wspierane przez rząd USA instytucje kredytowe Fannie Mae i Freddie Mac zostały upaństwowione, bank Lehman Brothers złożył oficjalny wniosek o uznanie upadłości, a System Rezerwy Federalnej udzielił nadzwyczajnego kredytu grupie ubezpieczeniowej AIG w zamian za 80% udziałów w kapitale. Przed końcem września trudna sytuacja finansowa objęła również strefę euro, a niektóre instytucje finansowe dotkliwie odczuły jej ciężar. W strefie euro podejmowano więc liczne interwencje na rzecz wsparcia systemu bankowego. Jak poinformowała Komisja Europejska w związku z podjętą na szczycie 12 października deklaracją o przyjęciu wspólnych działań dla Europy przez kraje strefy euro, wspomniane interwencje zmierzają do tego, żeby „koordynować podejmowane na poziomie krajowym starania na rzecz wzmocnienia banków i ochrony depozytariuszy, jak też zwiększenia wartości akcji kredytowej. W ramach planu, rządy poszczególnych krajów nabywałyby udziały banków, żeby poprawić ich

sytuację finansową i w trybie doraźnym udzielić gwarancji refinansowania bankowego dla złagodzenia kryzysu kredytowego (ang. *credit crunch*).” W związku z tą sytuacją i w obliczu pogorszenia perspektyw makroekonomicznych zarówno System Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, jak i EBC podjęły szereg inicjatyw na rzecz optymalizacji swoich instrumentów płynnościowych i wsparcia rynków finansowych. Ponadto, wspomniane dwa banki centralne wielokrotnie obniżały swoje podstawowe stopy procentowe, co przekładało się na rentowność obligacji. Tytułem uszczegółowienia, 16 grudnia 2008 r. działania Systemu Rezerwy Federalnej osiągnęły punkt kulminacyjny w postaci ograniczenia podstawowych stóp procentowych do rekordowo niskiego poziomu. Docelowa stopa funduszy federalnych była utrzymywana raczej w przedziale, a nie w punkcie pomiędzy 0 a 0,25%. Co więcej, System Rezerwy Federalnej ogłosił m.in. możliwość nabycia długoterminowych skarbowych papierów wartościowych, co mogło się również przyczynić do ograniczenia rentowności obligacji.

W tych uwarunkowaniach, aż do przedwiośnia 2008 r., rentowności długoterminowych obligacji skarbowych po obu stronach Atlantyku utrzymały trend spadkowy zapoczątkowany w połowie 2007 r., kiedy to zaczęły się nasilać obawy dotyczące stanu rynku hipotecznego w Stanach Zjednoczonych. Wskutek tych wydarzeń inwestorzy w znacznym stopniu przestali być zainteresowani podejmowaniem ryzyka, wycofywali się z akcji i innych ryzykownych aktywów i postawili na obligacje skarbowe denominowane w walutach obcych (ang. *sovereign bonds*), przez co zmniejszyła się rentowność tych instrumentów. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych rosła od wiosny do końca lata, aby następnie gwałtownie spaść. Wzrost rentowności można przypisać podwyższonemu, w odbiorze społecznym, ryzyku inflacyjnemu na świecie przy silnej presji na wzrost cen surowców i żywności. Z drugiej strony, następujący w dalszej kolejności spadek da się wyjaśnić epizodami tzw. ucieczki w jakość i bezpieczeństwo (ang. *flight to quality and flight to safety*), kiedy to w wyniku nasilenia się obaw dotyczących sektora finansowego,



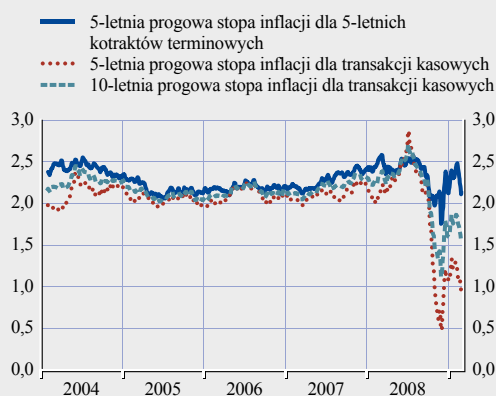
a zwłaszcza możliwości dalszej eskalacji zawirań na rynku finansowym, inwestorzy zwrócili się w kierunku bezpieczniejszych i mniej ryzykownych inwestycji. Ponadto na spadek rentowności obligacji musiały mieć wpływ dane makroekonomiczne otrzymane na jesieni, wskazujące na znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie i zmianę postrzegania przez społeczeństwo ryzyka inflacyjnego jako mniejsze. Nic więc dziwnego, że w Stanach Zjednoczonych, gdzie kryzys na rynku finansowym przebiegał dość ostro, spadek rentowności obligacji okazał się głębszy niż w strefie euro. Amerykańskie obligacje skarbowe postrzegane były przeważnie jako bardziej płynne niż obligacje skarbowe strefy euro, co również miało wpływ na spadek rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych.

Od początku roku do mniej więcej połowy września realna rentowność obligacji skarbowych w strefie euro oscylowała wokół 2%, aby później rosnąć, w zasadzie do końca października. Oczekiwane za 5 lat realne rentowności 5-letnie spadły z maksymalnego poziomu 3%, osiągniętego w październiku, do nieco poniżej 2% na koniec roku. Ze względu na niską płynność i czynniki techniczne zmieniała się struktura rynku obligacji indeksowanych do inflacji. W rezultacie więc pomiędzy wrześniem a październikiem wzrosła realna rentowność obligacji. Niemniej, po tym okresie, w związku z obawami dotyczącymi perspektyw makroekonomicznych tendencja ta się odwróciła.

W 2008 r. oczekiwaną za 5 lat 5-letnią progową stopę inflacji – stanowiącą miarę długoterminowych oczekiwań inflacyjnych uczestników rynku i powiązanej premii za ryzyko – kształtował również rozwój sytuacji na rynkach finansowych i perspektywy makroekonomiczne. Aż do lata wspomniana miara długoterminowych oczekiwań inflacyjnych uczestników rynku i powiązanej premii za ryzyko w strefie euro wzrastała do ok. 2,5%, co stanowiło odzwierciedlenie nasilających się presji na ceny surowców i żywności. Jednak jesienią miara ta odnotowała poważny spadek (zob. wykres 12). Na koniec 2008 r. powyższa stopa ukształtowała się na poziomie

**Wykres 12 Progowe stopy inflacji dla obligacji strefy euro o kuponie zerowym**

(w procentach rocznie, 5-dniowe średnie ruchome danych dziennych, skorygowane sezonowo)



Źródła: Reuters oraz obliczenia EBC.

ok. 2%. Do spadku przyczyniło się obniżenie oczekiwań inflacyjnych w związku z pogarszającą się prognozą wzrostu gospodarczego oraz czynnikami o charakterze technicznym, jakie zniekształcają względną wycenę tradycyjnych obligacji nominalnych w porównaniu z zazwyczaj mniej płynnymi obligacjami skarbowymi indeksowanymi do inflacji. Na podstawie oczekiwanej za 5 lat 5-letniej progowej stopy inflacji trudno więc dokonać pomiaru wskaźnika oczekiwań inflacyjnych uczestników rynku i powiązanej premii za ryzyko. Zadanie to – zwłaszcza od kiedy we wrześniu nasilił się kryzys finansowy – utrudniają szczególne czynniki o charakterze rynkowym.

W odbiorze uczestników rynku mierzona implikowaną zmiennością niepewność w odniesieniu do obligacji skarbowych w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych w ciągu roku nadal rosła. Wzrost ten przyspieszył od września, w związku z poważnymi niepokojami na rynkach finansowych na świecie. W okresie tym, w następstwie upadku znaczących graczy rynku finansowego oraz przeniesienia zainteresowań inwestorów ku bezpieczniejszymi i mniej ryzykownym inwestycjom, zmienność rynku obligacji osiągnęła szczególnie wysokie poziomy w Stanach Zjednoczonych. Tym niemniej przed końcem września, gdy również w Europie brak

stabilności finansowej był coraz większy, rynki obligacji podwyższyły swoją zmienność także po europejskiej stronie Atlantyku (zagadnienie omówiono bardziej szczegółowo w ramce 3).

W 2 pierwszych miesiącach 2009 r. rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w strefie euro wzrosła umiarkowanie, o ok. 10 punktów bazowych, podczas gdy wzrost ren-

### Ramka 3

#### ZMIENNOŚĆ I PŁYNNOŚĆ NA RYNKACH AKCJI I OBLIGACJI SKARBOWYCH

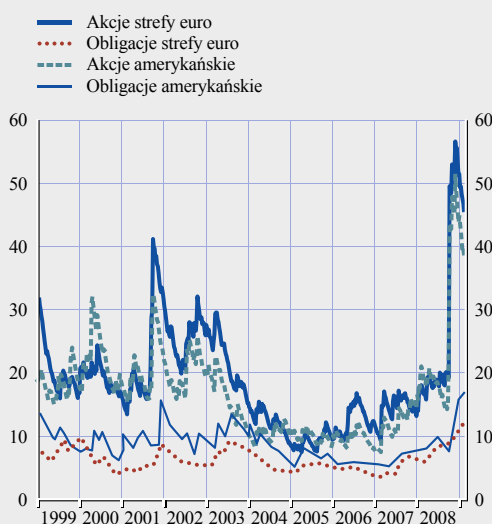
Jak wynika z wykresu A w miarę, jak rozwijał się kryzys finansowy, wzrastała się też zmienność rynków akcji i obligacji<sup>1</sup>. Ta wysoka zmienność rynku wynika z połączenia zamykania pozycji wspartych dźwignią finansową, dużej liczby zaskakujących informacji, które mają wpływ na rynki, ogromnej niepewności oraz większej awersji do ryzyka wśród uczestników rynku. Prawdopodobnie podwyższona awersja do ryzyka wzmocniła oddziaływanie wstrząsów informacyjnych i niepewności na ruchy cen. Ceny podlegały w związku z tym silniejszym wahaniom niż w przypadku, gdyby awersja była niższa.

W czasie kryzysu w długich okresach występowała silna, ujemna korelacja między rentownością akcji i obligacji (patrz wykres B). Z ich ujemnej zależności można wywnioskować że inwestorzy wycofywali się z rynków akcji w kierunku najpłynniejszych segmentów rynku obligacji skarbowych. Tak wyraźną ujemną zależność obserwowano ostatnio w okresie, gdy rynek akcji w 2003 r. osiągnął swoje dno. Ujemna zależność pomiędzy oboma rynkami była mniej wyraźna w ostatnich miesiącach 2008 r., kiedy też zwiększyła się zmienność rynków obligacji. Następne wydarzenia coraz wyraźniej uwidaczniały znaczne efekty oddziaływania sytuacji na rynkach finansowych na gospodarkę realną. Znaczne korekty oczekiwań uczestników rynku co do przyszłych zmian podstawowych stóp procentowych polityki pieniężnej, w połączeniu ze wzrostem zmienności oczekiwań inflacyjnych i premii za ryzyko, przyczyniały się do zwiększonej zmienności rentowności długoterminowych obligacji.

Zwiększyła się zmienność na rynku obligacji skarbowych. Uczestnicy rynku stali się więc generalnie mniej skłonni, żeby udzielać sobie stałego wsparcia płynnościowego po cenach

#### Wykres A Zrealizowana zmienność zysków tygodniowych z akcji i obligacji

(oprocentowanie roczne, dane tygodniowe)



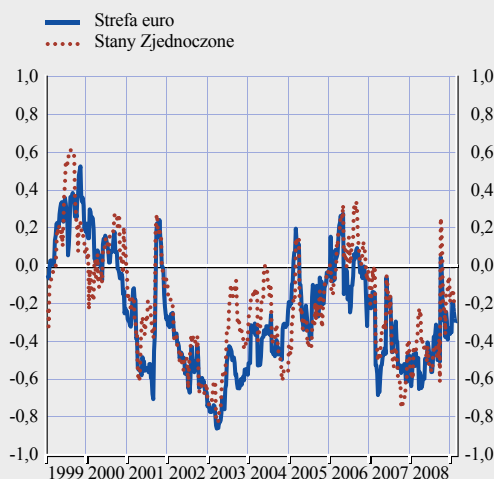
Źródła: Bloomberg oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Przy obliczaniu zysków z udziałowych papierów wartościowych dla strefy euro wykorzystano indeks Dow Jones EURO STOXX, dla Stanów Zjednoczonych - Standard & Poor's 500. Zyski z obligacji obliczono na podstawie rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji o kuponie zerowym uzyskanej z systemu Bloomberg. Do obliczenia zmienności wykorzystano wykładniczo ważone średnie ruchome (ang. *exponentially weighted moving averages* - EWMA).

<sup>1</sup> Zob. ramka *Abnormal volatility in global stock markets* w wydaniu „Biuletynu Miesięcznego” EBC z listopada 2008 r. (nietłumaczonej na jęz. polski)

## Wykres B Współzależność pomiędzy tygodniową stopą zwrotu z akcji i obligacji

(dane tygodniowe)



Źródła: Bloomberg oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Zyski obliczono, jak to określono w uwagach do wykresu A. Do obliczenia współzależności wykorzystano wykładniczo ważone średnie ruchome.

kupna (ang. *quoted bid-ask spreads*), które znacznie się poszerzyły. Tak jak w poprzednich przypadkach niedoborów płynności, np. zawirowania w 1998 r., płynność najbardziej pogorszyła się w przypadku papierów wartościowych, które już przez rozpoczęciem się kryzysu na rynkach finansowych charakteryzowały się dość niską płynnością. Tytułem ilustracji, na rentowność części obligacji indeksowanych do inflacji silnie wpłynęła, jak się wydaje, premia za ryzyko niskiej płynności na niektórych rynkach<sup>3</sup>.

Jak twierdzą uczestnicy rynku, większe transakcje realizują w coraz większym stopniu brokerzy rynku międzybankowego. Innymi słowy, obroty ogółem prawdopodobnie nie obniżyły się tak bardzo, jak może to wynikać z obrazu aktywności na platformach elektronicznych. Z drugiej jednak strony poziom obrotów na rynku obligacji skarbowych strefy euro można oszacować również na podstawie rynku kontraktów terminowych. Kontrakty terminowe na obligacje skarbowe należą do najpopularniejszych instrumentów w obrocie światowym. Jest to jeden z nielicznych rynków, na których utrzymuje się stosunkowo niezakłócona płynność. Niewątpliwym atutem instrumentów terminowych przy badaniu aktywności rynku jest ich giełdowy charakter, co ułatwia dostęp do statystyk o natężeniu ich ogólnych obrotów.

Według niepotwierdzonych informacji, dealerzy obligacji istotnie zmniejszyli swoje sumy bilansowe w odpowiedzi na wzrost zmienności rentowności oraz wzrost kosztów finansowania. Kontrakty terminowe częstokroć służą do zabezpieczenia od ryzyka stopy procentowej w portfelach dealerów w segmencie obligacji, stąd też mogła się zmniejszyć liczba kontrak-

transakcyjnych (ang. *tradable quotes*). Choć odznaczające się najwyższym stopniem płynności obligacje skarbowe, takie jak instrumenty emitowane przez rządy USA i Niemiec, spełniały rolę zabezpieczenia (ang. *safe haven*) dla inwestorów w czasie kryzysu na rynkach finansowych, zagrożenia niedoborem płynności dotyczyły nawet tej klasy aktywów<sup>2</sup>. W przeciwieństwie do transakcji akcjami, obrót obligacjami skarbowymi koncentruje się w znacznym stopniu w obszarze pozagiełdowym, co daje bardziej rozdrobniony obraz aktywności na tych rynkach. Jak wskazują statystyki uzyskane z platform elektronicznych wykorzystywanych do prowadzenia obrotu europejskimi obligacjami skarbowymi, nawet dla obligacji o najwyższym stopniu płynności zmniejszył się wolumen transakcji i głębokość rynku. Oznaki pogorszenia płynności rynku widać w rozpiętościach pomiędzy cenami w zleceniach sprzedaży i cenami w zleceniach

<sup>2</sup> Dalsza analiza wpływu ucieczki w bezpieczeństwo na rynki obligacji skarbowych w strefie euro zob. ramka 6.

<sup>3</sup> Zob. ramka *Recent increases in real yields and their implications for the analysis of inflation expectations* w wydaniu "Biuletynu Miesięcznego" z listopada 2008 r. (nietłumaczonej na jęz. polski).

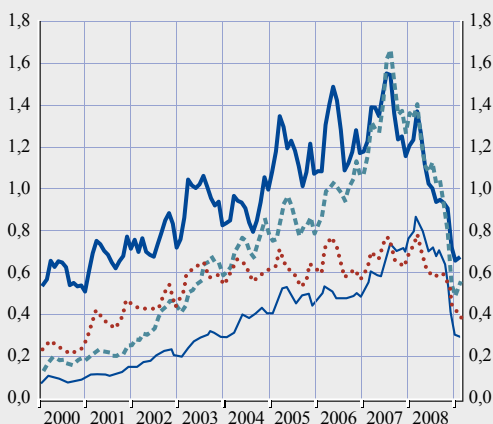
tów terminowych wykorzystywanych w tym celu. Jak ukazuje wykres C, od kiedy w połowie 2007 r. rozpoczęły się zawirowania na rynkach finansowych, faktycznie zmniejszył się wolumen obrotów kontraktami terminowymi. W szczególności od połowy 2007 r. liczba kontraktów zawartych na najszerzej wykorzystywanym instrumencie, kontrakty terminowe na 10-letnie obligacje skarbowe, obniżyła się o ponad trzy czwarte w Stanach Zjednoczonych i ponad połowę w Niemczech. Nieznacznie niższa skala spadku dotyczyła kontraktów terminowych na 5-letnie obligacje skarbowe.

Jak widać na wykresie D, zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych giełdy odnotowały niewielki spadek na początku 2009 r., szczególnie w strefie euro. Pomimo tego utrzymały one stosunkowo niezmienny poziom aktywności mierzony jako średnia miesięczna liczba akcji stanowiących przedmiot obrotu. Jak wspomniano powyżej, stosunkowo wysokie obroty na giełdach akcji mogły odzwierciedlać dużą liczbę wstrząsów informacyjnych, jakimi bombardowane są rynki. W niezmiennych warunkach ceny rynkowe powinny się dostosować do pojawiającej się nowej informacji. Tak więc, kiedy szoki informacyjne docierają na rynek częściej niż zwykle, wzrasta także częstotliwość transakcji. Na rynkach akcji takie szoki informacyjne mogą odzwierciedlać zarówno korektę oczekiwań dotyczących przyszłych wypłat dywidendy, jak i zmiany we współczynniku dyskonta. Z kolei przepływy gotówkowe ze standardowych obligacji skarbowych są określone kwotowo, stąd na ich wycenę wpływa jedynie współczynnik dyskonta.

#### Wykres C Wolumen obrotów kontraktów terminowych futures na obligacje skarbowe

(miliony kontraktów, 3-miesięczne średnie ruchome danych dziennych)

- Kontrakty futures na 10-letnie niemieckie obligacje skarbowe
- ..... Kontrakty futures na 5-letnie niemieckie obligacje skarbowe
- - - Kontrakty futures na 10-letnie amerykańskie obligacje skarbowe
- Kontrakty futures na 5-letnie amerykańskie obligacje skarbowe

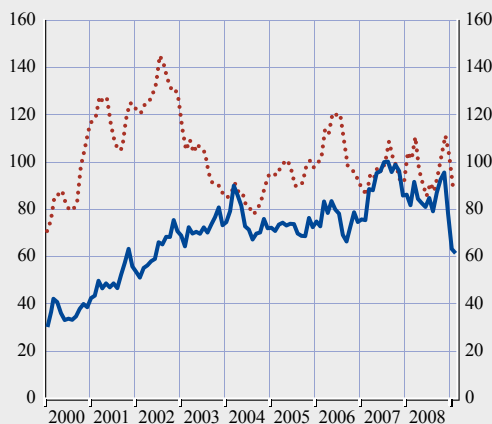


Źródła: CME/CBOT oraz Eurex Deutschland.  
Uwaga: Nominalna wartość kontraktów futures na 5- i 10-letnie niemieckie obligacje skarbowe wynosi 100 000 EUR, a dla kontraktów futures na 5- i 10-letnie amerykańskie obligacje skarbowe - 100 000 USD.

#### Wykres D Wolumen obrotów na rynkach udziałowych papierów wartościowych

(indeks: lipiec 2007 r. = 100, 3-miesięczne średnie ruchome danych miesięcznych)

- Indeks Dow Jones EURO STOXX
- ..... Indeks Standard & Poor's



Źródła: Bloomberg oraz obliczenia EBC.  
Uwaga: Miarą wolumenów jest całkowita wielkość obrotów akcji spółek składających się na dany indeks.

Znaczny wzrost niepewności makroekonomicznej w 2008 r. w połączeniu ze zmniejszaniem przez uczestników rynku ich sum bilansowych wywołał nagłe skoki zmienności i pogorszenie płynności rynku w wielu segmentach rynku finansowego. Odczuły to nawet rynki tradycyjnie uznawane za bardzo płynne i charakteryzujące się minimalnymi poziomami ryzyka, jak rynki obligacji skarbowych strefy euro. Zmienność powinna w końcu ulec złagodzeniu, kiedy ustąpi niepewność makroekonomiczna i dobiegnie końca okres delewarowania, co doprowadzi do pewnej normalizacji płynności rynkowej.

towności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych był wyższy i wyniósł ok. 80 punktów bazowych. 27 lutego rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych wyniosła odpowiednio ok. 3,7% i 3%. Wpływ na zmiany rentowności długoterminowych obligacji skarbowych po obu stronach Atlantyku miały pogarszające się prognozy ekonomiczne, zwiększona awersja do ryzyka i związane z nią „ucieczki w bezpieczeństwo” (ang. *flight-to-safety*), a także nasilający się niepokój w związku z zapotrzebowaniem na finansowanie ze strony emitentów państwowych. Jeżeli pierwsze dwa z powyższych czynników oddziaływały w kierunku obniżenia rentowności, to trzeci – którego wpływ w Stanach Zjednoczonych najwyraźniej przeważał – oddziaływał raczej w kierunku wzrostu rentowności. W tym samym czasie w strefie euro rentowność na rynku długoterminowych obligacji indeksowanych do inflacji również wzrosła, co prawdopodobnie odzwierciedlało trwające napięcia na rynku obligacji indeksowanych do inflacji.

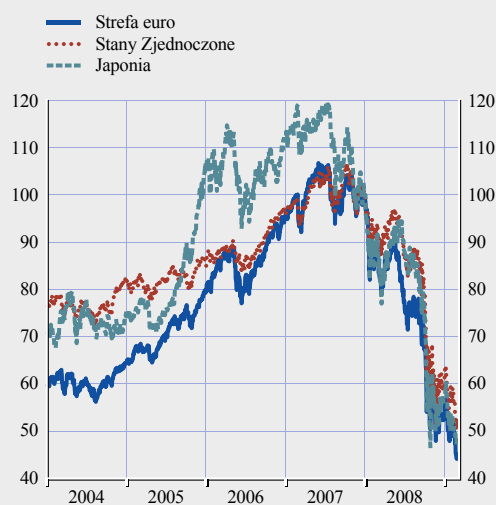
#### **GWAŁTOWNY SPADEK CEN AKCJI STREFY EURO W 2008 R.**

Rok 2008 charakteryzował się wysoką zmiennością i ostrymi spadkami cen akcji na całym świecie, w kontekście wielu wydarzeń, które przeobraziły strukturę sektora finansowego, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, oraz pogorszenia warunków makroekonomicznych na świecie. Na koniec 2008 r. mierzone indeksami giełdowymi Dow Jones EURO STOXX, Standard & Poor's 500, i Nikkei 225 ceny akcji w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Japonii, w ogólnym ujęciu obniżyły się w porówna-

niu z końcem 2007 r. odpowiednio o 46%, 39% i 42% (zob. wykres 13). W następstwie niepokojów na rynkach finansowych na świecie ceny akcji podlegały szczególnie wysokim wahaniom w marcu oraz w okresie od września. Ponadto na ujemne wyniki na rynkach akcji złożyło się również rzeczywiste i oczekiwane spowolnienie wzrostu zysków z akcji po obu stronach Atlantyku. Zmianom cen akcji towarzyszyła duża zmienność, która w październiku i listopadzie osiągnęła wyjątkowo wysokie poziomy.

**Wykres 13 Główne indeksy rynku akcji**

(indeksy : 31 grudnia 2007 r. ponownie ustalone na 100, dane dzienne)



Źródła: Reuters i Thomson Financial Datastream.

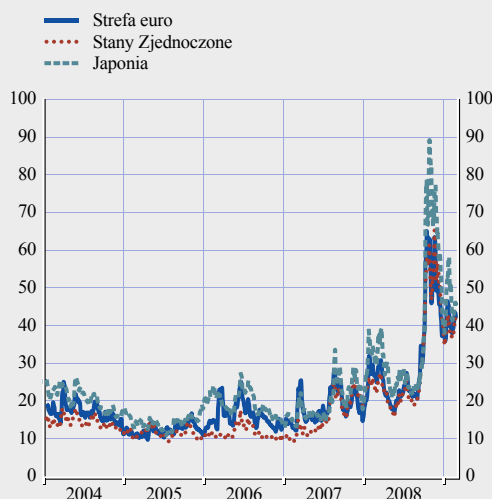
Uwaga: Dla strefy euro wykorzystano szeroki indeks Dow Jones EURO STOXX, indeks Standard & Poor's 500 - dla Stanów Zjednoczonych, a Nikkei 225 - dla Japonii.

Od początku roku do połowy marca 2008 r., ceny akcji w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Japonii spadały. Tendencja została częściowo odwrócona, kiedy po otrzymaniu od Systemu Rezerwy Federalnej kredytu w ramach finansowania bez regresu (ang. *non-recourse financing*) JP Morgan Chase przejął Bear Stearns. Pakiet ratunkowy Bear Stearns spotkał się z pozytywnym przyjęciem uczestników rynku. Dzięki niemu zmieniło się społeczne postrzeganie ryzyka, a to przesądziło o wzmocnieniu rynków akcji. W tym kontekście, od połowy marca do początku czerwca wzrosły indeksy Dow Jones EURO STOXX – o niemal 10%, Standard & Poor's 500 - o ok. 8,5%, a Nikkei 225 - o 22,5%.

Z drugiej jednak strony, w ciągu lata ceny akcji poważnie spadły, gdyż ponownie nasiliły się obawy co do sektora finansowego i perspektyw gospodarki światowej. Na przestrzeni tego okresu nasilały się naciski na wspierane przez rząd USA instytucje kredytowe (ang. GSEs), Fannie Mae i Freddie Mac, oraz na ubezpieczycieli obligacji. Ponadto w pierwszej połowie lata gwałtownie drożały surowce, przez co pogarszały się perspektywy rozwoju gospodarczego na świecie. Wrzesień przyniósł sze pogorszenie sytuacji na rynkach finansowych. W Stanach Zjednoczonych wspierane przez rząd instytucje przeszły na własność publiczną, a System Rezerwy Federalnej wraz z Departamentem Skarbu USA opracowały plan ratunkowy dla grupy ubezpieczeniowej AIG. Gdy Lehman Brothers ogłosił niewypłacalność, Bank of America przejął Merrill Lynch, a Goldman Sachs i Morgan Stanley przekształciły się w spółki posiadające banki w swoich strukturach kapitałowych (ang. *bank holding companies*), zaniknął model niezależnego operacyjnie banku inwestycyjnego. W następstwie tych nadzwyczajnych wydarzeń i w odpowiedzi na przeniesienie się zawirowań poza system finansowy USA, wspierane przez rząd programy ratunkowe zainicjowało również wiele europejskich instytucji finansowych. Po obu stronach Atlantyku zarówno rządy, jak i instytucje publiczne podjęły wiele działań na rzecz stabilizacji systemu finansowego. W ramach tych pro-

#### Wykres 14 Implikowana zmienność rynku akcji

(w procentach rocznie, 5-dniowa średnia ruchoma danych dziennych)



Źródło: Bloomberg.

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

gramów objęto ochroną gwarancyjną środki zgromadzone na rachunkach osób fizycznych, uruchomiono mechanizmy dokapitalizowania banków i podjęto działania dla wzmocnienia płynności banków. Co więcej, z uwagi na nasilanie się zawirowań na rynkach finansowych i pogorszenie perspektyw makroekonomicznych, główne banki centralne obniżyły swoje podstawowe stopy procentowe.

W miarę jak słabły rynki akcji, po obu stronach Atlantyku spowalniał wzrost rzeczywistych i oczekiwanych zysków. W okresie od grudnia 2007 r. do grudnia 2008 r. realny wzrost zysków, obliczony w oparciu o zysk na akcję spółek giełdowych ujętych w indeksie Dow Jones EURO STOXX, osiągnął ujemną wartość ok. -16%. W podobny sposób ostro korekta w dół objęła także oczekiwany zysk. Prognozy rocznej stopy zysku na akcję za 12 miesięcy obniżyły się z ok. 9% na koniec grudnia 2007 r. do ok. 1,6% na koniec grudnia 2008 r. Zmniejszenie rentow-

ności przedsiębiorstw w strefie euro w połączeniu z pesymistycznym przesłaniem płynącym ze wskaźników makroekonomicznych obniżyło wartość spółek giełdowych.

W związku z dalszymi niepokojami na rynkach finansowych oraz pogarszaniem się warunków makroekonomicznych, rynki akcji charakteryzowały się wysokim stopniem niepewności mierzonym implikowaną zmiennością wyprowadzoną z opcji na akcje. Podwyższoną zmienność akcji odnotowywano głównie w okresach najpoważniejszych zaburzeń na rynkach finansowych, tj. w marcu i począwszy od września (zob. wykres 14). W tym kontekście zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych wzrosła prawdopodobnie premia za ryzyko kapitałowe, przez co obniżyły się ceny na rynku akcji.

W ujęciu sektorowym, w okresie pomiędzy grudniem 2007 r. a grudniem 2008 r. zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych największe spadki cen akcji odnotowano w sektorze finansowym, gdzie wyniosły one odpowiednio, ok. 57% i 51%. Ceny akcji w sektorze niefinansowym również znacznie spadły, obniżając się o ok. 41% w strefie euro i 36% w Stanach Zjednoczonych.

Na początku 2009 r. pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz niepokój o kondycję systemu finansowego wywołały dalszy spadek cen akcji. Pomiedzy końcem 2008 r. a 27 lutego 2009r indeksy Dow Jones EURO STOXX i Standard & Poor's 500 spadły odpowiednio o ok. 17% i 19%.

#### **DALSZE OGRANICZANIE DYNAMIKI ZADŁUŻANIA SIĘ GOSPODARSTW DOMOWYCH**

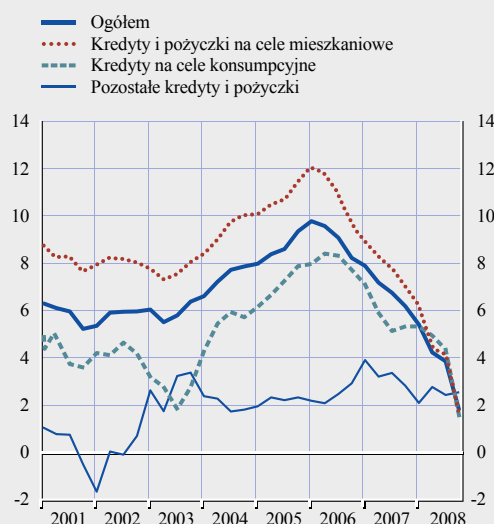
Dynamika zadłużania się gospodarstw domowych uległa dalszemu spowolnieniu na przestrzeni 2008 r. Zaważyły na tym takie czynniki, jak zaostrzenie warunków finansowania, pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego i słabnąca dynamika rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Roczna stopa wzrostu akcji kredytowej MIF dla gospodarstw domowych, głównego źródła kredytowania dla tego sektora w 2008 r., obniżyła się do 1,8% w grudniu z 6,2% na koniec 2007 r. Jednocześnie roczna stopa wzrostu kredytów udzielonych gospodarstwom domowym przez instytucje spoza sektora MIF (tj. inne instytucje pośrednictwa finansowego (OFIs), firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne) w dalszym ciągu przewyższała akcję kredytową MIF dla gospodarstw i wyniosła 10,4% w trzecim kwartale 2008 r. Po części wynikało to z efektów działań sekurytyzacyjnych poprzez sprzedaż definitywną, w ramach których kredyty zostają wyksięgowane i usunięte z bilansu sektora MIF, a następnie ujęte jako kredyty sektora OFIs.

Analiza akcji kredytowej sektora MIF dla gospodarstw według przeznaczenia udzielonych kredytów i pożyczek wskazuje, że głównym czynnikiem ograniczenia akcji kredytowej była malejąca stopa wzrostu kredytów i pożyczek mieszkaniowych. W grudniu 2008 r. roczna stopa wzrostu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe

**Wykres 15 Kredyty i pożyczki sektora MIF dla gospodarstw domowych**

(roczne zmiany w procentach)

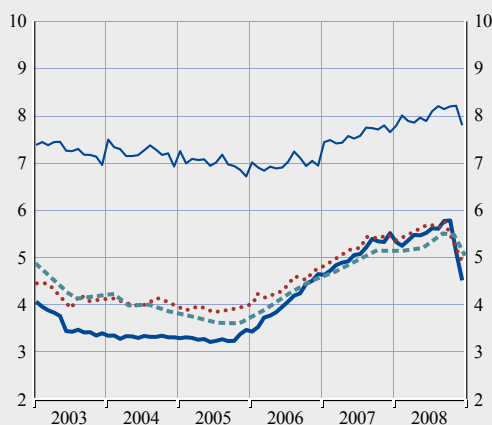


Źródło: EBC.

### Wykres 16 Stopy procentowe kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw

(oprocentowanie roczne, bez opłat, oprocentowanie nowych umów)

- Krótkoterminowe stopy procentowe kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw
- ..... Długoterminowe stopy procentowe kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw
- - - - - Oprocentowanie kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe
- Oprocentowanie kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych na cele konsumpcyjne



Źródło: EBC.

wynosiła 1,7%, w porównaniu z 7,1% w grudniu 2007 r. (zob. wykres 15). Spadek ten korelował ze spowolnieniem wzrostu cen nieruchomości mieszkaniowych oraz aktywności na rynku nieruchomości, odnotowanym w wielu gospodarkach strefy euro. Powyższą ocenę potwierdzają wyniki przeprowadzonego przez Eurosystem badania sondażowego akcji kredytowej banków. W 2008 r. wśród głównych czynników przyczyniających się do ograniczenia popytu gospodarstw domowych na kredyty na zakup nieruchomości mieszkaniowych banki wymieniły z jednej strony, pogarszające się perspektywy rynku mieszkaniowego oraz z drugiej – malejące zaufanie konsumentów. Co więcej, częściowo ze względu na pogarszające się perspektywy rynku mieszkaniowego banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów i pożyczek, co również odegrało ważną rolę w ograniczeniu wzrostu akcji kredytowej.

Obniżenie rocznej stopy wzrostu akcji kredytowej na cele mieszkaniowe odzwiercied-

lało też ujemny wpływ podwyżek głównych stóp procentowych EBC rozpoczętych w grudniu 2005 r. Kontynuując tendencję zaobserwowaną w latach 2006 i 2007, stopy procentowe kredytów i pożyczek MIF na cele mieszkaniowe wzrosły, tyle że wolniej, o 31 punktów bazowych pomiędzy grudniem 2007 r. a przełomem września i października 2008 r., osiągając w czwartym kwartale poziom niższy o 10 punktów bazowych (zob. wykres 16). Wzrost ten, obserwowany w pierwszych trzech kwartałach roku, objął swym zakresem całe spektrum terminów zapadalności, był jednak nieco wyższy w kategorii kredytów z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku oraz od 1 roku do 5 lat.

Roczna stopa wzrostu dla kredytów konsumpcyjnych również obniżyła się do 1,5% w grudniu 2008 r., a więc ok. 4 punktów procentowych poniżej poziomu z końca 2007 r. W ostatnich kwartałach roczna stopa wzrostu tej kategorii kredytów obniżała się wraz z malejącym zaufaniem konsumentów i stopniowym ograniczaniem spożycia prywatnego w strefie euro. Co więcej, wyniki przeprowadzonego przez Eurosystem badania sondażowego akcji kredytowej banków wskazują, że w 2008 r. nadal zaostrzano kryteria udzielania kredytów konsumpcyjnych, zgodnie z rozwojem sytuacji w czwartym kwartale 2007 r., ponieważ pogarszały się oczekiwania związane z kształtowaniem się sytuacji gospodarczej oraz zaobserwowano pogorszenie się zdolności kredytowej kredytobiorców. Stopy procentowe kredytów konsumpcyjnych MIF, które w 2008 r. utrzymywały się znacznie powyżej stawek oprocentowania kredytów mieszkaniowych, wzrosły o 56 punktów procentowych w okresie pomiędzy grudniem 2007 r. a listopadem 2008 r., przez co stłumiły popyt na kredyty konsumpcyjne. Następnie one spadły, przy czym stawki z grudnia 2008 r. były 15 punktów bazowych powyżej tych z grudnia 2007 r.

### STABILIZACJA ZADŁUŻENIA SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

W drugiej połowie 2008 r. wskutek przedłużającego się okresu ograniczania stopy wzrostu



### Wykres 17 Zadłużenie gospodarstw domowych a płatności odsetkowe

(w procentach)



Źródła: EBC i Eurostat.

Uwagi: Zadłużenie gospodarstw domowych obejmuje kredyty i pożyczki ogółem udzielone gospodarstwom domowym przez wszystkie sektory instytucjonalne, w tym również z pozostałych krajów świata. Płatności nie obejmują pełnych kosztów finansowania ponoszonych przez gospodarstwa domowe, ponieważ nie zawierają opłat za usługi finansowe.

akcji kredytowej dla gospodarstw domowych oraz zwiększania się dochodu do dyspozycji, wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do dochodu do dyspozycji nieznacznie się obniżył. W czwartym kwartale wartość tego wskaźnika szacowano na ok. 92% (zob. wykres 17). Identycznie kształtował się wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do PKB. Jak wynika z danych ze zintegrowanych rachunków strefy euro, w czwartym kwartale 2008 r. obniżył się on do ok. 60%. Krótko mówiąc, w porównaniu z takimi krajami jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania, poziom zadłużenia gospodarstw domowych w strefie euro jest stosunkowo ograniczony. Ograniczenie wzrostu zadłużenia sektora gospodarstw domowych pomogło ustabilizować ich wrażliwość na zmiany stóp procentowych, kształtowanie się dochodów i cen aktywów. Warto również wspomnieć, że

struktura zadłużenia gospodarstw charakteryzuje się dużym stopniem rozbieżności pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro. Wyższe ryzyko ponoszą w szczególności gospodarstwa domowe w tych obszarach strefy euro, gdzie spowolnienie gospodarcze jest bardziej wyraźne lub gdzie nadal istnieją oznaki przeszacowania na rynkach nieruchomości mieszkaniowych.

Jednocześnie, chociaż w roku 2008 ustabilizował się poziom zadłużenia gospodarstw domowych, podwyżki stóp procentowych dla zaciąganych przez nie kredytów doprowadziły do dalszego zwiększenia się ciężaru obsługi zadłużenia, mierzonego jako spłata odsetek i rat kapitałowych w proporcji do dochodu do dyspozycji. Istotnie, w drugiej połowie 2008 r. ciężar spłaty odsetek szacuje się na 3,8%. Wzrósł on z 3,6% na koniec 2007 r., co także przewyższa poprzednią wartość maksymalną z 2001 r.

### ZNACZNIE WYŻSZY KOSZT FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO DLA PRZEDSIĘBIORSTW W 2008 R.

W 2008 r., w kontekście zawirowań na rynkach finansowych, realny koszt finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw w strefie euro znacznie wzrósł w porównaniu z poprzednimi latami. Chociaż przez pierwszą część 2008 r. przedsiębiorstwa utrzymały wysoką rentowność, to przez pozostałą część roku, a szczególnie w ostatnim kwartale, wykazywała ona oznaki gwałtownego osłabienia. Po ostrym wzroście w pierwszym kwartale, podtrzymanym dużą dynamiką kredytów i pożyczek MIF, przedsiębiorstwa ograniczyły wzrost swojego finansowania zewnętrznego. Oczekuje się jednak, że w 2008 r. sektor przedsiębiorstw będzie w większym stopniu korzystał z dźwigni finansowej.

W 2008 r. wraz z nasileniem się napięć na rynku finansowym i rynku kredytowym gwałtownie rosły całkowite realne koszty finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w strefie euro (zob. wykres 18). W ostatnim kwartale 2008 r. wyraźnie pogorszyły się zarówno warunki makroekonomiczne, jak i makroekonomiczne perspektywy wzrostu gospodarczego,

co przyczyniło się do gwałtownego wzrostu kosztów finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w miarę jak oczekiwano zwiększenia niewypłacalności obniżenia prognoz dotyczących zysków, co miało duży wpływ na ocenę ryzyka kredytowego i rynkowego przez inwestorów. Na przestrzeni roku głównym czynnikiem tego wzrostu był skokowy wzrost realnych kosztów finansowania wierzycielskiego z rynku oraz finansowania kapitałowego.

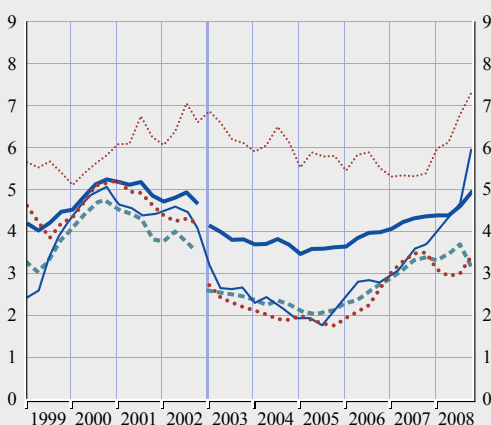
Jeśli chodzi o inne składniki kosztów finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw, stopy procentowe kredytów sektora MIF dla przedsiębiorstw obniżyły się w ujęciu realnym (zob. wykres 18) w porównaniu z końcem 2007 r. Punktowe porównanie (ang. *point-to-point comparison*)

między końcami roku nie ujawnia wyraźnej dynamiki śródrocznej. W ogólnym ujęciu nominalne krótkoterminowe stopy procentowe przez większą część roku rosły, w ślad za podwyższającymi się 3-miesięcznymi stopami EURIBOR. W ujęciu realnym, oddziaływanie to stłumiły jednak krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne, które nasilały się do września. W listopadzie i w grudniu krótkoterminowe stopy procentowe znacznie spadły, co stanowiło odzwierciedlenie obniżek głównych stóp procentowych i obniżek stóp procentowych rynków pieniężnych. W rezultacie nominalne stopy dla kredytów i pożyczek o zmiennym oprocentowaniu i okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku zmniejszyły się o ok. 70 i 106 punktów bazowych, odpowiednio dla kredytów nisko- i wysokokwotowych.

**Wykres 18 Realny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw strefy euro**

(oprocentowanie roczne)

- Ogólny koszt finansowania
- Realne oprocentowanie krótkoterminowych kredytów i pożyczek MIF
- - - Realne oprocentowanie długoterminowych kredytów i pożyczek MIF
- Realny koszt długu rynkowego
- Realny koszt udziałowych papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu



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

Uwagi: Realny koszt zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw oblicza się jako średnią ważoną kosztów kredytu bankowego, dłużnych papierów wartościowych oraz udziałowych papierów wartościowych, na podstawie ich odpowiednich nie spłaconych kwot pomniejszonych o wartość oczekiwaną inflacyjnych (zob. ramka 4 w „Biuletynie Miesięcznym” EBC z marca 2005 r.). Przerwa w szeregu statystycznym wynika z wprowadzenia na początku 2003 r. zharmonizowanych stóp procentowych kredytów i pożyczek MIF.

Długoterminowe stopy procentowe dla kredytów MIF rosły do września 2008 r., natomiast w ostatnim kwartale roku zaczęły się obniżać, przy czym kredyty wysokokwotowe zanotowały bardziej wyraźne obniżki. W porównaniu z końcem 2007 r. długoterminowe stopy MIF dla kredytów i pożyczek niskokwotowych pozostały zasadniczo na niezmiennym poziomie, natomiast dla kredytów i pożyczek wysokokwotowych spadły o 72 punkty bazowe. Na przestrzeni ostatniego roku rentowność obligacji rządowych o porównywalnym terminie zapadalności także była zmienna. Po początkowym wzroście przyszło gwałtowne załamanie. W grudniu 2008 r. ogólna rentowność 5-letnich obligacji skarbowych była o 85 punktów bazowych niższa niż na koniec 2007 r. W rezultacie tych zmian, w drugim półroczu, średnia rozpiętość pomiędzy długoterminowymi stopami procentowymi kredytów i pożyczek bankowych a porównywalnymi rynkowymi stopami procentowymi zwiększała się. Gdy rozpiętość zwiększała się, koszty finansowania banków z rynku kapitałowego gwałtownie rosły.

W 2008 r. rósł realny koszt finansowania wierzycielskiego z rynku dla przedsiębiorstw, wzmacniając dynamikę trendu wzrostowego, jaki rozpoczął się w końcu 2007 r. Do grudnia 2008 r. koszt ten był o 200 punktów bazowych

wyższy od poziomu z roku poprzedniego oraz o 420 punktów bazowych wyższy od najniższej wartości z 2005 r. Na koniec 2008 r. koszt ten znalazł się na najwyższym poziomie w historii UGW i znacznie powyżej swojego odpowiednika z 2000 r. Z drugiej jednak strony, jak wspomniano powyżej, zmniejszyła się rentowność obligacji rządowych o porównywalnym terminie zapadalności. W rezultacie, w drugim półroczu 2008 r. znacznie zwiększyły się spready kredytowe dla obligacji przedsiębiorstw. Ich wzrost świadczy również o tym, że zaostrzono kryteria udzielania kredytów i pożyczek, a inwestorzy postrzegają poziom ryzyka kredytowego jako podwyższony.

Na przestrzeni roku wyraźnie podniósł się realny koszt kapitału akcyjnego dla przedsiębiorstw. W drugim półroczu 2008 r. sytuacja wyraźnie się pogorszyła, kiedy załamały się ceny na rynku akcji (mierzone przykładowo indeksem Dow Jones EURO STOXX, szerokim indeksem dla strefy euro), natomiast niechęć do podejmowania ryzyka niezwykle się pogłębiła. Dynamika zysków spółek giełdowych – nierzadziej stabilna w pierwszym półroczu – gwałtownie spadła, by do listopada osiągnąć wartości ujemne w ujęciu rocznym.

#### SLABNĄCE TEMPO FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO PRZEDSIĘBIORSTW

Tempo finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw stopniowo wyhamowywało w ciągu 2008 r.. W czwartym kwartale 2008 r. roczna stopa wzrostu finansowania przedsiębiorstw w ujęciu realnym wyniosła 2,7%, co oznaczało spadek, odpowiednio, z 4,9% w czwartym kwartale 2007 r. i z 5,1% w pierwszym kwartale roku 2008. Tendencja wynikała przede wszystkim ze zmniejszenia się do niedawna wysokiego w nim udziału kredytów i pożyczek udzielanych przez sektor MIF oraz w mniejszym stopniu z ograniczenia emisji kapitału akcyjnego. Utrzymał się natomiast w zasadzie niezmienny udział dłużnych papierów wartościowych (zob. wykres 19).

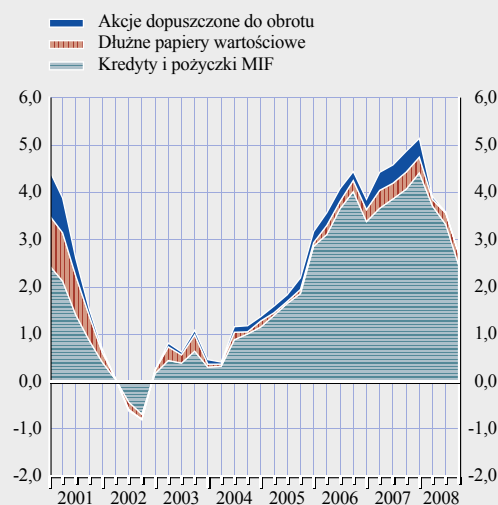
Według danych zagregowanych na poziomie przedsiębiorstw przytoczonych w finansowych

sprawozdaniach spółek giełdowych, utrzymał się poziom zysków w pierwszym półroczu 2008 r. (zob. wykres 20). Jednak w drugiej połowie 2008 r. miary rentowności przedsiębiorstw znacznie spadły. Równocześnie w ostatnim kwartale 2008 r. oczekiwane dochody w strefie euro mocno urealniono dół. Pod koniec roku liczba korekt w dół zysków spółek giełdowych strefy euro osiągnęła niespotykanie wysoki poziom.

W 2008 r. nieco osłabła dynamika akcji kredytowej MIF dla przedsiębiorstw. Spadła ona z nominalnego maksimum 15,0% w marcu 2008 r., do poziomu 9,4% w grudniu. Zachowanie solidnej stopy wzrostu, w ujęciu rok do roku, nie pokazuje utraty dynamiki akcji kredytowej MIF dla sektora przedsiębiorstw, poprzez efekt przeniesienia ożywionego wzrostu z pierwszej połowy 2008 r. Istotnie, jak pokazują krótkoterminowe stopy wzrostu, wzrost był wolniejszy pod koniec roku, co było bardziej wyraźne w grudniu i wynikało z pogorszenia się warunków

**Wykres 19 Analiza realnej rocznej stopy wzrostu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw<sup>1)</sup>**

(roczne zmiany w procentach)

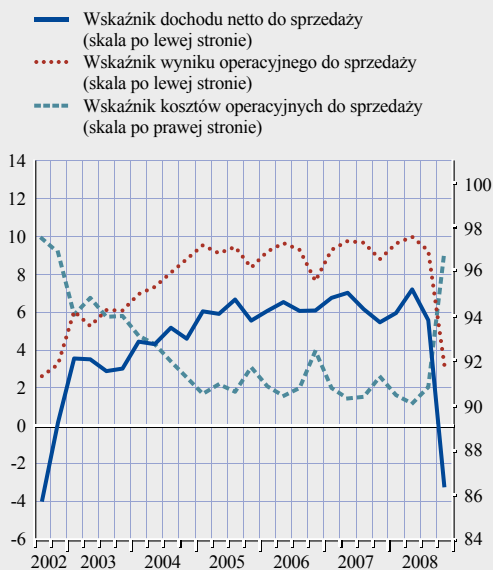


Źródło: EBC.

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

## Wykres 20 Wskaźniki rentowności przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie

(w procentach, dane kwartalne)



Źródła: Thomson Financial Datastream oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Obliczenia oparto na zagregowanych kwartalnych sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie. Wartości odstające (ang. *outliers*) usunięto z próby. W porównaniu z wynikiem operacyjnym, który jest zdefiniowany jako sprzedaż pomniejszona o koszty operacyjne, dochód netto to wynik operacyjny oraz dochód z innej działalności po opodatkowaniu i uwzględnieniu pozycji nadzwyczajnych.

ków finansowania. Spowalnianie akcji kredytowej jest zasadniczo zgodne z zaostrzeniem warunków finansowania, jakie zgłaszano podczas badań sondażowych akcji kredytowej banków przeprowadzonego w ramach Eurosystemu w ciągu roku, zmniejszeniem się fali fuzji i przejęć oraz rozwojem dekonunktury gospodarczej. Kwestią otwartą pozostaje wyjaśnienie utraty dynamiki akcji kredytowej MIF przy zachowaniu ożywionego tempa rozwoju, co najmniej do listopada. W pierwszej połowie 2008 r. sektor przedsiębiorstw strefy euro był nadal odporny na zmiany sytuacji, dzięki temu utrzymał się popyt na kredyty i pożyczki na finansowanie ich działalności. Do utrzymania trendu mogły też przyczynić się przedsiębiorstwa, które korzystały z linii kredytowych przyznanych im w korzystniejszych uwarunkowaniach gospodarczych. Popyt na kredyty i pożyczki bankowe mógł również wynikać z efektu substytucji, gdyż utrudnione było finansowanie

z rynku kapitałowego, wyhamował wzrost zasobów środków własnych i zmniejszyła się wielkość kredytu kupieckiego. Ponadto trudności w dostosowaniu mocy produkcyjnych i wdrożeniu programów oszczędnościowych sprawiają, że przedsiębiorstwa powstrzymują się, w krótkim okresie, od korygowania swoich systemów wydatkowania. Tym można tłumaczyć utrzymanie się popytu na kredyty i pożyczki w drugiej połowie roku, pomimo pogarszających się perspektywy wzrostu gospodarczego.

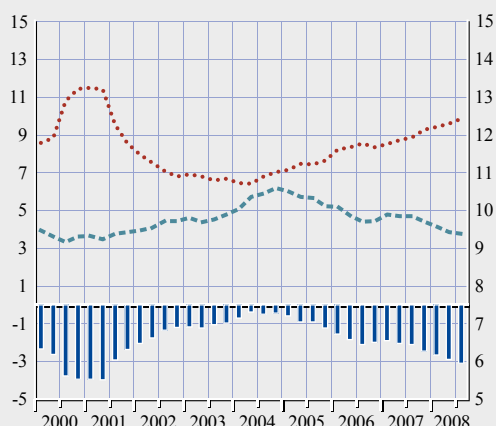
W miarę jak rosła dynamika finansowania (zarówno dłużnego, jak i kapitałowego) z rynku, rosły koszty tych źródeł finansowania. Roczna stopa wzrostu dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa spadła z ok. 9,0% na początku roku do 6,6% w grudniu 2008 r. Emisja krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, która wzrosła, kiedy doszło do zawirowań na rynkach finansowych latem 2007 r., także stopniowo słabła. Tendencję tę potwierdzają krótkoterminowe zmiany danych skorygowanych sezonowo. Opisywana sytuacja z jednej strony podwyższyła spready kredytowe dla obligacji przedsiębiorstw, a z drugiej może w dalszym ciągu odzwierciedlać spadek działalności w zakresie fuzji i przejęć. Na przestrzeni 2008 r. znacznie osłabła roczna dynamika emitowanych przez przedsiębiorstwa akcji dopuszczonych do obrotu giełdowego – w grudniu spadła ona do zera. Nieistotny udział emisji netto akcji dopuszczonych do giełdowego w finansowaniu netto sektora przedsiębiorstw w strefie euro związany jest z gwałtownie rosnącymi realnymi kosztami kapitału akcyjnego i bardzo zmiennymi warunkami panującymi na rynku kapitałowym.

Finansowanie zewnętrzne dla przedsiębiorstw rośnie, choć coraz wolniej, być może dlatego, że zwiększa się luka w finansowaniu lub kredytowaniu netto – obliczona jako suma oszczędności brutto i akumulacji kapitału brutto (zob. wykres 21). W 2007 r. aż do trzeciego kwartału 2008 r. przedsiębiorstwa w strefie euro odczuły lukę w finansowaniu, gdyż zmniejszyły się ich oszczędności i, w mniejszym stopniu dlatego, że wzrosły realne inwe-

**Wykres 21 Luka w finansowaniu przedsiębiorstw i jej główne składniki**

(jako procent PKB, średnia ruchoma za 4 kwartały)

— Luka w finansowaniu (skala po lewej stronie)  
 ..... Inwestycje niefinansowe<sup>1)</sup> (skala po prawej stronie)  
 - - - Oszczędności przedsiębiorstw<sup>2)</sup> (skala po prawej stronie)



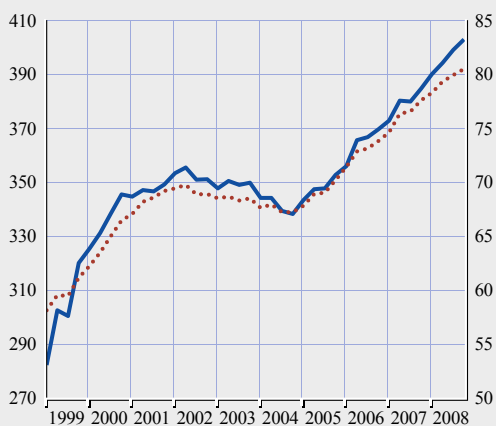
Źródło: EBC.

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

**Wykres 22 Wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw**

(w procentach)

— Wskaźnik zadłużenia do nadwyżki operacyjnej brutto (skala po lewej stronie)  
 ..... Wskaźnik zadłużenia do PKB (skala po prawej stronie)



Źródła: EBC oraz obliczenia Eurostatu i EBC.

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

stycje w stosunku do PKB. W pierwszej części 2008 r. oszczędności przedsiębiorstw spadały głównie na skutek podwyższonych płatności odsetkowych.

### DALSZY WZROST ZADŁUŻENIA PRZEDSIĘBIORSTW

Jeśli chodzi o kształtowanie się pozycji bilansu sektora przedsiębiorstw w strefie euro, to przedłużający się okres wzrostu finansowania wierzycielskiego doprowadził do dalszego zwiększenia się wskaźników zadłużenia (zob. wykres 22). W czwartym kwartale 2008 r. wskaźniki zadłużenia w stosunku do PKB i zadłużenia w stosunku do nadwyżki operacyjnej brutto wzrosły odpowiednio do 80,5% i 403%. Po okresie konsolidacji pomiędzy 2002 r. a 2004 r. wskaźniki zadłużenia sektora przedsiębiorstw rosły nieprzerwanie przez 4 ostatnie lata. Przez większą część roku 2008 nieznacznie wzrósł wskaźnik zadłużenia do aktywów finansowych przedsiębiorstw. Przerwał tym samym trend spadkowy, jaki obserwowano od pierwszego kwar-

tału 2003 r. Większe zadłużenie, w połączeniu z podwyżkami stóp procentowych, przyniosło w rezultacie znaczne zwiększenie ciężaru obsługi odsetkowej zadłużenia netto przedsiębiorstw w ciągu 2008 r.

### 2.3 KSZTAŁTOWANIE SIĘ CEN I KOSZTÓW

W 2008 r. średnia inflacja HICP ogółem wynosiła 3,3%. W porównaniu z ubiegłymi latami, kiedy roczne stopy inflacji koncentrowały się w okolicy 2,2%, znacznie wzrosła. Istotnie też przewyższyła poziom, jaki EBC określił w definicji stabilności cen w perspektywie średniookresowej (zob. tabela 1). Na jej wzrost w 2008 r. złożyły się dwa odmienne trendy w przebiegu inflacji HICP w ciągu roku: z wyjściowego, i tak już wysokiego, poziomu 3,1% na koniec 2007 r., roczne stopy inflacji zwiększyły się do wartości szczytowej 4,0% w czerwcu i lipcu 2008 r., a następnie przez kilka ostatnich miesięcy roku gwałtownie spadały, by osiągnąć 1,6% w grudniu.

**Tabela 1 Zmiany cen**

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

	2006	2007	2008	2007 IV kw.	2008 I kw.	2008 II kw.	2008 III kw.	2008 IV kw.	2008 gru.	2009 sty.
<b>Wskaźnik inflacji HICP i jego składniki</b>										
Indeks ogólny	2,2	2,1	3,3	2,9	3,4	3,6	3,8	2,3	1,6	1,1
Nośniki energii	7,7	2,6	10,3	8,1	10,7	13,6	15,1	2,1	-3,7	-5,3
Żywność nieprzetworzona	2,8	3,0	3,5	3,1	3,5	3,7	3,9	3,0	2,8	2,6
Żywność przetworzona	2,1	2,8	6,1	4,5	6,4	6,9	6,7	4,3	3,5	2,7
Artykuły niezwyrodniościowe z wyłączeniem nośników energii	0,6	1,0	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,5
Usługi	2,0	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,4
<b>Pozostałe wskaźniki cenowe</b>										
Ceny producentów w przemyśle <sup>1)</sup>	5,1	2,8	6,2	4,0	5,4	7,1	8,5	3,7	1,6	-
Ceny ropy (EUR za baryłkę) <sup>2)</sup>	52,9	52,8	65,9	61,0	64,2	78,5	77,6	43,5	32,1	34,3
Ceny surowców <sup>3)</sup>	24,8	9,2	4,4	1,6	11,9	7,1	8,6	-10,7	-17,1	-20,7

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

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

1) Z wyłączeniem budownictwa.

2) Mieszanek Brent (dostawa z terminem miesięcznym).

3) Z wyłączeniem nośników energii, w EUR.

W wysocy niejednorodnej strukturze inflacji HICP ogółem w 2008 r. dominowały zmiany cen surowców na świecie (energii i innych surowców, w tym żywności) (zob. wykres 23). O ile przez pierwszą część roku na rynkach światowych rządził popyt i w efekcie surowce szybko drożały, o tyle ostra dekoniunktura w drugiej połowie roku, która przełożyła się na wyraźne spowolnienie pod jego koniec, gwałtownie załamała wzrost cen w tej kategorii. Przez pierwsze półrocze 2008 r. wciąż szczególnie mocno rosły ceny ropy naftowej – tak jak w 2007 r. W kontekście niekorzystnej relacji podaży i popytu, na początku lipca osiągnęły one rekordowo wysoki poziom. W drugiej połowie ceny ropy gwałtownie gwałtownie załamały się i spadły do znacznie niższych poziomów niż na początku roku. Jednocześnie inflacja cen żywności przetworzonej, która startowała z już podwyższonych poziomów na koniec 2007 r., w pierwszej połowie roku mocno wzrosła – ponieważ zmniejszyły się światowe zapasy surowców żywnościowych – a następnie gwałtownie spadła pod koniec roku. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności (przetworzonej i nieprzetworzonej) utrzymała z kolei generalnie stabilny poziom (1,9 % w 2008 r. w porównaniu z 1,8 % w 2007 r.).

Koszty pracy zwiększyły się w pierwszym półroczu 2008 r. ze względu na znaczną presję na wzrost jednostkowych kosztów pracy. Jednocześnie wskutek czynników koniunkturalnych poważnie zmniejszyła się wydajność pracy. W konsekwencji mniej więcej w połowie roku poważnie wzrosły obawy, że w strefie euro wyraźnie da się odczuć efekty drugiej rundy. Obawy te ustąpiły na jesieni, gdy gospodarka weszła w etap widocznej dekoniunktury.

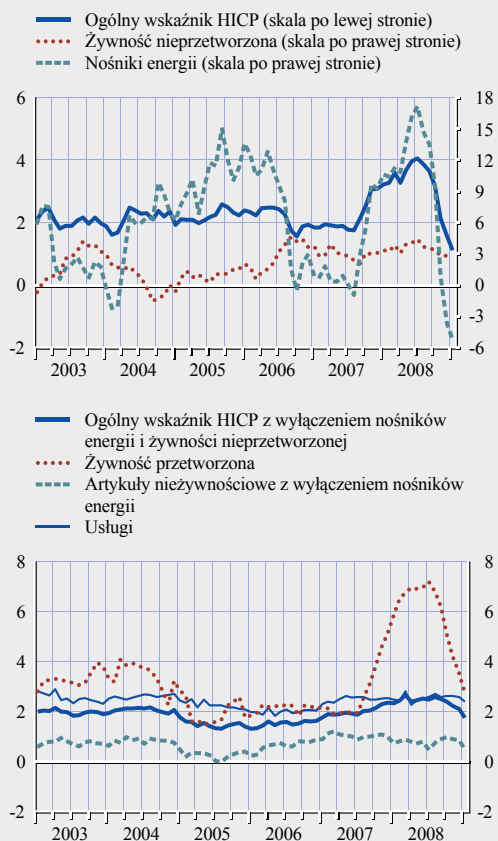
Wraz z tym, inflacja postrzegana i oczekiwana przez konsumentów, która w pierwszej połowie roku wyraźnie wzrosła i osiągnęła najwyższy poziom od wprowadzenia euro, pod koniec roku zaczęła się obniżać.

### ISTOTNY WPŁYW CEN ENERGII I ŻYWNOCI NA INFLACJĘ HICP

W 2008 r. wyraźne zmiany inflacji HICP w strefie euro wynikały przede wszystkim ze zmienności cen surowców. Stale rosnącą dynamikę rocznej stopy wzrostu w strefie euro, która osiągnęła rekordowe 4,0% w czerwcu i lipcu, poprzedzały niespotykane wcześniej podwyżki cen energii, cen przemysłowych i surowców żywnościowych (zob. ramka 4). Z kolei przed końcem roku inflacja HICP gwałtownie spadła do poziomu 1,6%

**Wykres 23** Struktura wskaźnika inflacji HICP: główne składniki

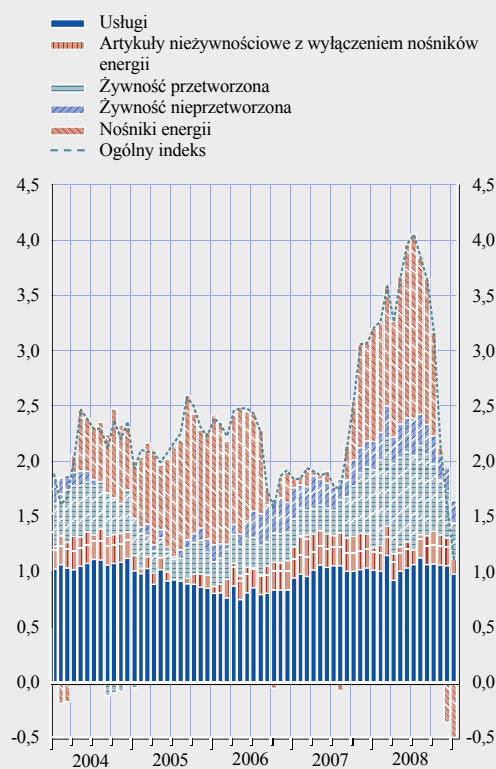
(roczne zmiany w procentach, dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

**Wykres 24** Udział głównych składników inflacji HICP

(udziały w punktach procentowych w ujęciu rocznym, dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Ze względu na zaokrąglenia udziały nie sumują się dokładnie do wartości ogólnego indeksu.

ponieważ w efekcie ostrej dekonjunktury na rynkach światowych znacznie potaniała ropa naftowa i cała gama innych surowców, m. in. żywności, a także zadziałał korzystny efekt bazy.

Kategoria „energia” inflacji HICP – z wagą 9,8% w HICP ogółem – ewoluowała w sposób burzliwy. Odzwierciedlała ona tym samym z jednej strony gwałtowne zmiany cen energii paliw płynnych (takich jak benzyna, olej napędowy i opały) zdeterminowanych cenami ropy, a drugiej strony, opóźnioną reakcją cen energii z wyłączeniem ropy (takich jak elektryczność i gaz), które zazwyczaj powielają ewolucję cen ropy naftowej z opóźnieniem (zob. wykres 24).

W czerwcu 2008 r. liczone w euro ceny ropy naftowej były około 63% wyższe niż rok wcześniej, natomiast do grudnia 2008 r. spadły odpowiednio o 49% i o około 63% z poziomu odnotowanego rok wcześniej i wartości szczytowej z czerwca 2008 r. Ta duża zmienność przebiegu rocznego została też pogłębiona dużymi zmianami marż za rafinację. Roczna dynamika zmian energii HICP wzrosła z 9,1% w grudniu 2007 r. do 17,0% w lipcu 2008 r., następnie gwałtownie osłabła, a w grudniu przyjęła nawet wartości ujemne, tj. -3,6%.

Roczna dynamika wzrostu składnika żywności przetworzonej w inflacji HICP strefy euro

odzwierciedlała ewolucję składnika energii. Na jesieni 2007 r. znacznie wzrosła, aby od połowy 2008 r. wejść w okres szybkiego spadku. Roczna stopa zmian cen żywności przetworzonej zwyżkowała z 2,0% w lipcu 2007 r. do 7,2% w lipcu 2008 r., po czym ponownie spadła do 3,6% w grudniu 2008 r. Znaczny udział w tych procesach odegrały składniki silnie powiązane z cenami surowców rolniczych na świecie: chleb i produkty zbożowe, artykuły mleczarskie, oraz oleje jadalne i tłuszcze. W ciągu całego roku 2008 inflacja cen żywności przetworzonej osiągnęła średnio 6,1% w porównaniu z poziomem 2,8%

w 2007 r. Z kolei ceny żywności nieprzetworzonej w 2008 r. wzrosły o 3,5% w porównaniu z poziomem 3,0% w 2007 r.

W 2008 r. inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności (przetworzonej i nieprzetworzonej) utrzymała dość stały poziom. Wpływ znacznej podwyżki cen zużycia pośredniego z tytułu wysokich cen surowców (energetycznych i nieenergetycznych) zrównoważyło i stłumiło znacznie słabsze oddziaływanie cen importu w sytuacji, gdy do półroczu umacniało się euro, a konkurencja międzynarodowa była wysoka. Działywały też korzystne

#### Ramka 4

### CENY SUROWCÓW I INFLACJA HICP

W okresie od początku 2005 r. do lipca 2008 r. gwałtownie podrożało wiele surowców (zob. wykres A). Od tego czasu znacznie spowolnił wzrost gospodarczy na świecie. Przyniosło to spadek cen surowców, które jednak utrzymały się powyżej poziomów z początku 2005 r. Te ruchy cen – szczególnie ropy naftowej i żywności – wywierały znaczny wpływ na ceny konsumpcyjne w strefie euro i w istotnym stopniu tłumaczą one, dlaczego w 2008 r. wzrosła inflacja HICP. W ramce omówiono wpływ cen surowców na inflację w strefie euro.<sup>1</sup>

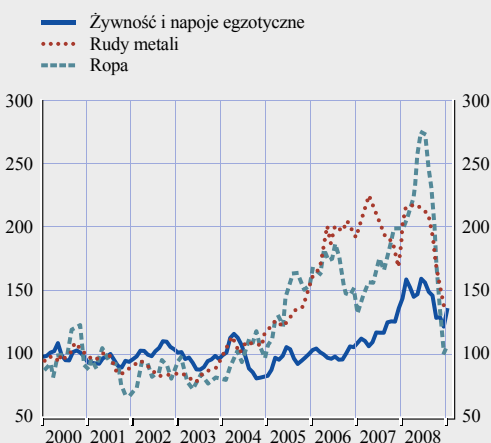
#### Wpływ bezpośredni i pośredni

Podwyżki cen surowców przekładają się na inflację HICP w sposób bezpośredni – poprzez bezpośrednie oddziaływanie na ceny konsumpcyjne energii i żywności, których udział w ogólnej inflacji HICP sięga niemal 30%. Z drugiej strony, mogą one również wywierać wpływ pośredni na ceny konsumpcyjne poprzez ceny producentów. Przedsiębiorstwa bowiem ponoszą wyższe koszty zużycia pośredniego i przenoszą je na ceny sprzedaży, żeby utrzymać lub przywrócić marżę zysku.

Stopień w jakim podwyżki kosztów przenoszą się na dalsze etapy produkcji i na konsumentów zależy od kilku czynników, jak presje konkurencyjne na rynku i uwarunkowania koniunkturalne. Zanim

Wykres A Ceny surowców

(indeks: 2000 r. = 100, dane miesięczne w EUR)



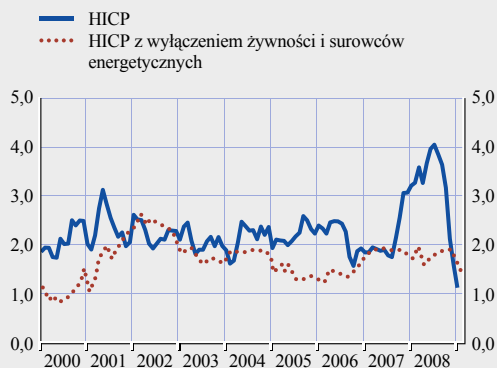
Źródła: HWWI oraz obliczenia EBC.

<sup>1</sup> Zob. artykuł „Oil prices and the euro area economy” i ramkę „Recent oil price developments and their impact on euro area prices” w edycjach Biuletynu Miesięcznego EBC, odpowiednio w listopadzie 2004 r. i w lipcu 2004 r. (nietłumaczone na jęz. polski).



### Wykres B Inflacja HICP

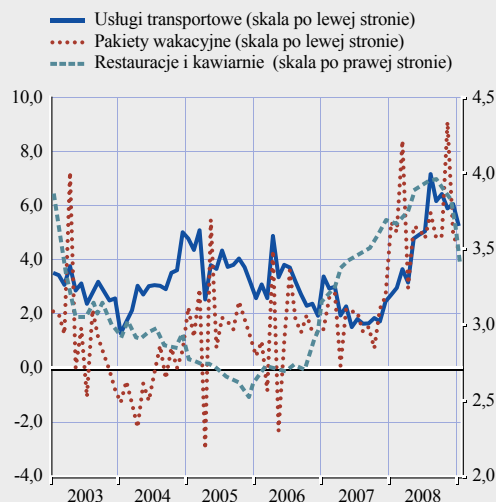
(roczne zmiany w procentach, dane miesięczne)



Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

### Wykres C Wybrane usługi ujęte we wskaźniku HICP

(roczne zmiany w procentach, dane miesięczne)



Źródło: Eurostat.

szoki kosztowe przejdą przez łańcuch dostaw, mijają pewien okres. Uznaje się więc, że oddziaływanie pośrednie urzeczywistnia się z większym opóźnieniem i trwa dłużej niż oddziaływanie bezpośrednie.

Analiza danych pokazuje, że inflacja ogólna HICP zwiększała się od sierpnia 2007 głównie za sprawą bezpośredniego i pośredniego oddziaływania szoków cen surowców. Odpowiednio więc, do lipca 2008 r. znacznie wzrosły ceny żywności przetworzonej i nieprzetworzonej oraz energii – składników HICP w większym stopniu narażonych na szok. W omawianym okresie zasadniczo ustabilizowały się natomiast miary inflacji z wyłączeniem żywności i energii (zob. wykres B).

Oddziaływanie pośrednie mogło się uwidocznić także w innych składnikach HICP, które wykorzystują ropę naftową i żywność nieprzetworzoną w charakterze wkładu produkcji. Tytułem ilustracji, w obrębie składnika usług można wyodrębnić ceny usług związanych z transportem, turystyką zorganizowaną i restauracjami. W wytworzeniu tych składników istotną rolę odgrywają ropa naftowa i żywność. W 2008 r., kiedy podrożały surowce, składniki te znacznie zwiększyły swój udział w całkowitej inflacji HICP (zob. wykres C). Z drugiej jednak strony, powiększenie ich udziału może wynikać z innych czynników niż podwyżki cen ropy naftowej i żywności, jak zmiany wynagrodzeń i siła popytu konsumentów, zwłaszcza w pierwszym półroczu.

### Efekty drugiej rundy

Oprócz oddziaływania bezpośredniego i pośredniego, określanych zazwyczaj jako efekty pierwszej rundy, szok cen surowców pociąga również za sobą ryzyko określane mianem efektów drugiej rundy. One również mogą oddziaływać w kierunku zwiększenia cen konsumpcyjnych. Efekty drugiej rundy zazwyczaj odnoszą się do wzrostu cen konsumpcyjnych w większym stopniu niż w przypadku efektów pierwszej rundy z powodu oddziaływania szoku na zachowania w zakresie ustalania płac i kształtowania cen. Inflacja zwiększająca się wskutek bezpośrednich i pośrednich oddziaływań szoków cen surowców może doprowadzić do wystąpienia efektów drugiej rundy, jeśli podmioty gospodarcze

(zwłaszcza odpowiedzialne za kształtowanie cen i płac) pragną zrekompensować utratę dochodów realnych, spowodowaną wcześniejszymi szokami inflacyjnymi. Może to odpowiednio wpłynąć na oczekiwania inflacyjne i w dalszej kolejności na zachowanie w zakresie ustalania płac i kształtowania cen. Tak oto, przejściowy szok inflacyjny może się utrwalić, a jego usunięcie może się wiązać z dodatkowymi kosztami.

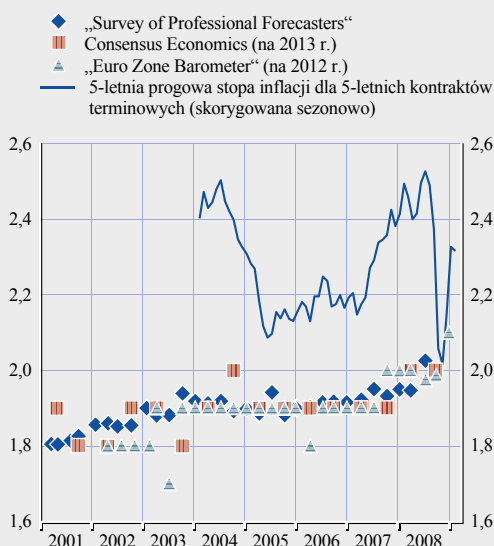
Prawdopodobieństwo że szok cen surowców doprowadzi do zaistnienia efektów drugiej rundy zależy od kilku czynników, jak stan koniunktury gospodarczej, elastyczność rynków towarów i pracy (zwłaszcza funkcjonujące automatyczne mechanizmy indeksacji, jakie wpływają na procesy ustalania płac i kształtowania cen), mechanizmy tworzenia oczekiwań inflacyjnych i kwestia kluczowa: wiarygodność banku centralnego.

Kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych i kosztów pracy można wykorzystać do monitorowania ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. W okresie od półrocza 2007 r. do półrocza 2008 r. mocno rosły oczekiwania inflacyjne wyprowadzone z badań ankietowych zrealizowanych przez analityków zawodowo zajmujących się prognozami. Oczekiwania implikowane poprzez progowe stopy inflacji wyznaczone na podstawie rentowności obligacji kształtowały się w tym okresie według trendu wznoszącego, lecz wraz z nasileniem zaburzeń finansowych i następującym po nich spadkiem cen ropy nastąpiło odwrócenie tego trendu (zob. wykres D). Negocjacje płacowe przeprowadzane w 2008 r. również wskazują na znaczny wzrost wynagrodzeń w wielu krajach strefy euro, choć trudno oszacować, w jakim zakresie podwyżki te odzwierciedlają efekty drugiej rundy (temat aktualnej sytuacji płacowej w strefie euro poruszony jest w ramce 5).

O ile z jednej strony nieuniknione jest „automatyczne” oddziaływanie szoku cen surowców na ceny konsumpcyjne i możliwe są efekty pośrednie w zależności od transmisji szoków poprzez łańcuch cenowy, o tyle z drugiej strony bezwzględnie należy unikać szerokich presji inflacyjnych w związku z efektami drugiej rundy. Rolą polityki pieniężnej ukierunkowanej na utrzymanie stabilności cen w średnim terminie jest zagwarantowanie, że szok cen surowców nie wpływa na długoterminowe oczekiwania inflacyjne i nie wywołuje szerszych presji na wzrost cen. Odpowiednio więc, w kontekście wzmacniających się presji inflacyjnych, Europejski Bank Centralny, pragnąc ustabilizować oczekiwania inflacyjne w lipcu 2008 r., postanowił podwyższyć swoje podstawowe stopy procentowe. Działania to zostało jednak z nawiązką zniwelowane w dalszej części roku, kiedy stało się jasne, że za sprawą spadku cen surowców i spowolnienia gospodarczego znacznie osłabną presje inflacyjne.

#### Wykres D Długoterminowe oczekiwania inflacyjne na podstawie badań i progowej stopy inflacji

(roczne zmiany w procentach)



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

Uwaga: Przewidywania dotyczące długookresowych oczekiwań inflacyjnych podawane są co pół roku w prognozach Consensus Economics i kwartalnie – przygotowanych przez EBC w „Survey of Professional Forecasters” (SPF) i „Euro Zone Barometer”. Ostatnie dane dotyczące progowej stopy inflacji pochodzą z 27 lutego 2009 r., SPF oraz „Euro Zone Barometer” – styczeń 2009 r. oraz Consensus Economics – październik 2008 r.

efekty bazy, jako że wprowadzona 1 stycznia 2007 r. w Niemczech podwyżka podatku VAT o 3 punkty procentowe, na początku 2008 r. przestała rzutować na roczne stopy inflacji.

W 2008 r. nieenergetyczne dobra przemysłowe podrożały o 0,8%, nieco mniej w porównaniu z 1,0% w 2007 r. Przez pierwsze półrocze 2008 r. inflacja cen powyższych artykułów rosła powściągliwie, pomimo że ujawniły się presje kosztów zużycia pośredniego, które sygnalizowali producenci krajowi, jak też wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych. W przybliżeniu od lipca trwa ponowny wzrost w tej kategorii inflacji, spowodowany m.in. ostrą aprecjacją dolara USA w drugim półroczu oraz nadzwyczajną sezonową letnią przecenę tekstyliów.

Inflacja cen usług ustabilizowała się na znacznej części roku 2008, po wysokim wzroście w 2007 r. zachowała jednak dość podwyższony poziom rzędu 2,5%. O ile z jednej strony podwyżki cen surowców na świecie, zwłaszcza ropy naftowej i żywności, pośrednio oddziaływały w sposób trwały na wzrost cen niektórych składników usług, jak usługi transportowe i usługi restauracji i kawiarni, w znacznym stopniu równoważyła je dynamika cen innych składników, takich jak telekomunikacja, które znacznie spadły.

#### W 2008 R. WZROSŁA INFLACJA CEN PRODUCENTÓW, LECZ POD KONIEC ROKU NASILIŁY SIĘ PRESJE NA JEJ OBNIŻENIE

Późną wiosną w łańcuchu dostaw nadzwyczaj mocno nasiliła się presja na wzrost cen, co przy wysokiej inflacji cen surowców, pogłębiało obawy inflacyjne. Jesienią jednak presje te stopniowo ustępowały, a przez kilka ostatnich miesięcy roku osłabły w jeszcze większym stopniu – przy czym od października obniżały się ceny indeksów (z wyłączeniem energii i budownictwa) – a wraz z tym ceny surowców zaczęły szybko spadać i zmniejszyły się presje na czynniki produkcji (zarówno kapitał jak i pracę).

W 2008 r. roczny wskaźnik zmian cen producentów w przemyśle w strefie euro (z wyłączeniem budownictwa) wyniósł średnio 6,2%,

ukształtował się więc znacznie powyżej poziomu z 2007 r. (2,8%). Roczna stopa inflacji cen producentów z historycznego maksimum 9,2% w lipcu 2008 r. gwałtownie spadła do 1,7% w grudniu 2008 r., przede wszystkim dlatego, że zmieniały się ceny energii i żywności. Roczny wskaźnik zmian cen producentów energii zwykła kował do 24,9% w lipcu 2008 r., a następnie spadł do 1,6% przed grudniem 2008 r.

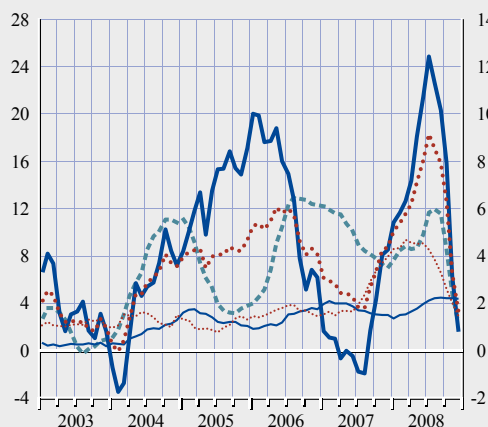
Roczny wzrost cen producentów przemysłowych z wyłączeniem budownictwa i energii osiągnął swój maksymalny poziom w 2008 r., tj. 4,4%, w lipcu, aby w dalszej kolejności obniżyć się do 1,6% w grudniu. Powyższe dynamiczne zmiany – w różnym stopniu i czasie – oddziaływały na dobra zaopatrzeniowe i konsumpcyjne, mniejszy wpływ wywierały natomiast na dobra inwestycyjne (zob. wykres 25).

Na przestrzeni pierwszych ośmiu miesięcy roku inflacja cen dóbr zaopatrzeniowych przyspieszyła, aby w sierpniu ukształtowała się na szczytowym poziomie 6,0%. W pierwszej połowie roku utrzymywała się presja na zwiększenie cen

**Wykres 25 Struktura cen producentów w przemyśle**

(roczne zmiany w procentach, dane miesięczne)

- Nośniki energii (skala po lewej stronie)
- Przemysł z wyłączeniem budownictwa (skala po prawej stronie)
- - - Dobra zaopatrzeniowe (skala po prawej stronie)
- Dobra inwestycyjne (skala po prawej stronie)
- Dobra konsumpcyjne (skala po prawej stronie)



Źródło: Eurostat.

Uwaga: Dane odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Słowacji.

**Tabela 2 Wskaźniki kosztów pracy**

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

	2006	2007	2008	2007 IV kw.	2008 I kw.	2008 II kw.	2008 III kw.	2008 IV kw.
Płace negocjowane	2,3	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,5
Całkowite godzinowe koszty pracy	2,5	2,6	.	2,9	3,5	2,8	4,0	.
Wynagrodzenie na pracownika	2,2	2,5	.	2,9	3,1	3,4	3,5	.
<i>Pozycje pozabilansowe:</i>								
Wydajność pracy	1,3	0,8	.	0,4	0,5	0,2	-0,1	.
Jednostkowe koszty pracy	0,9	1,7	.	2,5	2,6	3,2	3,6	.

Źródła: Eurostat, dane krajowe oraz obliczenia EBC.

dóbr zaopatrzeniowych, gdyż drożały surowce przemysłowe i energia. Z kolei w drugim półroczu rynki światowe osłabły, aktywność gospodarcza zmniejszyła się, a przez to ustabilizowały się ceny produkcji w wielu obszarach sektora dóbr zaopatrzeniowych. Przed końcem roku wiele cen produkcji załamało się wskutek wyraźnej już dekonjunktury.

Roczny wzrost cen dóbr inwestycyjnych przebiegał spokojniej. Przyspieszył nieco do 2,2% we wrześniu (odwrócił tym samym trend spadkowy z 2007 r.), a pod koniec roku ustabilizował się, gdyż gwałtownie słabł popyt, a przez to nasilała się konkurencja.

Na dalszych etapach łańcucha dostaw w pierwszym półroczu 2008 r. – tak jak przez kilka ostatnich miesięcy 2007 r. – w dalszym ciągu wyraźnie drożały dobra konsumpcyjne. Roczna zmiana ogółem cen dóbr konsumpcyjnych w marcu 2008 r. wzrosła do 4,7%, tj. najwyższego poziomu od wprowadzenia Unii Walutowej w 1999 r. Przesądziły o niej szczególnie ceny dóbr nietrwałych, które odzwierciedlały presję na wzrost cen żywności na świecie. W ciągu roku stabilnie kształtowała się roczna stopa zmiany cen dóbr konsumpcyjnych z wyłączeniem cen tytoniu i żywności.

W ogólnym ujęciu, do końca roku osłabł popyt w strefie euro. W rezultacie, na poszczególnych etapach produkcji znacznie wzmogła się konkurencja rynku. Bardziej konkurencyjne środowisko wraz z taniejącymi surowcami na rynkach światowych powodowały powszechny spadek

(lub stabilizację) cen zużycia pośredniego i cen produkcji, zarówno w sektorze przetwórstwa przemysłowego, jak też w sferze usług.

#### **ZNACZNY WZROST KOSZTÓW PRACY**

Jak wskazują dostępne wskaźniki kosztów pracy dla strefy euro, po latach ograniczenia płac, na przełomie lat 2007/2008 nastąpił znaczny wzrost ich dynamiki. Przez pierwsze trzy kwartały roku średnia roczna stopa wzrostu wynagrodzeń na pracownika wynosiła 3,3%, znacznie powyżej średnich rocznych stóp wzrostu za lata 2005-2007, które oscylowały w przedziale pomiędzy 1,8% a 2,5% (zob. tabela 2). Podobnie sytuacja przedstawia się w przypadku wynagrodzeń godzinowych. Na pierwszym kwartale 2008 r. zaważyła jednak wcześniej wypadająca w tym roku Wielkanoc, przez co ostro wzrosły szeregi dla tego kwartału. Na przestrzeni 2008 r. wzrosły też płace negocjowane, z przedziału 2,1%-2,3%, w którym się kształtowały przez ubiegłe lata do 2,9%, 3,4% i 3,5% odpowiednio w pierwszym półroczu, trzecim oraz czwartym kwartale 2008 r.

Wzrost dynamiki płac w pierwszym półroczu mógł odzwierciedlać – pomijawszy pewne różnice tempa wzrostu zatrudnienia w zależności od wysokości płac – zacieśniający się rynek pracy i pośrednie bądź bezpośrednie oddziaływanie wcześniejszych tendencji rozwojowych HICP. Surowce na rynkach światowych gwałtownie drożały, rynek pracy zacieśniał się a koniunktura gospodarcza z dużym opóźnieniem przekładała się na znaczące zmiany kosztów pracy. A zatem indeksacja płac do wyso-

kiej inflacji już w pierwszej połowie 2008 r. powodowała ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy mogących przeważać nad wytlumieniem kosztów płac wywołanym przez oczekiwane wówczas spowolnienie gospodarcze.

Presje inflacyjne na świecie szybko ustępowały. Wraz z tym inflacja zasadnicza HICP obniżyła się do poziomu poniżej 2% do grudnia 2008 r. Kiedy natomiast gwałtownie osłabła koniunktura w strefie euro, zanikło też ryzyko, urzeczywistnią się w szerokim ujęciu efekty drugiej rundy. Oczekiwano, że ze względu na niepewne perspektywy gospodarcze strefy euro, przedsiębiorstwa wdrożą działania, ażeby ograniczyć koszty pracy. Presje na wzrost płac zmniejszały się również w miarę szybko pogarszających się warunków na rynku pracy.

Wedle danych sektorowych, różne sektory wykazywały odmienne zachowania. W 2008 r. wszystkie wskaźniki kosztów pracy szczególnie szybko wzrastały w sektorze budowlanym. Mogło to świadczyć o wystąpieniu pewnych efektów kompozycji, gdy zwolnienia koncen-

trowały się w grupie niżej opłacanych pracowników, a pomiędzy regionami występowały wyraźne różnice. Wynagrodzenia na pracownika w usług wzrosły znacznie, szczególnie w odniesieniu do usług nierynkowych (zob. wykres 26). Natomiast w sektorze przemysłowym, w średnim ujęciu inflacja kosztów pracy wzrosła tylko nieznacznie przy znacznej zmienności w ciągu 2008 r.

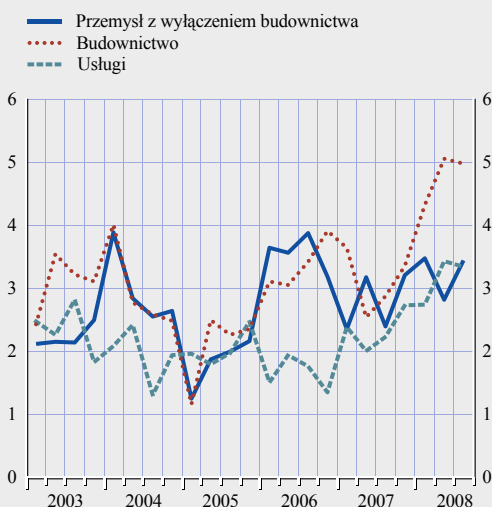
Aktywność gospodarcza zmniejszyła się. Spodziewano się także, że koniunktura niekorzystnie wpłynie na wydajność pracy, stąd też jednostkowe koszty pracy raptownie wzrosły i zmniejszyły się marże przedsiębiorców. W trzech pierwszych kwartałach 2008 r. w średnim ujęciu wzrost wydajności pracy obniżył się do 0,2%, aby w III kw. 2008 r. przyjąć nawet wartości ujemne w porównaniu z dynamiką na poziomie 1% w latach 2006 i 2007. Jednostkowe koszty pracy raptownie zwyżkowały z wyjściowej rocznej stopy wzrostu na poziomie 1,6% w trzecim kwartale 2007 r. do 3,6% w trzecim kwartale 2008 r. Przez pierwsze trzy kwartały 2008 r. średnie jednostkowe koszty pracy wzrosły o 3,2% w ujęciu rocznym, wobec średnich stóp wzrostu w latach 2007 i 2006 na poziomie, odpowiednio, 1,7% i 0,9%. Szybki wzrost w powyższej kategorii skonsumował zyski wypracowane w ciągu 2008 r., gdy przedsiębiorstwa nie były w stanie przenieść całości tych kosztów na konsumentów. Jak wskazywał indeks całkowitej marży zysku, mierzony jako różnica między stopą wzrostu deflatora PKB i jednostkowych kosztów pracy, po kilku latach wzrostu nastąpił spadek tej marży. Średnioroczny wzrost całkowitej marży zysku w 2007 r. wzrósł o 0,9 punktów procentowych, aby w ciągu trzech pierwszych kwartałów 2008 r. obniżyć się o 0,9 punktów procentowych w porównaniu z odpowiednim okresem 2007 r.

#### DALSZE SPOWOLNIENIE WZROSTU CEN NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

W pierwszym półroczu 2008 r. dalej spowalniały – kontynuując trend zainicjowany już w drugim półroczu 2005 r. – pominięte we wskaźnikach inflacji HICP ceny nieruchomości mieszkaniowych. Wedle aktualnych szacunków,

**Wykres 26 Wynagrodzenie na pracownika w poszczególnych sektorach**

(roczne zmiany w procentach, dane kwartalne)

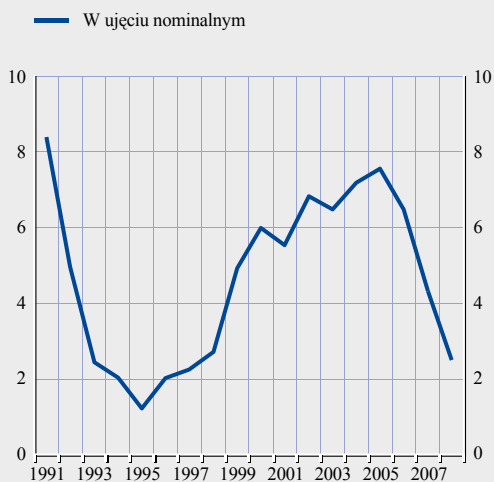


Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Słowacji.

### Wykres 27 Zmiany cen nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro

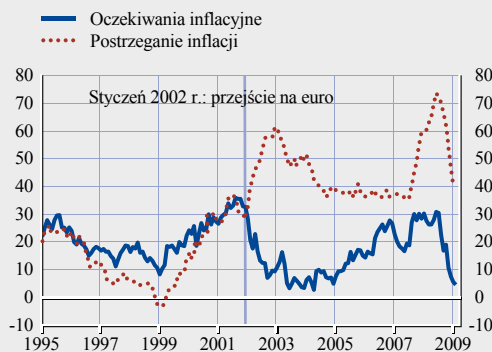
(roczne zmiany w procentach, dane roczne)



Źródło: Obliczenia EBC oparte na nieujednoliconych danych krajowych.  
Uwaga: Dane za 2008 r. odnoszą się do pierwszego półrocza.

### Wykres 28 Jakościowe postrzeganie i oczekiwania konsumentów strefy euro dotyczące inflacji

(salda procentowe, skorygowane sezonowo)



Źródło: Badania sondażowe przedsiębiorstw i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.  
Uwaga: Dane odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Słowacji.

roczna stopa wzrostu w tej kategorii cen w całej strefie euro spadła z 3,9% w drugim półroczu 2007 r. do 2,7% w pierwszym półroczu 2008 r. (zob. wykres 27). Jak potwierdzają dane krajowe, w pierwszym półroczu 2008 r., pomimo pewnego zróżnicowania pomiędzy krajami, inflacja cen nieruchomości mieszkaniowych stopniowo spowalniała w całej strefie euro. W porównaniu z latami 2006 i 2007 wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych znacznie spowolnił w Belgii, Hiszpanii i we Francji. W drugim półroczu 2007 r. nieruchomości zaczęły wręcz tanieć w Irlandii, a w pierwszym półroczu 2008 r. to samo miało miejsce na Malcie. Z drugiej strony, w pierwszym półroczu 2008 r. ceny nieruchomości wzrosły w Austrii, Holandii, Portugalii i we Włoszech w porównywalnym stopniu jak w 2007 r. W Niemczech z danych można wyczytać, że po okresie niższej dynamiki w 2008 r. mieszkania i domy nieco zdrożały.

### POSTRZEGANA INFLACJA I OCZEKIWANIA INFLACYJNE

Ostry wzrost inflacji zasadniczej w pierwszym półroczu 2008 r. przesądził o skoncentrowa-

niu się przy ocenie przyszłej sytuacji w zakresie inflacji na dwóch zagadnieniach: inflacji postrzeganej i oczekiwaniach inflacyjnych. Stosowany przez Komisję Europejską indeks jakościowy inflacji postrzeganej przez konsumentów w ciągu poprzednich 12 miesięcy dalej wzrastał, aby w połowie 2008 r. osiągnąć poziom znacznie powyżej wartości notowanych od stycznia 2002 r. po przejściu na euro w rozliczeniach gotówkowych (zob. wykres 28).

Pod koniec roku postrzeganie inflacji nieco się polepszyło. Analogicznie, w pierwszych miesiącach 2008 r. do lata wzrastały oczekiwania inflacyjne konsumentów odnośnie inflacji przez następnych 12 miesięcy (oczekiwania zgłoszone w badaniu mają podlegać ocenie w zestawieniu z wartością wyprowadzoną na podstawie postrzeganej inflacji, którą również uwzględniono w badaniu), a następnie zmalały pod koniec 2008 r. Badanie Komisji Europejskiej szacuje jednak krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne, które wykazują dużą zbieżność z inflacją obserwowaną. Nie mierzy ono długoterminowych oczekiwań inflacyjnych, które mają większe znaczenie dla prognozowa-

niem polityki pieniężnej. Jak wskazują informacje uzyskane od analityków zawodowo zajmujących się prognozami, długookresowe oczekiwania inflacyjne wyznaczane na podstawie badań ankietowych (w perspektywie 5 lat) pozostały w zasadzie na poziomie bliskim 2,0% – choć w połowie roku pojawiły się oznaki pewnych wzrostów oraz podwyższonego ryzyka, w późniejszym okresie uległy one odwróceniu (według Consensus Economics, „Euro Zone Barometer” i badań ankietowych EBC dla analityków zawodowo zajmujących się prognozowaniem). Prognozy stopy inflacji wyznaczane na podstawie obligacji indeksowanych do inflacji i transakcji swapowych w strefie euro (z wykorzystaniem implikowanych jednorocznych przyszłych prognoz stóp inflacji za 4 lata) stopniowo wzrosły do ponad 2,5% do połowy 2008 r., aby na jesieni obniżyć się i ukształtować się na poziomie około 1,8% na koniec roku. Wspomniane pomiary w

oparciu o dane z rynku (zwłaszcza dane dotyczące obligacji) były jednak zniekształcone ze względu na okres gwałtownych zmian preferencji inwestorów i restrukturyzacji portfeli. W ogólnym ujęciu, do połowy 2008 r. wiele badań i wskaźników rynkowych wskazywało na wyraźne ryzyko niestabilnych oczekiwań inflacyjnych. Wymagało to czytelnego, lecz stonowanego sygnału ze strony EBC, i przed końcem 2008 r. oczekiwania powróciły do bardziej zadawalających poziomów.

#### 2.4 PRODUKCJA, POPYT I SYTUACJA NA RYNKU PRACY

##### GWAŁTOWNE SPOWOLNIENIE AKTYWNOŚCI GOSPODARCZEJ

Wzrost realnego PKB w strefie euro zmniejszył się do 0,8% w 2008 r., co nastąpiło po okresie wysokich wzrostów o 3,0% i 2,6% odpowiednio w latach 2006 i 2007 (zob. tabela 3). Chociaż

**Tabela 3 Składniki wzrostu realnego PKB**

(zmiany w procentach, o ile nie zaznaczono inaczej; skorygowane sezonowo)

	Roczna stopa wzrostu <sup>1)</sup>								Kwartalna stopa wzrostu <sup>2)</sup>				
	2006	2007	2008	2007	2008	2008	2008	2008	2007	2008	2008	2008	2008
				IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.
Realny PKB	3,0	2,7	0,8	2,2	2,1	1,5	0,7	-1,2	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-1,5
<i>w tym:</i>													
Popyt krajowy <sup>3)</sup>	2,9	2,4	-	2,1	1,7	1,1	0,8	-	0,1	0,6	-0,3	0,4	-
Spożycie indywidualne	2,1	1,7	-	1,3	1,3	0,4	0,1	-	0,2	0,0	-0,2	0,1	-
Spożycie publiczne	1,9	2,2	-	2,0	1,4	2,0	2,2	-	0,3	0,3	0,8	0,7	-
Nakłady brutto na środki trwałe	5,8	4,2	-	3,2	3,7	2,6	0,9	-	1,0	1,4	-0,9	-0,6	-
Zmiany stanu zapasów <sup>4)</sup>	0,0	0,0	-	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-	-0,3	0,2	-0,2	0,4	-
Eksport netto <sup>5)</sup>	0,2	0,3	-	0,1	0,4	0,4	-0,1	-	0,3	0,1	0,1	-0,6	-
Eksport <sup>5)</sup>	8,6	6,0	-	4,0	5,3	3,9	2,0	-	0,5	1,7	-0,1	0,0	-
Import <sup>5)</sup>	8,4	5,4	-	3,9	4,4	3,1	2,2	-	-0,2	1,6	-0,5	1,4	-
Realna wartość dodana brutto													
<i>w tym:</i>													
Przemysł z wyłączeniem budownictwa	3,9	3,6	-	3,3	2,7	1,3	-1,1	-	0,5	0,2	-0,6	-1,3	-
Budownictwo	3,0	3,2	-	1,7	2,8	1,6	0,4	-	0,9	2,6	-1,8	-1,2	-
Usługi rynkowe <sup>6)</sup>	3,6	3,2	-	2,7	2,6	1,9	1,2	-	0,4	0,6	0,2	0,0	-

Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Przedstawione dane zostały skorygowane sezonowo oraz częściowo pod względem liczby dni roboczych, ponieważ nie wszystkie kraje strefy euro przedstawiają kwartalne rachunki narodowe skorygowane pod względem liczby dni roboczych. Dane odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Słowacji.

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

2) Zmiana procentowa w porównaniu z poprzednim kwartałem.

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

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

5) Eksport i import obejmują towary i usługi, z uwzględnieniem handlu transgranicznego w obrębie strefy euro. Ponieważ handel wewnątrz strefy euro nie został 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 i napraw, hoteli i restauracji, transportu i łączności, instytucji pośrednictwa finansowego, nieruchomości i ich wynajmu oraz działalności gospodarczej.

rok rozpoczął się dość dynamicznie, ze względu na słabnący popyt wewnętrzny i widoczne spowolnienie gospodarcze na świecie, od połowy roku nastąpiło gwałtowne pogorszenie koniunktury. Rok zakończył się gwałtownym regresem w sytuacji ponownych zawirowań na rynkach finansowych oraz załamaniem aktywności gospodarczej i popytu na świecie na praktycznie niespotykaną wcześniej skalę.

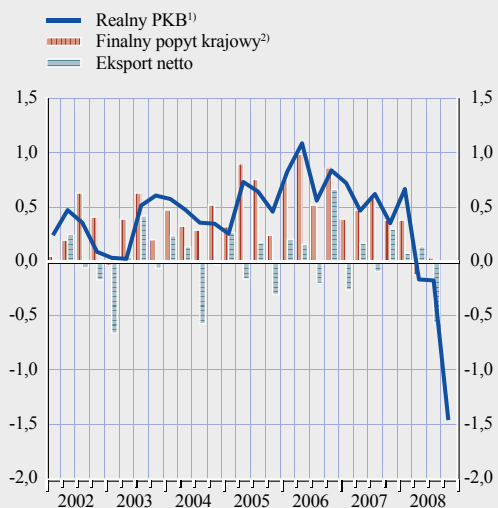
Na ewolucję kwartalnych stóp wzrostu miały wpływ różnorodne czynniki o charakterze technicznym. Wysoki wzrost PKB wynoszący 0,7% w pierwszym kwartale po części odzwierciedlał nadzwyczaj łagodną zimę w znacznej części Europy, co przyczyniło się do wzmocnienia budownictwa, a co za tym idzie - inwestycji oraz nagromadzenie zapasów, które na początku 2008 r. stymulowały wzrost gospodarczy. Powyższe czynniki przyczyniły się w drugim kwartale 2008 r. do spadku PKB o 0,2% w ujęciu kwartał do kwartału. Abstrahując od wspomnianych czynników technicznych, w pierwszym półroczu 2008 r. w ujęciu całościowym pojawiały się oznaki wskazujące na kontynuację łagodnego spowolnienia aktywności już w ciągu 2007 r., przy czym wzrost PKB w ujęciu kwartalnym wyhamował z 0,5% do 0,25%. Do wzrostu PKB w ujęciu kwartał do kwartału tylko w połowie przyczynił się popyt wewnętrzny – wobec znacząco mniejszej konsumpcji i ograniczenia inwestycji mieszkaniowych, w drugiej połowie był on pochodną eksportu netto.

W ciągu lata jednak ujawniły się wyraźne symptomy ograniczenia popytu zewnętrznego, wobec ponownego osłabienia gospodarki USA i spadku aktywności na rynkach wschodzących, dotychczas uznawanych za odporne na skutki spowolnienia na świecie (zob. wykres 29).

Od września 2008 r. zawirowania na rynkach finansowych nasilają się i rozprzestrzeniają w sposób nagły i nieoczekiwany. W konsekwencji zwiększyła się niepewność i gwałtownie wyhamowała gospodarka (-1,5% w ujęciu kwartał do kwartału). Firmy zaczęły silnie reagować na szybkie kurczenie się portfela zamówień,

**Wykres 29** Udział w kwartalnym wzroście realnego PKB

(udziały kwartalne w punktach procentowych, skorygowane sezonowo)



Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

1) Zmiana procentowa w porównaniu z poprzednim kwartałem.

2) Zdefiniowany jako popyt krajowy minus zmiany w zapasach.

opóźniając planowane inwestycje i redukując zapasy, w sytuacji droższego i trudniejszego dostępu do źródeł finansowania. Gospodarstwa domowe, z kolei, gromadziły zapasy, gdyż rosła niepewność odnośnie krótkoterminowych perspektyw zawodowych oraz niekorzystnych skutków majątkowych.

### SZEROKIE SPOWOLNIENIE WZROSTU PKB

W 2008 r. osłabienie popytu objęło szerokie spektrum składników PKB. Popyt zewnętrzny zmniejszał się, ponieważ zmniejszała się aktywność zaawansowanych gospodarek a wschodzące rynki w coraz większym stopniu odczuwały skutki zawirowań na rynkach finansowych. Popyt krajowy uległ także znacznej redukcji. W pierwszym półroczu rosnące ceny surowców miały ogromny wpływ na realny dochód gospodarstw domowych. Jednocześnie ochłodzenie na rynkach mieszkaniowych doprowadziło do szybkiego spadku inwestycji mieszkaniowych. Zmniejszające się napięcia mocy produkcyjnych, ponowna niepewność i zaostrzenie warunków finansowania doprowadziło do ograniczenia inwestycji w przedsiębiorstwach.

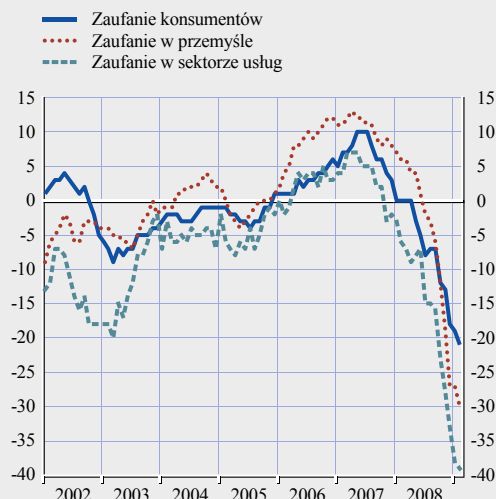


W związku z ograniczeniem wzrostu realnych dochodów, topniejącymi zasobami finansowymi, zaostrożonymi warunkami udzielania kredytów i pożyczek oraz pogorszeniem się perspektyw na rynku pracy gospodarstwa domowe znacznie ograniczyły wydatki w ciągu roku. W całym 2008 r. spożycie prywatne wzrosło o ok. 0,6%, co w całości wynikało z tak zwanego efektu przeniesienia (ang. *carry-over effect*) stopy wzrostu z 2007 r., ponieważ spożycie prywatne w całym 2008 r. wzrosło jedynie w jednym kwartale w porównaniu z 1,7% w roku 2007. Mimo iż przez większą część roku dochód nominalny gospodarstw rósł w stosunkowo szybkim tempie, dzięki silnemu wzrostowi wynagrodzeń pracowniczych (w wyniku wzrostu wynagrodzeń na pracownika oraz nadal prężnego rynku pracy), to realny dochód gospodarstw domowych do dyspozycji w znacznym stopniu pochłonęła coraz wyższa inflacja HICP. Duże podwyżki cen surowców przyczyniły się do zwiększenia kosztów typowego koszyka dóbr konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Realny dochód gospodarstw domowych do dyspozycji w ujęciu rok do roku spadł do najniższego poziomu od 2003 r. (do średnio 0,7% w trzech pierwszych kwartałach 2008 r.). Gospodarstwa domowe zareagowały ostrożnie, wybierając ograniczenie wydatków, zamiast stopniowego ograniczania spożycia i zmniejszania oszczędności.

Podczas gdy ostatni cykl cechowało względne zmniejszenie wydatków gospodarstw domowych, obecne zawirowania na rynkach finansowych są dodatkowym czynnikiem zwiększającym ich niechęć do ponoszenia wydatków. Duże spadki wartości majątku finansowego gospodarstw domowych wywołane załamaniem na rynkach akcji skłoniło je – albo z powodu postrzegania niektórych strat jako trwałe, albo ze względu na wzrost niepewności w odniesieniu do perspektyw gospodarczych – do ograniczania wydatków i zapobiegawczego zwiększania poziomu oszczędności. Na obniżenie nastrojów konsumentów wpłynęło także pogorszenie perspektyw na rynku pracy. Wskaźniki zaufania konsumentów, które osiągnęły najwyższą wartość w połowie 2007 r., w pierwszych

**Wykres 30 Wskaźniki zaufania**

(salda procentowe, skorygowane sezonowo)



Źródło: Badania sondażowe w przedsiębiorstwach i wśród konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.  
Uwaga: Prezentowane dane są odchyleniami od średniej w okresie od stycznia 1985 r. w przypadku zaufania konsumentów i w przemyśle, oraz od kwietnia 1995 r. w przypadku zaufania w sektorze usług.

miesiącach 2008 r. spadły do swoich długoterminowych średnich poziomów, a następnie dalej gwałtownie spadały, osiągając na koniec roku bardzo niskie wartości (zob. wykres 30).

Po 2 latach wysokich wzrostów (5,8% i 4,2% odpowiednio w 2006 r. i 2007 r.), w 2008 r. nastąpił gwałtowny spadek stopy wzrostu inwestycji ogółem do ok. 0,6%, przy czym spadki w ujęciu kwartał do kwartału przez 3 ostatnie kwartały równoważyły pozytywny wpływ efektów przeniesienia z 2007 r. oraz dynamiczny pierwszy kwartał, na który dobrze wpływały nadzwyczaj korzystne warunki pogodowe (ich pogorszenie przyczyniło się do osłabienia danych za drugi kwartał). Spowolnienie tempa wzrostu było bardziej widoczne w przypadku inwestycji mieszkaniowych niż w innych inwestycjach prywatnych.

Inwestycje mieszkaniowe zmniejszyły się w 2008 r. w związku z zakończeniem się w 2007 r. fazy rozwojowej cyklu w budownictwie mieszkaniowym, w sytuacji zwalnającego tempa wzro-

stu cen mieszkań. Spowolnienie to było z reguły bardziej wyraźne w krajach, które w ostatnich latach odnotowały dynamiczny wzrost. Również badania sondażowe akcji kredytowej banków prowadzone przez Eurosystem wskazywały na znaczny spadek popytu na kredyty i pożyczki na cele mieszkaniowe, odkąd w lecie 2007 r. rozpoczęły się zawirowania na rynkach finansowych. Spadek ten odzwierciedlał ogólną tendencję spadkową na rynku nieruchomości mieszkaniowych. W tym samym czasie znacznie zaostrożono warunki udzielania kredytów.

Inwestycje przedsiębiorstw w 2007 r. szybko rosły w związku ze znaczną rentownością sektora i wysokim wskaźnikiem wykorzystania przezeń mocy produkcyjnych. W 2008 r. tempo ich wzrostu istotnie spadło w drugim półroczu po dynamicznym wzroście w pierwszym. Odwrócenie tendencji w inwestycjach przedsiębiorstw wynikało – w różnym stopniu – z osłabienia popytu i słabnących napięć mocy produkcyjnych, ze zmniejszonej rentowności spowodowanej przez niepełne przeniesienie (ang. *incomplete pass-through*) nagłych zmian cen surowców w pierwszym półroczu na ceny produktów i skokowy wzrost jednostkowych kosztów pracy w ciągu roku, a także z zaostrożenia warunków udzielania kredytów i pożyczek.

Warunki finansowania zaostrzały się, od momentu pojawienia się pierwszych zawirowań na rynkach finansowych, jednak proces ten dramatycznie przyśpieszył we wrześniu 2008 r. W rezultacie skokowo wzrósł koszt finansowania rynkowego, jak również całkowity realny koszt finansowania (zagregowana miara uwzględniająca koszty finansowania z zadłużenia rynkowego oraz koszty finansowania kapitałowego i bankowego). Mimo to, w 2008 r. nadal niewiele podmiotów wskazywało na finansowanie jako czynnik ograniczenia produkcji. Było to spowodowane faktem, że zaostrożenie warunków udzielania kredytów i pożyczek oddziałuje zazwyczaj z opóźnieniem, gdyż przedsiębiorstwa i instytucje mogą korzystać z uprzednio przyznanych im linii kredytowych, jak również tym, że poziom zasobów finansowych generowanych we własnym zakresie był nadal wysoki.

Ponadto, znacznie spadł w stosunku do najwyższego poziomu z trzeciego kwartału 2007 r. odsetek przedsiębiorstw przemysłowych, które jako czynnik ograniczający produkcję wskazywały brak wyposażenia lub powierzchni, podczas gdy stopień wykorzystania potencjału przemysłowego w październiku powrócił do swojej długoterminowej średniej wartości. W firmach zwiększył się również poziom niepewności w odniesieniu do perspektyw wzrostu gospodarczego. Wzrost ten przejawia się, z jednej strony, w nadzwyczaj wysokiej zmienności rynków finansowych, szczególnie w ostatnich miesiącach 2008 r., z drugiej, w niezwykle szerokim rozrzucie prognoz PKB odnotowanych w badaniach ankietowych EBC przeprowadzanych w czwartym kwartale 2008 r. wśród analityków zawodowo zajmujących się prognozowaniem (ECB Survey of Professional Forecasters).

W 2008 r. poważnie spadła stopa wzrostu eksportu strefy euro – do ok. 1,8% w porównaniu z 6% w 2007 r. W trzech ostatnich kwartałach roku ten wskaźnik wzrostu miał wartość ujemną. W 2008 r. znacznie pogorszyło się środowisko zewnętrzne. Sytuacja uległa pogorszeniu wskutek kryzysu finansowego, który spowalniał wzrost w gospodarkach rozwiniętych i coraz głębiej dotykał także rynków wschodzących. W ostatnich miesiącach roku wskaźniki różnych badań ankietowych dotyczących zamówień eksportowych w sektorze przemysłowym (ang. *industrial export orders*) lub portfela zamówień (ang. *order books*) osiągnęły najniższe wartości w historii badań. W związku z zastojem popytu wewnętrznego w 2008 r. wolniej rósł także import strefy euro. W 2008 r. dochody netto z wymiany handlowej miały neutralny wkład we wzrost gospodarczy; po 2 latach pozytywnego wkładu we wzrost, przy czym ujemne wyniki z pierwszego półrocza 2008 r. zostały zneutralizowane przez wyniki dodatnie osiągnięte w pierwszej połowie roku oraz efekty przeniesienia z 2007 r.

W ujęciu sektorowym, spowolnienie aktywności w gospodarce okazało rozległe, bardziej jednak znaczące w sektorze przemysłowym, z reguły bardziej wrażliwym na cykle koniunkt-

**Tabela 4 Sytuacja na rynku pracy**

(zmiany w stosunku do poprzedniego okresu, w procentach)

	2005	2006	2007	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2008	2008	2008
				II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.
Siła robocza	1,0	1,0	0,9	0,3	-0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,1
Zatrudnienie	1,0	1,6	1,8	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,0
Rolnictwo <sup>1)</sup>	-0,7	-1,9	-1,2	0,8	-1,3	-0,3	0,4	-0,5	-1,0	-0,4	0,5	-1,2	-0,8
Przemysł <sup>2)</sup>	-0,0	0,6	1,4	0,2	0,3	0,5	0,6	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,7
- z wyłączeniem													
budownictwa	-1,1	-0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,3
- budownictwo	2,7	2,7	3,9	0,5	0,8	1,5	1,8	0,6	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-1,5
Usługi <sup>3)</sup>	1,4	2,2	2,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,2
<b>Stopa bezrobocia<sup>4)</sup></b>													
Ogółem	9,0	8,4	7,5	8,5	8,2	8,0	7,7	7,5	7,4	7,3	7,3	7,4	7,6
Poniżej 25 lat	17,5	16,3	14,9	16,5	15,9	15,9	15,2	14,8	14,8	14,7	14,6	15,1	15,5
25 lat i więcej	7,9	7,4	6,6	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,6

Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

Uwaga: Dane dotyczące bezrobocia odnoszą się do strefy euro z uwzględnieniem Słowacji.

1) Z uwzględnieniem rybołówstwa, myślistwa i leśnictwa.

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

3) Z wyłączeniem organizacji i zespołów eksterytorialnych.

4) Odsetek siły roboczej zgodnie z zaleceniami MOP.

turalne. W drugim półroczu gwałtownie załamało się przetwórstwo przemysłowe, zwłaszcza w zakresie dóbr inwestycyjnych, które ucierpiały ze względu na słabszy popyt wewnętrzny, szybkie zmniejszanie listy zamówień oraz cięcia w rzemiośle samochodowym. Pomimo przejściowego ożywienia w pierwszym kwartale 2008 r., wynikającego z dobrych warunków pogodowych, kondycja sektora budownictwa nadal była bardzo słaba, przy stale pogarszającej się sytuacji w sektorze budownictwa mieszkaniowego, która okazała się szczególnie trudna w niektórych krajach. Z kolei tempo wzrostu usług, choć wykazywało większą odporność na zaburzenia, rosło najwolniej od 2004 r., w sytuacji słabego spożycia prywatnego i ograniczonej aktywności gospodarczej.

#### POGORSZENIE WARUNKÓW NA RYNKU PRACY

Po dwóch latach znacznej poprawy, w 2008 r. pogorszyły się warunki panujące na rynku pracy w strefie euro.

Przez ostatnie lata rynki pracy w strefie euro funkcjonowały znakomicie, dynamicznie wzrastało zatrudnienie, rosły wskaźniki aktywności zawodowej, a malały stopy bezrobocia. Na początku 2008 r. bezrobocie osiągnęło najniż-

szy poziom od początku lat osiemdziesiątych ubiegłego stulecia, tj. 7,3%. Pod koniec 2007 r. warunki na rynkach pracy bardzo się pogorszyły i zaczęły narastać presje płacowe. Na przestrzeni 2008 r. tendencje te uległy jednak odwróceniu. W drugiej połowie roku zmniejszyło się zatrudnienie. Począwszy od drugiego kwartału 2008 r. rosła stopa bezrobocia, a jej wzrost pod koniec roku uległ dalszemu przyspieszeniu (więcej informacji zawiera ramka 5).

W ujęciu sektorowym, zatrudnienie w sektorze budownictwa, które w 2007 r. dynamicznie wzrosło o 3,9%, do trzeciego kwartału 2008 r. obniżyło się w stosunku rocznym o 2% (zob. tabela 4). Zatrudnienie w przemyśle z wyłączeniem budownictwa zwiększyło się w pierwszym półroczu. Ta nietypowa tendencja rozpoczęła się w 2007 r. po wieloletnim okresie spadku zatrudnienia. W drugim półroczu powróciła ona jednak do swojej tendencji spadkowej z przeszłości. Utrzymała się dość wysoka dynamika zatrudnienia w sektorze usług. W pierwszym półroczu 2008 r. jej roczna stopa zmiany w ujęciu kwartał do kwartału wyniosła 1,6%.

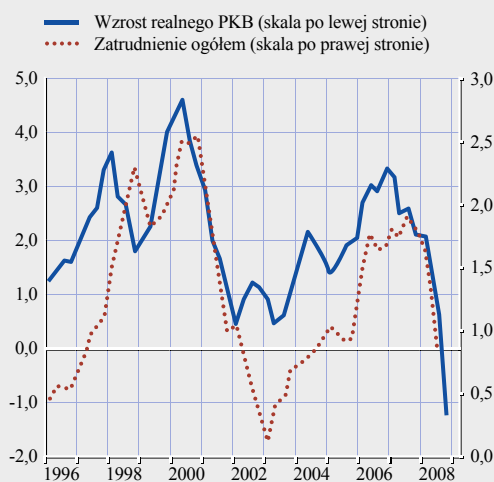
## SYTUACJA NA RYNKU PRACY STREFY EURO W 2008 R.

Po 3 latach dynamicznego wzrostu zatrudnienia i szybkiego spadku bezrobocia w 2008 r. na rynkach pracy w strefie euro nastąpiło wyraźne spowolnienie. W drugim kwartale 2008 r. zaczęło wzrastać bezrobocie, które do końca 2008 r. osiągnęło 8,1%. Jednocześnie, w trzecim kwartale, roczna stopa wzrostu zatrudnienia obniżyła się do 0,8%, tj. więcej niż 1 punkt procentowy poniżej poziomu z poprzedniego roku. W ramce omówiono czynniki, jakie wpłynęły na spowolnienie dynamiki rynków pracy w strefie euro.

W ogólnym ujęciu zmienne dotyczące rynku pracy nie nadążają zazwyczaj za zmianami aktywności gospodarczej. Wykres A ukazuje wyraźne opóźnienie wzrostu zatrudnienia w stosunku do wzrostu gospodarczego. Kiedy pojawia się pierwsze osłabienie popytu, przedsiębiorstwa nie mają pewności, czy jest ono tymczasowe czy też może okazać się bardziej trwałe. Zazwyczaj więc reagują na tę sytuację utrzymując dotychczasowy poziom produkcji i zatrudnienia, przez co narastają zapasy niesprzedanych towarów. Jeżeli spadek popytu utrzymuje się nadal, przedsiębiorstwa muszą zaprzestać gromadzenia nadmiernych zapasów i zacząć ograniczać produkcję. Na ogół utrzymują one jednak dotychczasowy poziom zatrudnienia. Kiedy pracodawcy nie wiedzą, jak głębokie może okazać się spowolnienie lub jak długo ono potrwa, dostosowują z reguły nakłady pracy poprzez modyfikację godzin pracy raczej niż przez zmiany stanu zatrudnienia. Przyczyny takiego postępowania są oczywiste: z uwagi na znaczne koszty związane z rekrutacją, szkoleniem i zwolnieniem pracowników, pracodawcy niechętnie „spisują na straty” dokonane przez siebie inwestycje kadrowe, o ile nie mają pewności, że spadkowa tendencja utrzyma się na rynku produktów przez dłuższy czas. Wobec powyższego przedsiębiorstwa wolą utrzymać swój poziom zatrudnienia i ograniczyć produkcję poprzez zmniejszenie wykorzystania mocy produkcyjnych (np. zmniejszenie liczby przepracowanych godzin lub zmniejszenie produkcji na zatrudnionego). Jakkolwiek nie wynika to *explicite* z najnowszych statystyk kwartalnych (ze względu na efekty zniekształcenia spowodowane wczesną w 2008 r. Wielkanocą), wydaje się jednak, że na przestrzeni 2008 r. nastąpiło pewne spowolnienie wzrostu liczby przepracowanych godzin (zob. wykres B). Porównanie uśrednionej liczby przepracowanych godzin w pierwszym półroczu 2007 r. i w tym samym okresie 2008 r., wskazuje na gwałtowny spadek tempa wzrostu liczby przepracowanych godzin ogółem (z ok. 1,7%, w ujęciu rocznym w pierwszym półroczu 2007 r. do nieco powyżej 1,2% w pierwszym półroczu 2008 r.; zob. przerywana linia). Co więcej, wygląda na to, że w 2008 r. to godziny pracy, a nie poziom zatrudnienia, w coraz większym stopniu kształtowały wzrost liczby godzin przepracowanych ogółem w porównaniu z ubiegłymi latami.

Wykres A Realne PKB strefy euro i wzrost zatrudnienia ogółem

(roczne zmiany w procentach)



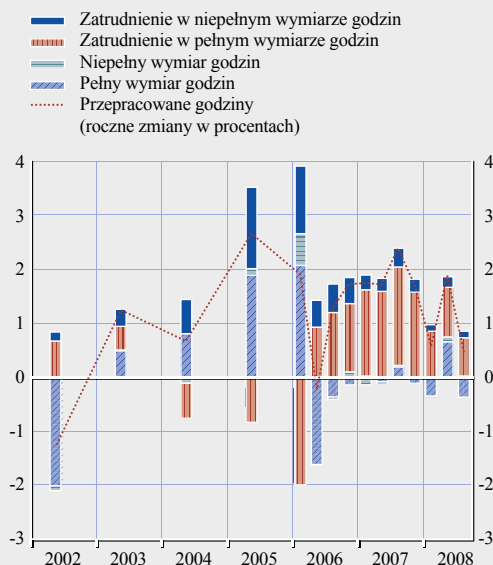
Źródło: Eurostat.

Dopiero kiedy można przewidzieć, że spowolnienie popytu i wymuszone przez nie cięcia produkcji będą długotrwałe i duże, przedsiębiorstwa starają się ograniczać koszty pracy poprzez poważną redukcję stanu zatrudnienia. Istotne pogorszenie się popytu na pracę w pierwszym rządzie odczuwają prawdopodobnie kategorie pracowników, do których stosuje się elastyczne formy zatrudnienia, jak pracownicy tymczasowi, których koszty zwolnienia są niższe. Jak wskazuje zgromadzone doświadczenie, kiedy słabnie aktywność gospodarcza i wyhamowuje wzrost, inaczej kształtują się zmiany zatrudnienia tymczasowego i zatrudnienia na czas nieokreślony<sup>1</sup>. Jak się to często dzieje w początkowych etapach spowolnienia gospodarczego, w 2008 r. spadek dynamiki wzrostu pierwszej kategorii nastąpił szybciej niż drugiej (zob. wykres C).

Istnieje wiele powodów, dla których wzrost zatrudnienia w kategorii pracy czasowej występuje prawdopodobnie również w okresie spowolnienia gospodarczego. Po pierwsze, osłabienie aktywności gospodarczej może prowadzić do restrukturyzacji gospodarki, m.in. do postawienia na sektory, gdzie z reguły występuje większe uzależnienie od pracy tymczasowej. Po drugie, pracodawcy mogą modyfikować liczbę przepracowanych godzin po kątem zmian w zapotrzebowaniu na produkcję w takim stopniu, że stanowiska pełnoetatowe są przekształcane w niepełne etaty<sup>2</sup>. Po trzecie, wskutek niemożności podjęcia pracy w pełnym wymiarze godzin, pracownicy, którzy byliby zainteresowani taką pracą, mogą stanąć przed koniecznością rozważenia niepełnoetatowych form zatrudnienia. W końcu, na rynek pracy mogą wchodzić dodatkowi pracownicy, w sytuacji gdy członkowie rodzin podejmują pracę w niepełnym wymiarze dla zrekompensowania

#### Wykres B Analiza wzrostu wg przepracowanych godzin

(w punktach procentowych, o ile nie zaznaczono inaczej)



Źródło: Eurostat.

#### Wykres C Analiza wzrostu zatrudnienia wg typu umowy

(w punktach procentowych, o ile nie zaznaczono inaczej)



Źródło: Eurostat.

1 Zob., na przykład, S. Bentolila i G. Saint-Paul, *The macroeconomic impact of flexible labour contracts, with an application to Spain*, „European Economic Review”, Vol. 36, 1992, s. 1013-1053; B. Holmlund and D. Storrie, *Temporary work in turbulent times: the Swedish experience*, „Economic Journal”, Vol. 112, czerwiec 2002, s. F245-F269.  
2 W większości przypadków w badaniach ankietowych siły roboczej na podstawie ocen respondentów rozróżnia się zatrudnienie w pełnym i w niepełnym wymiarze czasu pracy.

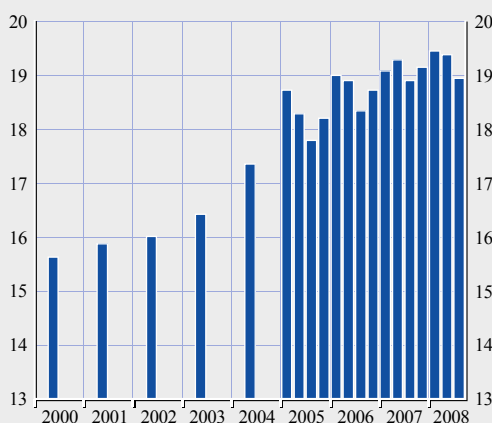
wania utraty pracy lub niepełnego zatrudnienia żywiciela rodziny<sup>3</sup>. Z drugiej jednak strony, w danych statystycznych nie zawsze można łatwo wyodrębnić czynniki koniunkturalne, ponieważ wzrost zatrudnienia w niepełnym wymiarze był zgodny z wyraźną długookresową tendencją w strefie euro, w znacznej mierze za sprawą reform rynku pracy, podjętych w celu zwiększenia uczestnictwa siły roboczej w rynku pracy (zob. wykres D).

W omawianym okresie skutek wyhamowania gospodarki potencjalna podaż pracy będzie prawdopodobnie wzrastać wolniej. Powszechnie znanym zjawiskiem jest sytuacja, gdy część pracowników zniechęca się do poszukiwania zatrudnienia, gdy widzą, jak zmniejsza się liczba dostępnych miejsc pracy. Charakter obecnego osłabienia aktywności gospodarczej może wynikać stąd, że nastąpiło pewne przesunięcie pracowników z sektorów, które najbardziej odczuły to spowolnienie (np. usługi finansowe, nieruchomości i budownictwo oraz przemysł motoryzacyjny). Jednocześnie, w efekcie wynikłych stąd niedopasowań – przekwalifikowanie i przesunięcie pracowników jest procesem czasochłonnym – podaż pracy może wytracić dynamikę. W dalszej perspektywie, spowolnienia koniunkturalne mogą niekorzystnie oddziaływać na podaż pracy, gdyż w okresie braku zatrudnienia uwsteczniają się nabyte kwalifikacje. Problem jest szczególnie poważny w przypadku osób, które pozostają bez pracy przez dłuższy czas; im dłużej pozostają bezrobotni, tym bardziej zwiększa się ich oddalenie od rynku pracy. Ponieważ osobom z tej grupy coraz trudniej jest znaleźć pracę, długotrwałe bezrobocie prawdopodobnie będzie rosnąć.

W tych warunkach na rynku pracy należy podejmować działania zmierzające do uniknięcia strukturalnego pogorszenia się poziomu bezrobocia i długotrwałego ograniczenia uczestnictwa siły roboczej w rynku pracy. Powinny one dążyć do wspierania elastyczności płac i sprzyjać ich ograniczeniu, a przede wszystkim dążyć do zniesienia lub reformy systemów rewaloryzacji wynagrodzeń. Podjęte kroki zmniejszą presję związane z kosztami, wywierane na przedsiębiorstwa, wzmocnią konkurencyjność i przyczynią się do zwiększenia zatrudnienia. Reformy, które poprawiają efektywność i skuteczność aktywnej polityki rynku pracy ułatwią osobom bezrobotnym zdobycie nowych kwalifikacji i podjęcie nowej pracy. Jeśli chodzi o osoby zatrudnione, działania pozwalające na uelastycznienie czasu pracy mogą zwiększyć pole manewru przedsiębiorstw w zakresie ograniczania czasu pracy bez utraty kapitału ludzkiego w wyniku redukcji zatrudnienia. Reformy rynku pracy należy wdrażać z myślą o zwiększeniu odporności gospodarki strefy euro na kryzys i stworzeniu odpowiedniego środowiska, które sprzyjałoby uzdrowieniu gospodarki, wzrostowi gospodarczemu w długim okresie oraz tworzeniu nowych miejsc pracy.

#### Wykres D Praca w niepełnym wymiarze godzin w strefie euro

(jako procent zatrudnienia ogółem)

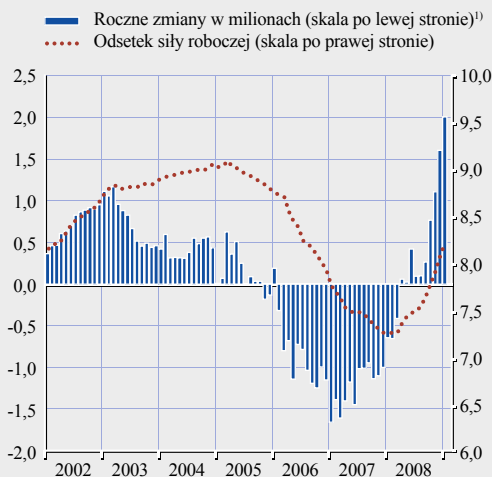


Źródło: Eurostat.

<sup>3</sup> Zob., na przykład, H. Buddelmeyer i inni, *Why do Europeans work part-time? A cross-country panel analysis*, „Working Papers Series”, nr 872, EBC, luty 2008.

### Wykres 31 Bezrobocie

(dane miesięczne, skorygowane sezonowo)



Źródło: Eurostat.

1) Zmian rocznych nie skorygowano sezonowo.

W 2008 r. co miesiąc pracę traciło średnio ok. 170 000 osób. W grudniu 2008 r. stopa bezrobocia wynosiła 8,1% (zob. wykres 31).

W 2008 r. wzrost produktywności pracy, mierzony stosunkiem PKB do zatrudnienia ogółem, zmniejszył się prawie do zera (przy spadkach w drugim półroczu), wobec 1% odnotowanego w 2007 r. To gwałtowne spowolnienie wynikało w pierwszym rzędzie z czynników koniunkturalnych. Przedsiębiorstwa ponoszą znaczne koszty z tytułu zatrudniania i zwalniania pracowników, szczególnie w przypadku umów zawieranych na czas nieokreślony. W wielu przypadkach pociąga to za sobą poważne straty w kapitale ludzkim firmy. Pracodawcy w początkowym okresie spowolnienia mogą więc utrzymywać dotychczasowy poziom zatrudnienia, jeśli przypuszczają, że dekonunktura będzie łagodna lub dość krótkotrwała, lub jeśli pragną poczekać, by ocenić jej zakres.

## 2.5 SYTUACJA FISKALNA

### KOREKTA POZYCJI BUDŻETOWYCH W 2008 R.

Stosunkowo korzystna sytuacja fiskalna, jaką osiągnięto w ostatnich latach, w 2008 r. uległa częściowej korekcie, kiedy rozwijał się kryzys na rynkach finansowych i gwałtownie pogarszało środowisko makroekonomiczne. Według okresowych prognoz Komisji Europejskiej w styczniu 2009 r., średni deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro wzrósł z wyjściowego poziomu -0,6% PKB w 2007 r. do -1,7% w 2008 r. (zob. tabela 5). Wzrost deficytu wynika z niższych przychodów, m.in. z tytułu ograniczenia podatków, oraz podwyższonych wydatków pierwotnych w sytuacji spowolnienia w działalności gospodarczej. Wpływ interwencji rządowych mających na celu stabilizację systemu finansowego na deficyt w 2008 r. był ograniczony.

W 2008 r. próg wartości referencyjnej - 3% deficytu budżetowego w PKB - przekroczyły Irlandia, Grecja, Hiszpania, Francja i Malta. Tytułem porównania w 2007 r. jedynym państwem z deficytem budżetowym ponad 3% PKB była Grecja. Kiedy Eurostat weryfikował notyfikację Grecji z jesieni 2008 r., deficyt za 2007 r. z wyjściowej wartości 2,8% PKB w notyfikacji z wiosny 2008 r. skorygowano w górę do poziomu 3,5% PKB. Powyższe uaktualnienie wynikało z korekty zaksięgowanych dotacji UE, jak też zoptymalizowanego ujęcia środków pozabudżetowych, samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych. Porównanie danych za rok 2008 z celami wyznaczonymi w zaktualizowanym programie stabilności opublikowanym pod koniec 2007 r. i na początku 2008 r. ukazuje, że średni deficyt w strefie euro pogłębił się o 0,8 punktu procentowego PKB.

W wyniku pogorszenia się sytuacji gospodarczej i fiskalnej oraz interwencji rządów zmierzających do ustabilizowania systemu finansowego, średni wskaźnik długu publicznego w strefie euro wzrósł z wyjściowego poziomu 66,1% PKB w 2007 r. do 68,7% PKB w 2008 r. Wysokość zadłużenia może okazać się jeszcze

**Tabela 5 Pozycja fiskalna strefy euro i krajów strefy euro**

(jako procent PKB)

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

	2006	2007	2008
Belgia	0,3	-0,3	-0,9
Niemcy	-1,5	-0,2	-0,1
Irlandia	3,0	0,2	-6,3
Grecja	-2,8	-3,5	-3,4
Hiszpania	2,0	2,2	-3,4
Francja	-2,4	-2,7	-3,2
Włochy	-3,4	-1,6	-2,8
Cypr	-1,2	3,4	1,0
Luksemburg	1,3	3,2	3,0
Malta	-2,3	-1,8	-3,5
Holandia	0,6	0,3	1,1
Austria	-1,5	-0,4	-0,6
Portugalia	-3,9	-2,6	-2,2
Słowacja	-3,5	-1,9	-2,2
Słowenia	-1,2	0,5	-0,9
Finlandia	4,1	5,3	4,5
Strefa euro	-1,3	-0,6	-1,7

**Zadłużenie brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych**

	2006	2007	2008
Belgia	87,8	83,9	88,3
Niemcy	67,6	65,1	65,6
Irlandia	24,7	24,8	40,8
Grecja	95,9	94,8	94,0
Hiszpania	39,6	36,2	39,8
Francja	63,6	63,9	67,1
Włochy	106,9	104,1	105,7
Cypr	64,6	59,4	48,1
Luksemburg	6,6	7,0	14,4
Malta	63,8	61,9	63,3
Holandia	47,4	45,7	57,3
Austria	62,0	59,5	59,4
Portugalia	64,7	63,6	64,6
Słowacja	30,4	29,4	28,6
Słowenia	26,7	23,4	22,1
Finlandia	39,2	35,1	32,8
Strefa euro	68,3	66,1	68,7

Źródło: Komisja Europejska.

Uwagi: Dane oparto na definicjach ESA 95. Komisja w swoich prognozach dla strefy euro uwzględniła Słowację, która przystąpiła do strefy euro 1 stycznia 2009 r.

## Ramka 6

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

W 2008 r. roczna dynamika bilansów dłużnych papierów wartościowych sektora instytucji rządowych i samorządowych strefy euro ukształtowała się na poziomie 8,0%. Mimo, że znacznie przewyższa ona wartość 2,8% odnotowaną w 2007 r. (zob. tabela A)<sup>1</sup>, w dalszym ciągu można uznać, że wzrost ten odpowiada w zasadzie poziomom z poprzednich okresów spowolnienia

<sup>1</sup> Stopy wzrostu są obliczane na podstawie transakcji finansowych i z tego powodu wyłącza się przeklasyfikowanie, zmianę wyceny, wahania kursu walutowego i inne zmiany niewynikające z transakcji. Zob. bardziej szczegółowe informacje w uwagach technicznych odnoszących się do Rozdziałów 4.3 i 4.4 „Statystyki strefy euro” w Biuletynie Miesięcznym EBC.



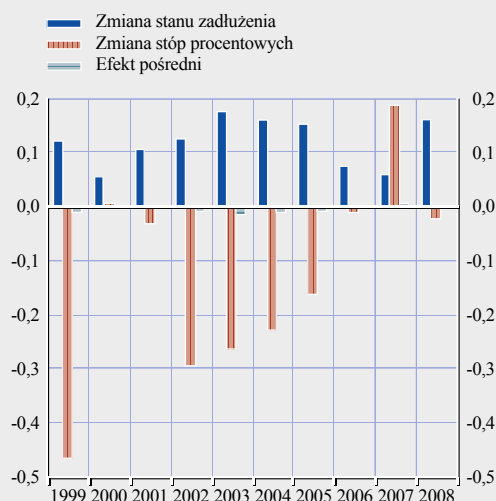
gospodarczego. Wzrost emisji netto tej kategorii instrumentów w połączeniu ze znaczącym spowolnieniem gospodarczym obserwowanym w 2008 r. znalazł odzwierciedlenie również w spadku wskaźnika zadłużenia do PKB w strefie euro: pomiędzy 2007 r. a 2008 r. wzrósł on z wyjściowego poziomu 66,1% do 68,7%<sup>2</sup>.

Jak widać ze struktury emisji netto w 2008 r., niebywale wysoka była aktywność na rynku pierwotnym krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych strefy euro. Po części odzwierciedla to fakt, że na przestrzeni 2008 r. krzywa rentowności przybrała jeszcze wyższy trend wznoszący, co raczej obniżyło koszty krótkoterminowego finansowania. Podobne zjawisko towarzyszyło również innym epizodom spowolnienia gospodarczego, kiedy spadały krótkoterminowe stopy procentowe. Odpowiednio do tego, w 2008 r. zadłużenie długoterminowe stanowiło około 88,7% dłużnych papierów wartościowych w obiegu, a więc sięgnęło najniższego poziomu od momentu rozpoczęcia trzeciego etapu UGW (zob. tabela B).

Wykres A przedstawia zmiany w oprocentowaniu w podziale na: a) efekt wynikający ze zmian długu publicznego, b) efekt wynikający ze zmian stóp procentowych oraz c) efekt resztkowy (ang. *residual cross effect*).<sup>3</sup> W 2008 r. wydatki odsetkowe wzrosły o ok. 0,2 punktu procento-

**Wykres A Struktura zmian płatności odsetkowych w okresie 1999-2008**

(jako procent PKB, dane roczne)



Źródło: Komisja Europejska (baza danych AMECO).

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

(w procentach, dane na koniec okresu)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Instytucje rządowe i samorządowe ogółem	3,4	2,7	3,3	5,0	5,5	5,8	4,7	2,4	2,8	8,0
Długoterminowe papiery wartościowe	5,6	3,6	2,8	3,9	4,8	6,2	5,5	3,4	2,3	3,6
o oprocentowaniu stałym		5,2	5,6	4,6	5,7	6,4	5,4	3,4	2,0	3,6
o oprocentowaniu zmiennym		-2,5	-13,4	-4,5	-1,6	7,0	8,3	3,0	5,4	3,5
Krótkoterminowe papiery wartościowe	-16,5	-7,1	8,7	18,5	13,6	2,1	-4,0	-8,8	9,5	62,6

Źródło: EBC.

2 Według stanu na styczeń 2009 r. potencjalny bezpośredni wpływ przyjętego wsparcia rządowego dla sektora bankowego na dług publiczny w strefie euro szacowano na 284,6 mld euro (ok. 3% PKB strefy euro).

3 Zmianę w płatnościach odsetkowych I, można rozbić na składniki w następujący sposób:

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

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

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

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

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Instytucje rządowe szczebla centralnego	96,9	96,7	96,3	95,5	94,7	94,3	93,8	93,4	93,2	93,5
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	89,3	89,8	89,0	87,3	85,9	85,8	86,0	86,5	86,1	82,7
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,5	7,8	6,8	7,1	10,8
Inne instytucje rządowe i samorządowe	3,1	3,3	3,7	4,5	5,3	5,7	6,2	6,6	6,8	6,5
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	3,0	3,2	3,6	4,4	5,2	5,6	6,0	6,4	6,4	6,0
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5
Instytucje rządowe i samorządowe ogółem										
<i>Długoterminowe papiery wartościowe</i>	92,3	93,0	92,6	91,7	91,0	91,4	92,1	92,9	92,5	88,7
o oprocentowaniu stałym	79,2	81,1	82,5	82,1	82,2	82,7	83,2	84,0	83,3	79,9
o oprocentowaniu zmiennym	10,6	10,0	8,8	8,1	7,5	7,6	7,9	8,0	8,2	7,8
<i>Krótkoterminowe papiery wartościowe</i>	7,7	7,0	7,4	8,3	9,0	8,6	7,9	7,1	7,5	11,3
Instytucje rządowe i samorządowe ogółem (miliardy EUR)	3.453,4	3.549,1	3.775,5	3.949,4	4.151,7	4.386,7	4.604,8	4.706,6	4.836,7	5.239,6

Źródło: EBC.

wego PKB. W znacznej części złożył się na to wzrost poziomu zadłużenia, znikomy natomiast był wpływ zmniejszonego oprocentowania i efektów krzyżowych.

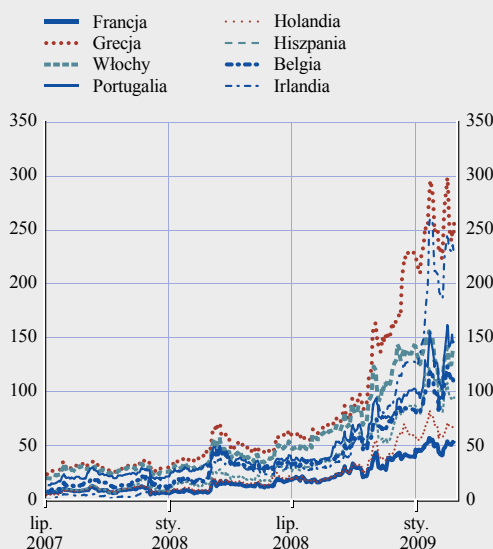
W efekcie wydarzeń zapoczątkowanych w sierpniu 2007 r. zawirowaniami na rynku finansowym, w 2008 r., szczególnie w drugim półroczu, nadal zwiększała się rozpiętość rentowności pomiędzy długoterminowymi obligacjami skarbowymi strefy euro a odpowiadającymi im obligacjami niemieckimi. Uwidacznia to Wykres B, który przedstawia rozpiętość spreadów pomiędzy obligacjami w Niemczech i, odpowiednio, w ośmiu krajach strefy euro (Belgii, Grecji, Francji, Irlandii, Włoszech, Holandii Portugalii i Hiszpanii). Różnice w rentownościach obligacji skarbowych między krajami strefy euro w ostatecznym rozrachunku odzwierciedlają różnice w premii za ryzyko niskiej płynności i ryzyko kredytowe.

Po pierwsze, w odpowiedzi na nasilenie się w drugim półroczu 2008 r. zaburzeń na rynkach finansowych, na zwołanym w Paryżu szczycie krajów strefy euro 12 października przyjęto skoordynowane programy pomocowe, obejmujące m. in. udzielenie gwarancji na zobowiązania bankowe, dokapitalizowanie banków oraz nabywanie ryzykowanych aktywów banków w ramach transakcji bezwarunkowych. Przewiduje się, że w związku z tymi działaniami wzrosną obciążenia fiskalne. W konsekwencji zwiększyło się więc postrzegane prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązań z tytułu obligacji skarbowych. Odpowiednio do tego, we wszystkich krajach strefy euro premia za ryzyko kredytowe wzrosła, choć w różnym stopniu. Przedstawia to wykres C, który ukazuje rozpiętości spreadów skarbowych swapów na zwłokę spłaty kredytu (ang. *CDS*) dla krajów strefy euro<sup>4</sup>.

4 W konkretnych zastosowaniach, rozpiętości swapów na zwłokę spłaty kredytu mają tę zaletę, że nie podlegają zniekształceniom z powodu zmian w obligacjach benchmarkowych danych krajów, nie mają na nie wpływu różnice w terminach zapadalności i są one czułe na zmiany rynkowe.

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

(dane dzienne, w punktach bazowych)

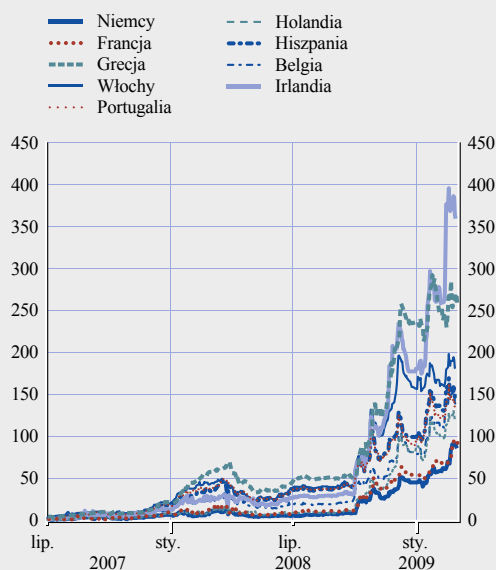


Źródło: Thomson Financial Datastream

Uwaga: Obligacje skarbowe z 10-letnim terminem zapadalności.

### Wykres C Swapy na zwłokę w spłacie długów państwowych

(dane dzienne, w punktach bazowych)



Źródło: Thomson Financial Datastream.

Uwaga: Swapy na zwłokę w spłacie kredytów 5-letnich.

Po drugie, przez większą część 2008 r. zmiany rentowności obligacji skarbowych w strefie euro odzwierciedlały też zachowanie inwestorów, którzy wycofali się w stronę wysokiej jakości instrumentów inwestycyjnych. Proces ten charakteryzował się także zaostrzeniem kryteriów jakościowych przez inwestorów przy wyborze bezpiecznych instrumentów finansowych. Obligacje niemieckie cieszą się powszechnie opinią najbardziej płynnych obligacji skarbowych w strefie euro. Stosownie do tego, przyciągnęły one najwięcej przepływów środków wynikających z ucieczki inwestorów w jakość. Tłumaczy to po części, dlaczego poszerzyła się rozpiętość spreadów w stosunku do obligacji niemieckich, nawet jeśli perspektywy fiskalne innych krajów postrzegano jako identyczne – lub nawet lepsze<sup>5</sup>.

5 Zob. ramka „Recent widening in euro area sovereign bond yield spread”, w edycji Biuletynu Miesięcznego EBC z listopada 2008 r. (niektóre tłumaczonej na jęz. polski).

wyższa, w zależności od metod statystycznych, wedle których Eurostat zaklasyfikuje przeprowadzone operacje pomocy finansowej, co nadal pozostaje kwestią otwartą (zob. ramka 7). Najwyższy wzrost długu publicznego odnotowały kraje, które przeprowadziły znaczne interwencje w instytucjach finansowych, lub w których wystąpiło gwałtowne spowolnienie makroekonomiczne. W porównaniu z 2007 r. znacznie wzrosła w 2008 r. dynamika emisji dłużnych skarbowych papierów wartościowych emitowanych przez rządy krajów strefy euro, natomiast spready (rozpiętości) obligacji skarbo-

wych w niektórych krajach odbiegły znacznie od poziomów analogicznych obligacji w Niemczech (zob. ramka 6).

Jak ocenia Komisja Europejska, w średnim ujęciu strukturalny bilans budżetowy (tzn. bilans z wyłączeniem jednorazowych i innych czynników tymczasowych, po skorygowaniu o czynniki sezonowe) w strefie euro pogorszył się w 2008 r. o 0,7 punktu procentowego, do poziomu -2,3% PKB. Pogorszenie strukturalnych bilansów budżetowych miało ponad połowę udziału we wzroście śred-

### KONSEKWENCJE KRYZYSU NA RYNKACH FINANSOWYCH DLA DEFICYTU BUDŻETOWEGO I DŁUGU PUBLICZNEGO W UJĘCIU STATYSTYCZNO-KSIĘGOWYM

W odpowiedzi na kryzys na rynkach finansowych na świecie i jego konsekwencje dla europejskich instytucji finansowych, rządy europejskie, banki centralne i inne władze publiczne wdrażają działania na rzecz stabilizacji zarówno rynków finansowych jak i całej sfery gospodarczej. W ramach prowadzonych operacji rządowych, realizuje się działania, takie jak (częściowa) nacjonalizacja, dokapitalizowania (rekapitalizacje), nabywanie względnie też wymiana aktywów finansowych lub udzielanie gwarancji (na depozyty i nowe emisje dłużnych papierów wartościowych przez banki, jak też na kredyty międzybankowe).

Deficyt budżetowy i dług publiczny – kluczowe zmienne fiskalne objęte monitoringiem w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu, podlegają księgowaniu wedle europejskich zasad statystyczno-księgowych, tzw. Europejskiego Systemu Rachunków z 1995 r. (ESA 95) oraz *Podręcznika ESA 95* nt deficytu i długu publicznego. Komisja Europejska (Eurostat) doprecyzowała szczegółowe wskazówki metodologiczne, jak na podstawie ESA 95 i *Podręcznika* księgować ww. operacje rządowe, aby zagwarantować, że zestawienia danych statystycznych o deficycie budżetowym i długu publicznym powstają na tych samych ujednoczonych zasadach we wszystkich Państwach Członkowskich. W ramach tego procesu, Eurostat przeprowadził konsultacje z Komitetem ds. Statystyki Walutowej, Finansowej i Bilansu Płatniczego (*Committee on Monetary, Financial and Balance of Payments Statistics*) (skupiającego przedstawicieli krajowych instytucji statystycznych i banków centralnych z poszczególnych państw członkowskich UE, oraz Komisji Europejskiej i EBC), w celu określenia wytycznych dla stosowania zasad rachunkowości. W każdym przypadku wybór optymalnego rozwiązania księgowego wymaga wyjaśnienia wielu kwestii:

- Czy podmioty utworzone dla rekapitalizacji banków lub udzielenia im gwarancji należą do sektora publicznego w systemie rachunków narodowych? Jeśli należą, to ich deficyt i zadłużenie powiększa poziom deficytu budżetowego i długu publicznego.
- Czy Skarb Państwa nabył w bankach udziały po ich cenach rynkowych, co oznacza, że aktywa finansowe pozyskano (bez wpływu na poziom deficytu), czy też należy część środków użytych do dokapitalizowania banków uznać za transfer kapitałowy (dotację)?
- Jeśli rząd udziela pożyczki bankowi, czy bank jest zobowiązany do spłaty odsetek i kredytu? Jest nie jest, operacja powinna zostać ujęta jako transfer kapitału a nie transakcja finansowa.
- Jeśli rząd przejmuje część zobowiązań banku i w zamian uzyskuje udziały w banku, czy wówczas wartości udziału i zobowiązań są równoważne? Jeśli nie są, wówczas (częściowo) przejęcie zobowiązań banku zostaje ujęte jako transfer kapitału, mający negatywny wpływ na bilans budżetu państwa.
- W jakiej sytuacji istnieje największe prawdopodobieństwo wykorzystania gwarancji rządowych, i odpowiednio do tego, wpływu na poziom deficytu i długu publicznego w momencie ich przyznawania? Gwarancje zazwyczaj wpływają na poziom deficytu i długu publicznego wyłącznie w momencie ich wykorzystania.
- W przypadku całkowitej nacjonalizacji banku, czy powinno się go przeklasyfikować do sektora publicznego? Zgodnie z ogólną zasadą, zyska on wówczas status korporacji publiczno-

prawnej (*public corporation*), nie stanie się jednak organem publicznym. Jeśli natomiast rząd powoła specjalną jednostkę celową dla pozyskania papierów udziałów banków, można ją ująć w sektorze publicznym, jeśli nie jest samodzielna lub jeśli nie uzna się jej za podmiot prowadzący działalność na rynku.

- Eurostat opublikuje wstępne dane statystyczne o deficycie budżetowym i długu publicznym w państwach członkowskich UE za 2008 r. w drugiej połowie kwietnia 2009 r.

niego deficytu budżetowego, co wskazuje, że warunki koniunkturalne (w średnim ujęciu) wywarły bardziej ograniczony wpływ. Ponadto, odnotowano korzystne oddziaływanie „efektu strukturalnego”. Wzrost opodatkowanych płac i wynagrodzeń oraz (nominalnego) spożycia prywatnego w dalszym ciągu stymulowały wpływy podatkowe w niektórych krajach, pomimo że pogarszała się ogólna sytuacja gospodarcza. Należy jednak zauważyć, że w obecnej sytuacji szacunkowe oceny strukturalnego bilansu budżetowego obciąża znaczna niepewność, a zwłaszcza, że mogą one ulec korekcie w późniejszym etapie. Spośród krajów strefy euro jedynie Cypr, Luksemburg, Holandia i Finlandia spełniły swoje średnio-terminowe założenia budżetowe (ang. *MTO*), natomiast Hiszpania i Słowenia oddaliły się od swoich założeń.

#### **DZIAŁANIA W ODPOWIEDZI NA KRYZYS FINANSOWY I SPOWOLNIENIE W GOSPODARCE**

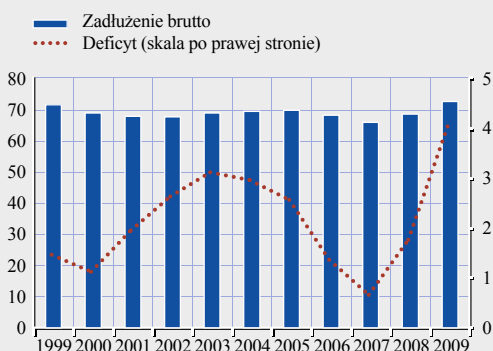
W październiku 2008 r. kraje strefy euro i Wielka Brytania podjęły się skoordynowanych działań na rzecz ustabilizowania sektora finansowego. W ich ramach dokapitalizowano instytucje finansowe, udzielono gwarancji na kredyty, pożyczki i depozyty. Plan ten następnie zatwierdziła Rada Europejska. Efekty tych interwencji w finansach publicznych w strefie euro są trudne do oszacowania (zob. ramka "Konsekwencje kryzysu na rynkach finansowych dla deficytu budżetowego i długu publicznego w ujęciu statystyczno-księgowym"). Na dzień 1 stycznia 2009 r. potencjalny bezpośredni wpływ ogłoszonego wsparcia rządowego dla sektora bankowego na zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych w stre-

fie euro oceniano na 284,6 mld euro (ok. 3% PKB strefy euro), a na zobowiązania warunkowe sektora publicznego (ang. *government contingent liabilities*) – około 19%. W konsekwencji, jak się ocenia, interwencje podjęte w 2008 r. miały znikome przełożenie na deficyt budżetowy strefy euro.

W obliczu poważnego spowolnienia gospodarczego, na posiedzeniu 11 i 12 grudnia 2008 r. Rada Europejska przyjęła Europejski Plan Naprawy Gospodarczej (ang. *European Economic Recovery Plan*). Zgodnie z tym planem poszczególne Państwa Członkowskie UE mają wnieść 170 mld euro na rzecz skoordynowanego programu ożywienia gospodarki (ang. *fiscal stimulus*) w wysokości 200 mld euro (1,5% PKB UE), natomiast pozostała część spłynie z budżetu UE i Europejskiego Banku Inwestycyjnego. Skoordynowana inicjatywa Państw Członkowskich ma na celu wsparcie rozwoju gospodarczego poprzez pobudzenie zagregowanego popytu i nasilenie starań zmierzających do wprowadzenia reform strukturalnych strategii lizbońskiej. W zależności od uwarunkowań krajowych, podjęte działania mogą przyjąć formę zwiększonych wydatków publicznych, ograniczenia obciążeń podatkowych lub obciążeń z tytułu ubezpieczeń społecznych oraz wsparcia pewne kategorii przedsiębiorstw lub gospodarstw domowych. Jednocześnie, Rada Europejska potwierdziła swoje pełne zaangażowanie w proces wdrożenia skorygowanego Paktu Stabilności i Rozwoju oraz zrównoważenia finansów publicznych. Państwa Członkowskie wezwano do powrotu do swoich średnioterminowych celów budżetowych w możliwie najkrótszym terminie.

**Wykres 32 Sytuacja fiskalna w latach 1999-2009**

(jako procent PKB)



Źródło: Komisja Europejska (baza danych AMECO).  
Uwagi: Średnia dla strefy euro obejmuje 16 krajów, dane na dzień 1 stycznia 2009 r. Definicja ESA 95: deficyt nie obejmuje wpływów z licencji na UMTS.

Dążąc do pobudzenia zagregowanego popytu wiele krajów strefy euro zainicjowało odpowiednie działania fiskalne. Na jesieni 2008 r., rząd Niemiec przyjął pakiet działań, w większości po stronie przychodowej budżetu, który w latach 2009 i 2010 osiągnie wysokość 1,3% PKB. Na początku 2009 r. rząd przyjął drugi pakiet rozwiązań, w wysokości ok. 2% PKB, w formie dodatkowych działań do podjęcia w ciągu tych 2 lat. We Francji, pod koniec 2008 r. przyjęto rozwiązania o wartości ok. 1,5% PKB na lata 2009-2011. Obejmują one m. in. przyśpieszenie dynamiki inwestycji publicznych oraz wsparcie drobnych przedsiębiorstw i poszczególnych branż. Rząd włoski przyjął pakiet rozwiązań dla pobudzenia wzrostu gospodarczego, które obejmują szczególnie działania związane z wydatkami, w wysokości ok. 0,5% PKB na lata 2009 i 2010. Zgodnie z planem wpływ tych działań na zadłużenie netto zostanie w dużym stopniu zrównoważony działaniami kompensacyjnymi. W Hiszpanii, z myślą o pobudzeniu gospodarki liczne działania po stronie przychodów zainicjowano już w pierwszym półroczu 2008 r. W listopadzie ogłoszono dodatkowe plany inwestycji publicznych. Stanowiły one połączone bodziec w wysokości ponad 3% PKB w okresie 2008-2010. Większość innych krajów również przyjęła kompleksowe działania o charakterze bodźców fiskalnych.

O ile z głębszą oceną polityki stosowania bodźców trzeba poczekać, aż pozna się zastosowane środki i sposób ich wdrożenia, o tyle jest oczywiste, że aktualne zamierzenia rządów niosą pewne ryzyko (zob. też ramka 8). Pogłębiające się deficyty mogą podkopać zaufanie do równowagi fiskalnej, szczególnie że częstokroć odwracalność działań pobudzających wzrost gospodarczy nie jest przedmiotem rozważań i może przysporzyć wielu trudności. Gwałtownie poszerzają się spready obligacji skarbowych w stosunku do obligacji niemieckich. Jest to niepokojący sygnał, że rynki finansowe bacznie obserwują rozwój potencjalnych ryzyk. W wielu przypadkach nasuwają się wątpliwości co do skuteczności przyjętych środków, ze względu na szerokie spektrum rozważanych rozwiązań. Nie wszystkie działania są bezpośrednio powiązane z przyczynami obecnych problemów gospodarczych. Niektóre mogą wynikać z politycznych kompromisów raczej niż ze względów o charakterze gospodarczym. Interwencje rządu niosą również ryzyko zniekształcenia zachowania podmiotów gospodarczych.

#### **DALSZE POGORSZENIE FISKALNE OCZEKIWANE W 2009 R.**

Oczekuje się, że w 2009 r. nastąpi dalsze pogorszenie perspektyw fiskalnych w krajach strefy euro. Zgodnie z okresową prognozą Komisji Europejskiej, która uwzględnia zaktualizowane korekty programu stabilizacyjnego z przełomu lat 2008 i 2009, średni deficyt sektora rządowego i samorządowego w strefie euro ma wzrosnąć o 2,3 punktu procentowego, do poziomu 4,0% PKB (zob. wykres 32). Wydatki budżetowe mają wzrosnąć, a przychody spaść, odpowiednio o 2,1 i 0,1 punktu procentowego PKB. W 2009 r. średni wskaźnik długu publicznego w strefie euro ma wzrosnąć o 4,0 punkty procentowe, do poziomu 72,7% PKB.

Zgodnie z okresową prognozą Komisji Europejskiej saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych spadnie we wszystkich krajach strefy euro z wyjątkiem Malty. Oczekuje się, że w 2009 r. Irlandia, Grecja, Hiszpania, Francja, Włochy, Portugalia i Słowenia przekroczą, lub nadal utrzymają się powyżej, 3% wartości referencyjnej. W niektórych przypadkach przekro-

### KRYZYS FINANSOWY I POLITYKA FISKALNA

Kluczowym zadaniem jest niedopuszczenie, by z powodu kryzysu na rynkach finansowych i wynikłego zeń spowolnienia gospodarczego ucierpiała wiarygodność i równowaga finansów publicznych. W ramach Unii Europejskiej (UE), Pakt Stabilności i Wzrostu stanowi właściwe struktury ramowe do prowadzenia i koordynacji polityk fiskalnych, niezależnie od koniunktury. O ile w pierwszym dziesięcioleciu obowiązywania Paktu zdarzały się poluzowania dyscypliny budżetowej, to z drugiej strony całościowa sytuacja fiskalna, czyli unikanie wysokich deficytów budżetowych oraz podwyższania długu publicznego kształtowała się znacznie lepiej niż w okresach przed wejściem Paktu w życie.<sup>1</sup>

#### Nie wykorzystano szansy i wzrosły, choć nie musiały, obciążenie fiskalne

W kryzys finansowy i spowolnienie gospodarcze wiele krajów strefy euro weszło ze słabymi bilansami budżetowymi. Rządy przeoczyły szansę, jaką miały przez ostatnie 10 lat, kiedy notowano nadwyżki budżetowe i nie skonsolidowały swoich budżetów. Argumenty przytoczone w tym względzie w Raporcie Rocznym EBC z 2007 r. pozostają aktualne, a ich znaczenie w gruncie rzeczy nawet jeszcze wzrosło.<sup>2</sup> EBC podkreślał wówczas istotne przesłanie o charakterze fiskalnym, jakie płynęło z wydarzeń z lat 2000-2001, a mianowicie, że perspektywy przychodowe mogą zmienić się diametralnie w krótkim okresie. Jak *de facto* wynika z doświadczeń, zmienność przychodów publicznych przewyższa zmienność wydatków a także koniunktury. Jeśli dodać trudności z przewidzeniem punktów krytycznych we wzroście PKB, należy zachować dużo większą rozwagę w czasach ożywienia gospodarczego, tj. raczej wykorzystać ponadplanowe zyski i dochody dla szybszego zmniejszenia deficytu i zadłużenia, niż pokrywać nimi dodatkowe wydatki.<sup>3</sup> Dzięki takiej polityce, kraje byłyby w stanie uwzględnić w budżetach pole manewru, żeby amortyzować nieoczekiwane spadki przychodów i ponosić dodatkowe wydatki, gdyby sytuacja miała ulec zmianie. Jednym z błędów polityki fiskalnej do okresu 2000-2001 włącznie, było mylne odczytywanie lepszych wyników budżetowych w czasie ożywienia gospodarczego jako dowód optymalizacji struktury budżetu, co w wielu przypadkach stanowiło uzasadnienie podwyższenia wydatków lub cięć podatkowych.

#### Rola automatycznych stabilizatorów

Korekty fiskalne w odpowiedzi na spowolnienie gospodarcze w znacznej mierze wynikają z funkcjonowania automatycznych stabilizatorów fiskalnych, które łagodzą zmiany gospodarcze. Jest to najwłaściwsze rozwiązanie. Reakcja fiskalna tego rodzaju jest szybka i wolna od zagrożeń polityczno-gospodarczych, które mogą zmniejszyć efekt podejmowanych uznaniowo działań fiskalnych. Dzięki automatycznym stabilizatorom można w odpowiednim momencie podjąć działania rozpoznawcze, zainicjować podstawowy proces decyzyjny i wdrożyć właściwe środki. Co więcej, ponieważ przychody - i w mniejszym stopniu także wydatki - reagują na koniunkturę

1 Zob. rozdział „Ten years of the Stability and Growth Pact”, w edycji Biuletynu Miesięcznego EBC z października 2008 r. (nietłumaczonej na jęz. polski).

2 Zob. zwłaszcza ramkę 8, „Nauka płynąca z doświadczeń polityki fiskalnej w latach 2000-2001”, Raport Roczny EBC z 2007 r., s. 82-84 (numeracja w wersji polskiej).

3 Badanie dokładności prognozowania i trudności z momentami przelomowymi, zob. M. Blix, J. Wadejford, U. Wienecke i M. Ådahl, „How good is the forecasting performance of major institutions?” Sveriges Riksbank Economic Review, s. 38-68, 2001:3.

w sposób automatyczny, automatyczne stabilizatory wyposażone są w mechanizm samoczynnej regulacji. Na zakończenie, poszczególne grupy interesu mają znikomy wpływ na osiągnięcie konkretnych korzyści dla danej grupy. Kraje w strefie euro, które realizują Pakt Stabilności i Wzrostu mogą wykorzystywać stosunkowo rozbudowane automatyczne stabilizatory.

### **Ryzyka nadmiernej aktywności fiskalnej podczas kryzysu finansowego**

W związku z pobudzaniem popytu podejmowanymi uznaniowo działaniami z zakresu polityki fiskalnej, wypracowano wspólne stanowisko, że należy je zsynchronizować w czasie i ukierunkować na zapewnienie efektywności, a jednocześnie zachować ich doraźny charakter, co pozwoli uniknąć tworzenia dodatkowego ryzyka dla równowagi fiskalnej. Działania takie mogą podważyć zaufanie społeczne do stabilności finansów publicznych, zwłaszcza jeśli nie przewiduje się korekty rozwiązań fiskalnych, które powiększają deficyt. Odpowiednio do tego, mogą zwiększyć się oszczędności ostrożnościowe, nastąpić negatywna reakcja rynków finansowych i wzrosnąć stopy procentowe. Ich oddziaływanie zniwelowałoby zamierzony efekt ekspansji. Pod tym względem, za przestrożę służy doświadczenie płynące z nadmiernego fiskalnego aktywizmu podczas kryzysu naftowego z lat 1970-tych: zamiast napędzić popyt, rozchwiał on gospodarkę realną i nasilił presję na wzrost cen i długu publicznego – z minimalnym w ostatecznym rozrachunku, jeśli jakimkolwiek, zyskiem netto.

W zakresie docelowych założeń, należy przyjmować rozwiązania najbardziej efektywne pod względem elastyczności, gdzie zachęty w najmniejszym stopniu podatne są na zniekształcenia. Stosownie do tego należy uwzględnić jakość fiskalnych rozwiązań stymulacyjnych, tak by podjęte działania w największym stopniu tworzyły zdrowe podstawy do ożywienia gospodarczego i długoterminowego wzrostu. Kluczową kwestią jest odpowiednia synchronizacja podejmowanych działań w czasie, ponieważ ze zgromadzonych dotąd doświadczeń wynika, że w wielu przypadkach uznaniowe rozwiązania w konsekwencji wpisują się w cykl koniunkturalny, gdyż ich oddziaływanie uwidacznia się ze znacznym opóźnieniem.

Jakość polityki fiskalnej jest istotna z wielu powodów. Podczas gdy optymalny zakres aktywności państwa jest kwestią dyskusyjną,<sup>4</sup> w sprawniejszym systemie finansów publicznych obywatele krajów strefy euro mogliby płacić mniejsze podatki, przy poziomie zamożności nie gorszym niż obecnie. Co więcej, istnieją przesłanki, by twierdzić, że w przeszłości sfera publiczna rozrastała się kosztem obniżenia wzrostu gospodarczego.<sup>5</sup> Jeśli rządy krajów strefy euro wdrożą Pakt Stabilności i Wzrostu, to gospodarki tych krajów mają większe szanse na odniesienie długoterminowych korzyści z tego tytułu, a ich obywatele na dostatniejsze życie.<sup>6</sup>

4 Zob. np. A. Afonso, L. Schuknecht i V. Tanzi (2005), „Public sector efficiency: an international comparison,” *Public Choice* 123 (3-4), s. 321-347 i zob. A. Afonso i D. Furceri, „Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth”, ECB Working Paper Series, No. 849, 2008

5 Zob. A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht i M. Thöne (2005), „Quality of public finances and growth,” ECB working paper 438

6 Koszty zmniejszenia administracji rządowej mogą być dość ograniczone, jeśli proces odpowiednio przygotować i wdrożyć, zob. np. S. Hauptmeier, M. Heipertz i L. Schuknecht (2006), „Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach,” ECB working paper no 364.



czenie wartości referencyjnej będzie znaczne. Deficytów na poziomie 3% PKB można się spodziewać w Belgii i w Austrii, natomiast deficyty Niemiec i Słowacji osiągną poziom nieznacznie poniżej wartości referencyjnej. Utrzymuje się wyraźne ryzyko, że rzeczywiste wyniki okażą się gorsze niż oczekiwano.

### **KONIECZNE JEST POŁOŻENIE NACISKU NA STABILNOŚĆ FINANSÓW PUBLICZNYCH**

Polityka fiskalna w strefie euro stoi przed poważnymi wyzwaniami w postaci zmiany sytuacji fiskalnej i wysoce niepewnych perspektyw. Finanse publiczne znalazły się pod presją czterech czynników. Po pierwsze, w warunkach spowolnienia gospodarczego przyjęte programy stabilizacyjne znacznie zwiększają deficyty. Po drugie, oprócz obserwowanego w ostatnich latach spadku dochodów budżetowych mogą wystąpić dalsze ograniczenia dochodów budżetowych z tytułu m.in. gwałtownych spadków cen aktywów finansowych, a w niektórych krajach, kryzysu w sektorze mieszkaniowym. Po trzecie, interwencje jakie rządy przeprowadzają w sektorze finansowym, żeby zapobiec systemowemu kryzysowi bankowemu i dużo poważniejszym zakłóceniom makroekonomicznym niosą znaczne ryzyka o charakterze fiskalnym. Po czwarte wreszcie, bodźce zastosowane, żeby zapobiegać spowolnieniu gospodarczemu obciążają perspektywy fiskalne.

Wobec tych wszystkich wyzwań, zasadnicze znaczenie ma utrzymanie dyscypliny budżetowej oraz średnioterminowej perspektywy. Ochrona nienaruszalności usankcjonowanych struktur fiskalnych UE jest warunkiem koniecznym do utrzymania zaufania publicznego w odniesieniu do stabilności finansów publicznych. Wszystkie zainteresowane strony muszą więc bezwarunkowo realizować postanowienia zawarte w Pakcie Stabilności i Wzrostu, które zapewniają odpowiednią elastyczność w odpowiedzi na niesprzyjające uwarunkowania gospodarcze.

Znaczące pakiety działań na rzecz pobudzenia wzrostu gospodarczego przyjęte w 2008 r. i na początku 2009 r. przyczyniają się do wzrostu

nierównowagi fiskalnej w strefie euro. Aby nie dopuścić do utraty zaufania do stabilnych publicznych finansów, należy zobowiązać się do możliwie szybkiego zaprzestania działań o charakterze doraźnym. Przy wdrażaniu odpowiednich programów należy starannie rozważyć jakość działań podjętych, dla zapewnienia ich skuteczności. Podjęcie przez kraje członkowskie strefy euro określonych działań dla wypracowania i zachowania zdrowych finansów publicznych jest również podyktowane koniecznością sprostania presji wydatkowej w nadchodzących dziesięcioleciach z tytułu starzenia się społeczeństw. Jeśli wiążące średnioterminowe struktury fiskalne będą odpowiednio ustalone i przestrzegane na poziomie krajowym, mogą one uzupełniać europejskie ramy fiskalne zawarte w Pakcie Stabilności i Wzrostu i przyspieszać powrót do średnioterminowych założeń budżetowych (zob. ramka 8).

## **2.6 KURSY WALUTOWE I BILANS PŁATNICZY**

### **UMIARKOWANA APRECYJACJA EURO W UJĘCIU EFEKTYWNYM W 2008 R.**

Zawirowania finansowe, które rozpoczęły się na rynku pieniężnym i kredytowym w sierpniu 2007 r., a następnie objęły sferę gospodarki na całym świecie, w 2008 r. w znacznym stopniu wpłynęły też na sytuację na rynkach walutowych. Mówiąc dokładniej, euro wzmacniało swoją wartość szczególnie w pierwszych czterech miesiącach 2008 r. – trend aprecjacyjny trwał jednak już od końca 2000 r., czemu sprzyjały dość optymistyczne oczekiwania rynku co do względnych perspektyw gospodarczych w strefie euro. Po osiągnięciu najwyższej dotychczas wartości w kwietniu, jego nominalny efektywny kurs wymiany zasadniczo ustabilizował się do sierpnia. Od tego czasu euro wartość euro mocno spadła – w ciągu zaledwie 3 miesięcy obniżyła się do poziomu z połowy 2007 r. Wiązało się to przede wszystkim z korektą oczekiwań rynku, co do perspektyw gospodarczych strefy euro – ponieważ kryzys finansowy dalej się rozwijał i stopniowo nabierał zasięgu globalnego – i miało miejsce w środowisku podwyższonej niepewności rynku i awersji do ryzyka na

świecie. Pod koniec roku nastąpił silny wzrost euro, które ponownie osiągnęło swoją maksymalną dotychczas wartość 18 grudnia 2008 r. Przed końcem 2008 r., w nominalnym ujęciu efektywnym, euro przewyższyło o 2,5% swoją wartość z początku roku i o ok. 7% średni poziom z 2007 r. Do nominalnej efektywnej aprecjacji euro w 2008 r. w znacznym stopniu przyczyniło się znaczne jego wzmocnienie wobec funta szterlinga, tylko po części zniwelowane osłabieniem wobec dolara USA i japońskiego jena.

W ciągu pierwszych 8 miesięcy roku euro znacznie wzmocniło się w stosunku do dolara USA, dochodząc do 1,60 USD w połowie lipca. Głównym czynnikiem aprecjacji euro było oczekiwanie na powiększenie się różnic stóp procentowych na korzyść aktywów strefy euro. Potwierdzały one przekonanie rynku, że strefa euro odczuje zawirowania na rynku finansowym w stopniu znacznie łagodniejszym niż Stany Zjednoczone. Od tego okresu, jednak, w publikowanych danych zaczęły pojawiać się oznaki, że zapoczątkowane w sierpniu 2007 r. zawirowania finansowe na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku przechodzą w synchroniczne spowolnienie gospodarcze we wszystkich głównych strefach gospodarczych. W rezultacie w sierpniu euro zaczęło gwałtownie osłabiać się w stosunku do waluty USA. Jesienią na rynki pieniężne i kredytowe na świecie powróciło napięcie, a pod wpływem jego nasilonej presji wartość wspólnej waluty obniżyła się do poziomu 1,25 USD w październiku. Ta spora deprecjacja wiązała się po części z niedoborem płynności denominowanej w dolarach, przez co nastąpił ożywiony transfer zagranicznych inwestycji, a banki centralne skoordynowały swoje działania. W środowisku nadzwyczaj podwyższonej awersji do ryzyka i zmniejszania dźwigni finansowej, dolar opierał się osłabieniu, korzystając ze statusu waluty międzynarodowej. Jak można wywnioskować z rozluźnienia korelacji pomiędzy różnicami stóp procentowych a zachodzącymi wtedy zmianami kursu wymiany EUR/USD, w kierunku umocnienia dolara USA oddziaływały przypuszczalnie także inne techniczne i ewentualnie tymcza-

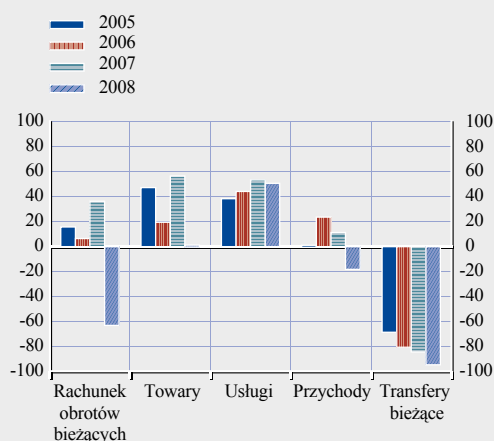
same czynniki na rynkach walutowych. Kiedy jednak jesienią zanikły powyższe czynniki niecykliczne, które wspierały dolara, a rynki walutowe ponownie skoncentrowały się wzrostu i różnicach stóp procentowych w głównych strefach gospodarczych, w grudniu nastąpił silny wzrost euro. W ostatnim dniu roku kurs wymiany euro kształtował się na poziomie 1,39 USD, tj. ok. 5% poniżej wartości z początku 2008 r. i ok. 6% ponad średnią wartość z 2007 r.

Na przestrzeni 2008 r., podobnie jak kurs wymiany EUR/USD, mocno wahał się także kurs euro w stosunku do japońskiego jena. Kształtował się on w nadzwyczaj szerokim przedziale pomiędzy 115,75 JPY a 169,75 JPY. Zmienność kursu wymiany EUR/JPY wynika przypuszczalnie nie tylko ze zmian ocen rynku, co do zmieniających się perspektyw gospodarczych, lecz odzwierciedla przede wszystkim jego oczekiwania odnośnie zmienności cen aktywów. W konsekwencji oczekiwania te przełożyły się na oczekiwaną rentowność transakcji typu *carry trade*, tj. strategii handlowej polegającej na zaciągnięciu pożyczki w walucie o niskiej stopie procentowej (jak jen) i inwestowaniu tak uzyskanych środków w walutę o wysokiej stopie. Ogólnie rzecz biorąc, kiedy wzrasta oczekiwana zmienność jena, zmniejsza się jego atrakcyjność jako waluty, którą finansuje się ten rodzaj transakcji. Większa zmienność powoduje, że waluta o niższej stopie procentowej umacnia się, a waluta o wyższej stopie osłabia. Istotnie, w 2008 r. zmienność implikowana kursu wymiany EUR/JPY – mierzona wskaźnikami opartymi na cenach opcji – podlegała znacznym wahaniom. Osiągnęła ona najwyższą wartość w październiku, a od tego czasu spadała. W głównej mierze za sprawą wyjątkowo wysokiej w 2008 r. zmienności na rynku walutowym euro początkowo wzmocniło się, a następnie gwałtownie osłabło wobec jena. 31 grudnia 2008 r. kurs euro wyniósł 126,14 JPY, tj. stracił 23% swojej wartości z początku roku i 22% średniej wartości z 2007 r.

Na przestrzeni 2008 r. euro nadal wzmocniło się wobec funta szterlinga, do końca roku zyskało niebagatelną wartość 28,5%, wobec aprecjacji na poziomie 9% z 2007 r. 29 grud-

### Wykres 33 Saldo rachunku obrotów bieżących i jego składniki

(miliardy EUR, dane roczne)

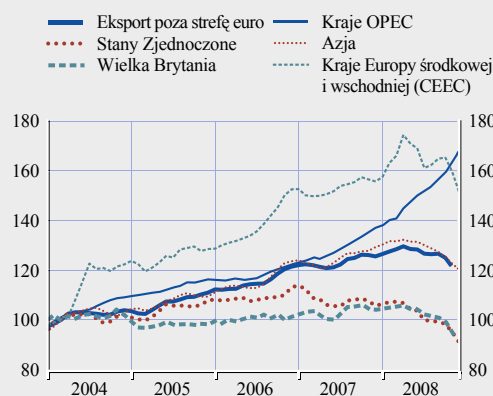


Źródło: EBC.

Uwaga: Dane za 2008 r. obejmują okres roku do października.

### Wykres 34 Wolumen eksportu strefy euro do wybranych partnerów handlowych

(indeksy: I kw. 2004 r. = 100, skorygowane sezonowo, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: EBC.

Uwaga: Najnowsze dane pochodzą z grudnia 2008 r., za wyjątkiem eksportu poza strefę euro oraz danych dotyczących Wielkiej Brytanii (listopad).

nia kurs euro ukształtowało się na poziomie 0,98 GBP, najwyższym od momentu wprowadzenia wspólnej waluty w 1999 r. Wyraźne osłabienie funta, zwłaszcza w ostatnich miesiącach 2008 r., ma związek ze znacznym spowolnieniem aktywności gospodarczej w Wielkiej Brytanii, co doprowadziło do istotnego złagodzenia warunków polityki pieniężnej i do zmniejszenia długoterminowych zysków.

Pomiędzy początkiem stycznia a 31 grudnia 2008 r. euro znacznie zyskało na wartości w stosunku do walut kilku głównych partnerów handlowych UE; o 15,3% wobec korony szwedzkiej i polskiego złotego, o 12,3% wobec leja rumuńskiego, o 5,3% wobec forinta węgierskiego i o 1,9% wobec czeskiej korony. Znaczna aprecjacja nastąpiła też wobec wona koreańskiego (o 33,6%), korony norweskiej (o 22,1%) oraz dolara australijskiego i kanadyjskiego (odpowiednio o 21% i 17,1%). Aprecjację euro wobec powyższych walut po części zniwelowało osłabienie w stosunku do walut kilku azjatyckich partnerów powiązanych z dolarem amerykańskim, mianowicie chińskiego renminbi (o 11,4%) oraz dolara hongkońskiego i dolara singapur-

skiego (odpowiednio o 5,2% i 6%). Euro straciło też na wartości wobec franka szwajcarskiego (o 10,2%) przy otwieraniu i zamykaniu pozycji (ang. *positioning in and out*) transakcji typu *carry trade*, w których frank, tak jak japoński jen, spełniał funkcję waluty finansującej ten rodzaj transakcji.

Realny efektywny kurs wymiany, oparty na różnych miarach kosztów i cen, podlegał aprecjacji przez 4 pierwsze miesiące 2008 r., a następnie ustabilizował się do sierpnia. Obniżał się następnie aż do listopada, aby ożywić się nieco w ostatnim miesiącu 2008 r. W ostatnim kwartale 2008 r. realny efektywny kurs wymiany euro, oparty na indeksie cen konsumpcyjnych, znalazł się 2% poniżej swojej średniej wartości z 2007 r. i 4% poniżej średniego poziomu z analogicznego kwartału 2007 r.

### POJAWIENIE SIĘ DEFICYTU OBROTÓW BIEŻĄCYCH W 2008 R.

W 2008 r. na rachunku obrotów bieżących w strefie euro odnotowano deficyt w wysokości 63,2 mld euro (tj. 0,7% PKB strefy euro), w porównaniu z nadwyżką 36,3 mld euro

w 2007 r. Zmiana ta wynikała przede wszystkim z pojawienia się ujemnego salda obrotów towarowych. W roku 2008 deficyt obrotów towarowych wyniósł 0,6 mld euro, w porównaniu z nadwyżką w wysokości 56,6 mld euro w 2007 r. Głównymi czynnikami powstania deficytu był słabnący eksport – zwłaszcza w drugiej połowie 2008 r. – oraz mocno rosnące

cenę importu przez pierwsze 8 miesięcy roku. W ujęciu całościowym, saldo rachunku bieżącego pogorszyło się również ze względu na pojawienie się deficytu dochodów i wyższy deficyt transferów bieżących. Jednocześnie nadwyżka w rachunku usług w wysokości 50,6 mld euro w 2008 r. zmniejszyła się nieznacznie o 2,6 mld euro w porównaniu z 2007 r. (zob. wykres 33).

## Ramka 9

### AKTUALNA POZYCJA KONKURENCYJNA STREFY EURO

Na podstawie oceny międzynarodowej konkurencyjności cenowo-kosztowej strefy euro – na którą składa się również konkurencyjność poszczególnych krajów wchodzących w jej skład – można uzyskać informacje istotne dla monitorowania sytuacji makroekonomicznej w tej strefie. W ramce przeanalizowano, jak kształtuje się konkurencyjność w strefie euro mierzona różnymi realnymi efektywnymi kursami wymiany zarówno na poziomie zagregowanym, jak też w poszczególnych państwach członkowskich. W syntetycznym ujęciu ze wskaźników wynika, że na przestrzeni ostatniego dziesięciolecia obniżyła się konkurencyjność cenowo-kosztowa strefa euro, głównie dlatego, że w omawianym okresie euro umacniało się nominalnie względem innych walut. Chociaż wykorzystanie alternatywnych deflatorów pozostaje bez wpływu na wynik, pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro występują znaczne różnice w zakresie konkurencyjności.

W ujęciu całościowym strefy euro, na wykresie A porównano zmiany nominalnego efektywnego kursu wymiany euro z zakresem wyprowadzonym na podstawie 5 wskaźników realnego efektywnego kursu wymiany w oparciu o różne deflatory<sup>1</sup>. Ogólnie, jak wskazują różne miary, w okresie 1999-2008 konkurencyjność w ujęciu zarówno realnych jak i nominalnych efektywnych kursów wymiany euro spadła o ok. 5%-10%. Nominalny i realny efektywny kurs wymiany kształtują się zatem wedle dość zbliżonych tendencji, co odzwierciedla podobieństwo zmian cen pomiędzy strefą euro a jej głównymi partnerami handlowymi. Konkurencyjność w strefie euro ogólnie zmniejszyła się, przede wszystkim dlatego, że ewoluował nominalny efektywny kurs

### Wykres A Nominalny i realny efektywny kursy wymiany euro

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



Źródło: Obliczenia EBC.

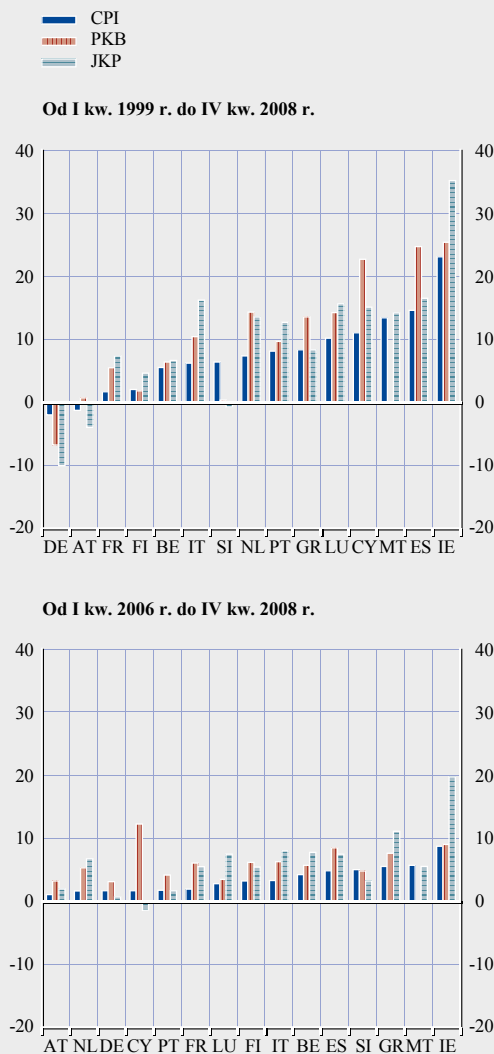
Uwagi: Najnowsze dane odnoszą się do czwartego kwartału 2008 r.

Realny efektywny kurs wymiany za ostatni kwartał 2008 r. jest obliczony na podstawie CPI i PPI.

<sup>1</sup> Wśród 5 deflatorów znajdują się CPI, ceny producenta, PKB, jednostkowe koszty pracy w sektorze przetwórstwa przemysłowego oraz jednostkowe koszty pracy w gospodarce ogółem.

## Wykres B Zmiany ujednoliconych wskaźników<sup>1)</sup> konkurencyjności we wszystkich krajach strefy euro

(w punktach procentowych, dane kwartalne)



Źródło: Obliczenia EBC.

1) Obliczenia oparto na deflatorach CPI, PKB lub deflatorze jednostkowego kosztu pracy (JKP), z uwzględnieniem obrotów towarowych wewnątrz strefy euro i z partnerami spoza strefy euro.

Uwagi: Liczba ujemna oznacza wzrost konkurencyjności cenowej, liczba dodatnia zaś - jej spadek. Ostatnie pozyskane dane dotyczą czwartego kwartału 2008 r. (w oparciu o deflator CPI) oraz trzeciego kwartału (w oparciu o deflatory PKB i JKP). Ujednolicone wskaźniki konkurencyjności dla okresu od pierwszego kwartału 2006 r. do czwartego kwartału 2008 r. zostały ponownie ustalone (I kw. 2006 r. = 100). EBC nie opublikował ujednoliconego wskaźnika konkurencyjności opartego na deflatorze PKB dla Malty.

wymiany. Można podzielić ten proces na kilka epizodów. W pierwszym okresie 1999-2001 konkurencyjność zwiększyła się, gdyż euro w tym czasie straciło na wartości. Następnie konkurencyjność spadła, przede wszystkim dlatego, że w latach 2002-2004 i ponownie od 2006 r. waluta euro zyskała na wartości. W ostatnim okresie strefa euro zwiększyła nieco swoją konkurencyjność, gdyż w drugim półroczu 2008 r. euro weszło w strefę spadku.

Na zmiany konkurencyjności cenowej strefy euro ogółem mogą składać się dość różne zjawiska w poszczególnych krajach. Do analizy konkurencyjności cenowej EBC stosuje ujednoliconą metodologię. Zestawia mianowicie ze sobą zharmonizowane wskaźniki konkurencyjności krajów strefy euro względem siebie oraz względem ich partnerów handlowych spoza strefy<sup>2</sup>. Wykorzystuje przy tym 3 zharmonizowane wskaźniki konkurencyjności obliczone jako średnie ważone dwustronnych kursów wymiany w oparciu o wagi transakcji – wynika to ze względnego znaczenia głównych krajów konkurencyjnych dla każdego z krajów strefy euro ujętego w analizie – deflowane deflatorem CPI, PKB lub jednostkowymi kosztami pracy. W grupie zharmonizowanych wskaźników konkurencyjności najszerze wykorzystanie – jak wynika z obserwacji – znajduje wskaźnik oparty na CPI, ze względu na dość spójną definicję CPI w poszczególnych krajach oraz brak istotnych korekt danych i dość nieznaczne opóźnienie w dostępie do tego wskaźnika. Jednocześnie deflatory PKB oraz wskaźniki uwzględniające jednostkowe koszty pracy stanowią alternatywne miary konkurencyjności ukierunkowane raczej na produkcję niż konsumpcję w gospodarce.

Odczytywać te wskaźniki należy jednak przy zachowaniu pewnego dystansu. Tytułem ilustracji, indeksowane wskaźniki konkurencyjności pomijają różnice pomiędzy wyjściowymi

2 Aby zapoznać się z pogłębioną analizą zharmonizowanych wskaźników konkurencyjności, zob. F. di Mauro i K. Forster (2008), „Globalisation and the competitiveness of the euro area”, okolicznościowa publikacja EBC, nr 97, wrzesień i rozdział *Monitoring labour cost developments across euro area countries* w EBC z listopada 2008 r. (nietłumaczone na jęz. polski).

poziomami cen. Nie sposób więc jednoznacznie wywnioskować, który kraj wykazuje większą konkurencyjność w ujęciu bezwzględnym. Wnioski oparte na tych wskaźnikach są w pewnym stopniu zależą od wyboru chwili początkowej i końcowej rozpatywanego okresu. Co więcej, zharmonizowane wskaźniki konkurencyjności mierzą konkurencyjność w sposób wybiórczy. Dla uzyskania szerszego obrazu, analizę należy znacznie bardziej pogłębić i uwzględnić w niej takie czynniki, jak branża handlowa lub ogólne środowisko biznesowe oraz w jakim stopniu cenę dustala się dla każdego rynku (ang. *pricing to market*) i w jaki sposób ceny reagują na zmiany kursów walutowych<sup>3</sup>. Ponadto w chwili obecnej metodologia używana w przypadku tych wskaźników nie oddaje w pełni różnic między poszczególnymi krajami w zakresie produktywności sektora usług (struktura wymiany handlowej tego sektora nie jest uwzględniana w nadawaniu wag partnerom handlowym).

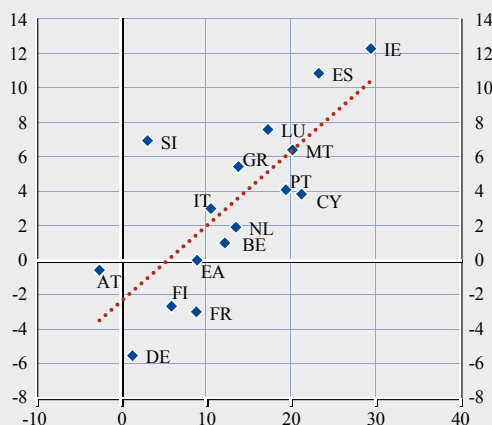
Po stronie przeszłych zmian zharmonizowanych wskaźników konkurencyjności, wykres B ujawnia znaczne rozbieżności w zakresie konkurencyjności pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro. Jak wykazały badania z wykorzystaniem zharmonizowanego wskaźnika konkurencyjności opartego na CPI, spadki konkurencyjności od 1999 r. były najgłębsze w Irlandii (ponad 20%), na Cyprze, Malcie, w Luksemburgu i w Hiszpanii (10%-20%). W tym samym okresie najmniejsze spadki, lub wręcz nieznaczna poprawę, odnotowała Austria, Niemcy, Finlandia i Francja. W ostatnim okresie wzmocnienia euro, tj. od początku 2006 r., różnice mogą być mniej wyraźne, przy czym wszystkie kraje odczuły obniżenie konkurencyjności cenowej. O ile z jednej strony skala konkurencyjności w poszczególnych krajach zależy od wyboru deflatora deflatora, o tyle z drugiej strony z całego spektrum mierników wpływają te same wnioski jakościowe.

Dzięki zharmonizowanym wskaźnikom konkurencyjności można również wyodrębnić zjawiska, jakie występują w zakresie konkurencyjności wewnątrz strefy euro oraz poza jej obrębem na poziomie poszczególnych krajów. Rozróżnienie jest ze wszech miar korzystne, ponieważ od wprowadzenia waluty euro zmiany nominalnego kursu walutowego są istotne tylko dla konkurencyjności zewnętrznej. Stąd też na konkurencyjność cenową pomiędzy krajami strefy euro mają wpływ tylko rozbieżności w kształtowaniu się koszt-

### Wykres C Zmiany ujednoliconego wskaźnika konkurencyjności cenowej w strefie euro oraz poza strefą euro<sup>1)</sup>

(skumulowana zmiana w punktach procentowych, od I kw. 1999 r. do IV kw. 2008 r.)

Oś X: Zmiana ujednoliconego wskaźnika konkurencyjności poza strefą euro  
Oś Y: Zmiana ujednoliconego wskaźnika konkurencyjności w strefie euro



Źródło: Obliczenia EBC.

1) Na podstawie CPI.

Uwagi: Liczba dodatnia oznacza spadek konkurencyjności cenowej, ujemna zaś - jej wzrost. W przypadku strefy euro na wykresie przedstawiono realny efektywny kurs wymiany euro w stosunku do 22 partnerów handlowych oparty jedynie na obrocie towarowym z krajami spoza strefy euro

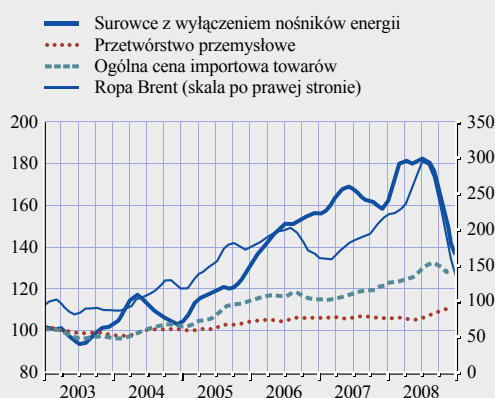
<sup>3</sup> Analiza szerszej konkurencyjności, zob. Grupa Zadaniowa Komitetu ds. Polityki Pieniężnej (Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESBC) (2005), *Competitiveness and the export performance of the euro area*, Okolicznościowa publikacja EBC nr 30, czerwiec oraz U. Baumann i F. di Mauro (2007), *Globalisation and euro area trade: interactions and challenges*, okolicznościowa publikacja EBC, nr 55, marzec.

tów i cen. Spadki konkurencyjności cenowej na poziomie krajowym są ogólnie bardziej odczuwalne w przypadku partnerów handlowych spoza strefy euro. Uwidacznia to linia regresji, która uwzględnia relacje pomiędzy wskaźnikami wewnętrznymi i zewnętrznymi dla strefy euro (zob. wykres C). W znacznej mierze potwierdza to ogólne nominalne wzmocnienie kursu walutowego euro w latach 1999-2008. Odpowiednio do tego w krajach, takich jak Irlandia, z wysokim udziałem obrotów handlowych z partnerami spoza strefy euro zaznaczył się także stosunkowo głębszy spadek konkurencyjności zewnętrznej poza strefą euro. W przypadku większości krajów jednak, z wysokiego wskaźnika korelacji pomiędzy z jednej strony, konkurencyjnością wewnętrzną w strefie euro a, z drugiej strony, konkurencyjnością zewnętrzną poza strefą euro można wyczytać, że względne pozycje konkurencyjne poszczególnych krajów strefy euro są w znacznym stopniu uwarunkowane zmianami krajowych kosztów i cen. Jedynym krajem, w którym konkurencyjność poprawiła się, zarówno wewnątrz strefy euro, jak i poza nią, pozostaje w ostatecznym rozrachunku Austria. Poprawę konkurencyjności wewnątrz strefy euro odczuły także Finlandia, Francja oraz Niemcy, z drugiej strony jednak nastąpiło pogorszenie ich konkurencyjności względem partnerów handlowych spoza tej strefy. Pozostałe kraje strefy euro odnotowały pogorszenie konkurencyjności, zarówno wewnątrz strefy euro, jak też poza jej obrębem.

Tytułem podsumowania, wedle różnych mierników realnych efektywnych kursów walutowych, na przestrzeni ostatniego dziesięciolecia strefa euro odczuła spadek konkurencyjności cenowo-kosztowej, w znacznej mierze za sprawą nominalnego wzmocnienia się waluty euro. Utrzymuje się jednak znaczna różnorodność w poziomach konkurencyjności pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro. Sytuacja ta odzwierciedla przede wszystkim różnice w kształtowaniu się kosztów i cen krajowych, jak też specjalizację geograficzną handlu zagranicznego tych krajów.

### Wykres 35 Import towarów spoza strefy euro

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



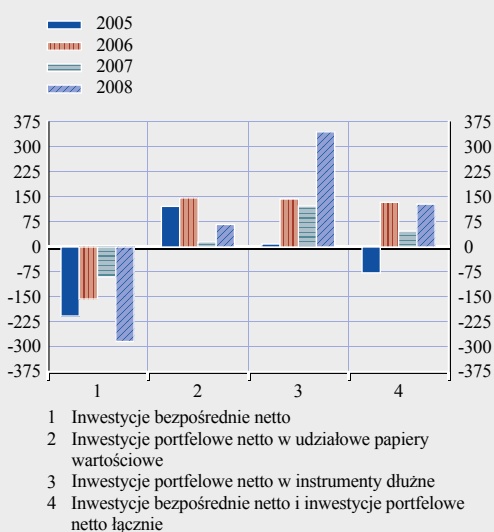
Źródło: EBC.

Na przestrzeni 2008 r. doszło do ograniczenia eksportu towarowego, co generalnie można tłumaczyć spadkiem popytu globalnego, a być może też pogorszeniem się warunków finansowania handlu na świecie. Po krótkotrwałym ożywieniu w pierwszym kwartale roku doszło do ograniczenia eksportu ze strefy euro do Stanów Zjednoczonych i innych państw OECD, a także do Chin i pozostałych krajów azjatyckich, oraz do osłabienia eksportu do państw członkowskich, które przystąpiły do UE po 2004 r. Stosunkowo wysoką dynamikę w ciągu całego roku utrzymał natomiast wzrost eksportu do krajów OPEC, w kontekście ożywionego wzrostu gospodarczego w tych krajach i efektów majątkowych w formie przychodów z obrotu ropą naftową (zob. wykres 34).

Obserwowany od 2001 r. spadek cen i osłabienie konkurencyjności kosztowej w strefie euro

### Wykres 36 Inwestycje portfelowe i bezpośrednio strefy euro

(miliardy EUR, dane roczne)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane za 2008 r. obejmują okres roku do października 2008 r.

częściowo uległ odwróceniu w pierwszej połowie 2008 r. w wyniku aprecjacji euro. Łagodny wzrost cen eksportu w strefie euro w pierwszej połowie roku może wskazywać, że firmy strefy euro skorygowały swoje marże, by zrekompenzować spadek konkurencyjności cenowo-kosztowej (por ramkę 9).

W 2008 r. obniżyła się wielkość importu towarowego, zwłaszcza dóbr zaopatrzeniowych. Jednocześnie ceny importu dynamicznie rosły do trzeciego kwartału 2008 r., by spowolnić w ostatnim kwartale roku. Obniżyła się co prawda wielkość importu, lecz z nawiązką zrekompensował to wzrost cen, przez co w 3 pierwszych kwartałach roku całkowita wartość importu wyraźnie wzrosła. Jak wskazują statystyki cenowe w podziale na kategorie dóbr, ceny importu konsekwentnie rosły do lata, by następnie wyhamować – głównie na skutek zmieniających się cen ropy naftowej i surowców nieenergetycznych (zob. wykres 35). Pomimo że od lata ropa taniała, w 12-miesięcznym ujęciu skumulowanym do listopada 2008 r., defi-

cyt obrotów w handlu ropą wyniósł 223,6 mld euro, znacznie powyżej i tak już wysokiego poziomu 170 mld euro, jaki odnotowano na koniec 2007 r.

### NAPŁYW NETTO INWESTYCJI BEZPOŚREDNICH I PORTFELOWYCH ŁĄCZNIE WZRÓSŁ W 2008 R.

W rachunku finansowym za 2008 r. odnotowano napływ netto inwestycji bezpośrednich i portfelowych łącznie w kwocie 128,5 mld euro, w porównaniu z napływem netto równym 47,3 mld euro rok wcześniej. Ten wyższy poziom przepływów finansowych do strefy euro świadczył o wzroście napływu netto instrumentów dłużnych oraz inwestycji portfelowych w udziały papierów wartościowych. Wzrost ten po części zrównoważył wyższy odpływ netto w formie inwestycji bezpośrednich (zob. wykres 36).

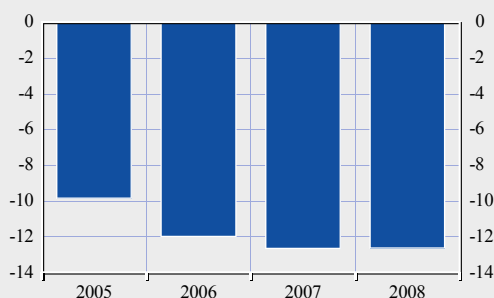
W roku 2008, w efekcie zawirowań finansowych nasiliła się zmienność we wszystkich segmentach rynków finansowych, a biorąc pod uwagę fakt, że zjawiska finansowe oddziałują na sferę gospodarki realnej, znacznie wzrosła niepewność odnośnie globalnych perspektyw wzrostu gospodarczego. W tych warunkach w kluczowych segmentach rynku zanikała płynność, co wpływało na decyzje inwestorów dotyczące alokacji globalnych portfeli inwestycyjnych, a decyzje te przesądzały o tym, jak będą przepływać transgraniczne inwestycje portfelowe strefy euro. W ujęciu szczegółowym, na rynkach akcji doszło do niezwykle żywej sprzedaży netto instrumentów finansowych przez globalnych inwestorów i akcji zagranicznych przez inwestorów strefy euro. Globalni inwestorzy wydawali się ograniczać swoje inwestycje zagraniczne. Mogło to świadczyć zarówno o przyjęciu przez nich ostrożniejszych strategii inwestycyjnych, jak i globalnej przecenie na rynkach akcji.

Również w następstwie zawirowań na rynkach finansowych, w 2008 r. znacznie się zmniejszyły zarówno przepływy netto z tytułu zagranicznych inwestycji bezpośrednich do strefy euro, jak i przepływy netto z tytułu inwestycji bezpośrednich strefy euro za granicę, co wskazywało na preferowanie rynków rodzimych. Ponieważ



### Wykres 37 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

(jako procent PKB)



Źródło: EBC.

Uwaga: Dane na koniec roku, za wyjątkiem 2008 r. (trzeci kwartał).

### MIĘDZYNARODOWA POZYCJA INWESTYCYJNA W 2008 R.

Dane dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro wobec reszty świata, dostępne za okres do trzeciego kwartału 2008 r., wskazują, że zobowiązania netto strefy euro wyniosły 1158 mld euro (co stanowi 12,5% PKB strefy euro); w porównaniu ze zobowiązaniami netto w wysokości 1131 mld euro (także 12,5% PKB) na koniec 2007 r. (zob. wykres 37). Nieznaczny wzrost zobowiązań netto w 2008 r. wynikał przede wszystkim ze wzrostu zobowiązań netto w pozostałych inwestycjach (o 191 mld euro) i w inwestycjach portfelowych (o 76 mld euro), prawie w całości zrekompensowanych wzrostem pozycji aktywów netto w inwestycjach bezpośrednich strefy euro za granicą (o 182 mld euro) i w pochodnych instrumentach finansowych (o 35 mld euro). Aktywa rezerwowe także nieznacznie wzrosły. Na taki rozwój sytuacji złożyły się efekty wyceny spowodowane zmianami cen aktywów i zmianami kursu walutowego.

wycofywanie inwestycji przez nierezydentów strefy euro było większe niż redukcja zaangażowania strefy euro w inwestycje zagranicą, nastąpił generalnie większy odpływ netto zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

Reasumując, wyższe wpływy netto dłużnych papierów wartościowych w wysokości 345,6 mld euro, w porównaniu z 122,8 mld euro w 2007 r., przyczyniły się do zwiększenia wpływów netto na rachunku finansowego. Na taki rozwój sytuacji mogły złożyć się większa awersja do ryzyka, większe potrzeby płynnościowe oraz różnice krótkoterminowych stóp procentowych. W szczególności instrumenty rynków pieniężnych odnotowały duże wpływy netto, które osiągnęły we wrześniu i październiku 2008 r. swe najwyższe poziomy od roku 1999. Być może zmiany te świadczą o próbach zwiększenia płynności w kontekście nasilenia się zawirowań finansowych.

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

#### DZIAŁALNOŚĆ GOSPODARCZA

W 2008 r. wzrost gospodarczy zmalał w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro, co nastąpiło po okresie kilku lat silnego wzrostu (zob. tabela 6).<sup>1</sup> Spowolnienie rozwoju działalności gospodarczej odnotowano prawie we wszystkich państwach, a roczne tempo wzrostu PKB i zasięg spowolnienia wykazywały znaczne różnice.

Największe spowolnienie dotknęło kraje bałtyckie: średni roczny wzrost zmniejszył się w porównaniu z poprzednim rokiem o ponad połowę na Litwie, a w Estonii i na Łotwie osiągnął wartość ujemną. We wszystkich tych trzech krajach taki rozwój wydarzeń nastąpił po kilku latach bardzo silnego wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszył wyjątkowo wysoki wzrost wynagrodzeń, kredytów i inflacji, jak również bardzo duży deficyt na rachunku obrotów bieżących. W krajach bałtyckich utrzymywał się w 2008 r. stan znacznej nierównowagi makroekonomicznej, pomimo odnotowanej w tym roku częściowej korekty.

Spowolnienie wzrostu PKB w większości innych państw członkowskich UE spoza strefy euro było w głównej mierze wynikiem pogarszającego się otoczenia zewnętrznego, a w ciągu

roku wynikało z bezpośredniego wpływu nasilającego się kryzysu finansowego. Pogarszające się warunki finansowe i spadające ceny aktywów spowodowały spadek zaufania konsumentów i zaufania w przemyśle oraz zdużyły popyt krajowy.

Znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Słowacji, z 10,4% w 2007 r. do 6,4% w 2008 r., było częściowo wynikiem unormowania się sytuacji po wyjątkowo wysokim wzroście w poprzednim roku. Bardzo niski roczny wzrost na Węgrzech 0,5% odzwierciedla opóźniony wpływ wprowadzenia dużego pakietu konsolidacji fiskalnej z 2007 r., po którym gospodarka zaczęła powoli się odradzać w 2008 r., a także duży wpływ późniejszego kryzysu finansowego na gospodarkę. W trzech państwach członkowskich UE spoza strefy euro, które przystąpiły do UE przed 2004 r., wpływ kryzysu finansowego był równie wyraźny, w wyniku czego roczne tempo wzrostu PKB w 2008 r. wyniosło poniżej 0,7% w Wielkiej Brytanii, -0,2% w Szwecji,

1 Państwa członkowskie UE spoza strefy euro, o których mowa w tym fragmencie to 12 państw członkowskich UE spoza strefy euro według stanu na koniec grudnia 2008 r. (tj. Bułgaria, Czechy, Dania, Estonia, Litwa, Łotwa, Polska, Rumunia, Słowacja, Szwecja, Węgry i Wielka Brytania).

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

(roczne zmiany w procentach)									
	2004	2005	2006	2007	2008	2008 I kw.	2008 II kw.	2008 III kw.	2008 IV kw.
Bułgaria	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	7,0	7,1	6,8	3,5
Czechy	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	4,4	4,4	4,0	0,2
Dania	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,3	-0,7	0,8	-1,6	-3,9
Estonia	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	0,2	-1,1	-3,5	-9,7
Łotwa	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	0,5	-1,9	-5,2	-10,3
Litwa	7,4	7,8	7,8	8,9	3,1	7,0	5,2	2,9	-2,0
Węgry	4,8	4,0	4,1	1,1	0,5	1,7	2,0	0,8	-2,3
Polska	5,3	3,6	6,2	6,6	5,4	6,2	5,8	5,2	2,3
Rumunia	8,5	4,2	7,9	6,2	7,1	8,2	9,3	9,2	2,9
Słowacja	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	9,3	7,9	6,6	2,5
Szwecja	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	0,9	3,0	0,3	-4,9
Wielka Brytania	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	2,3	3,2	1,8	-
UE-9 <sup>1)</sup>	5,8	4,9	6,7	6,2	4,3	5,7	5,5	4,7	0,9
UE-12 <sup>2)</sup>	3,6	2,9	3,9	3,6	1,3	2,7	3,5	2,2	-
Strefa euro	2,1	1,7	2,9	2,6	0,8	1,9	2,0	0,8	-1,4

Źródła: Eurostat oraz źródła krajowe.

Uwaga: Dane kwartalne skorygowane sezonowo, ale nie dla wszystkich krajów.

1) Agregat UE-9 obejmuje dane z 9 państw członkowskich UE spoza strefy euro, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r. lub 1 stycznia 2007 r.

2) Agregat UE-12 obejmuje dane z 12 państw członkowskich UE spoza strefy euro, wg stanu na koniec grudnia 2008 r.

i -1,3% w Danii. Wydaje się, że w Polsce i Czechach wpływ kryzysu finansowego na działalność gospodarczą był mniejszy, a tempo wzrostu w tych krajach spadło w 2008 r. odpowiednio do 5,4% i 3,2%. Rumunia i Bułgaria odnotowały silny wzrost gospodarczy, wynoszący w 2008 r. odpowiednio 7,1% i 6,0% w 2008 r., ale działalność gospodarcza w tych krajach także uległa zauważalnemu spowolnieniu pod koniec 2008 r. po długim okresie wysokiego wzrostu napędzanego przez silny popyt krajowy, duży napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz znaczny wzrost akcji kredytowej i wynagrodzeń.

#### ZMIANY CEN

Średnia roczna inflacja HICP wzrosła w 2008 r. we wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro (z wyjątkiem Węgier). W krajach stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego znacznie przekroczyła cel inflacyjny. Wzrost odzwierciedla rosnącą w pierwszej połowie roku tendencję stóp inflacji w większości państw, która następnie uległa odwróceniu w 2008 r. W grudniu 2008 r. inflacja była w większości krajów niższa niż na początku roku.

Najwyższe stopy inflacji odnotowano w krajach bałtyckich i w Bułgarii, gdzie średnioroczna inflacja HICP wynosiła pomiędzy 10,6% i 15,3%. Na Węgrzech, w Czechach i Rumunii średnioroczna inflacja HICP wynosiła pomiędzy 6,0% i 7,9%, a w pozostałych krajach – Danii, Polsce, Słowacji, Szwecji i Wielkiej Brytanii – inflacja utrzymywała się na poziomie pomiędzy 3,3% a 4,2%.

Jeden z głównych czynników powszechnego wzrostu inflacji, który wystąpił w prawie wszystkich państwach członkowskich UE spoza strefy euro, był wspólny dla wszystkich krajów, mianowicie znaczny wzrost cen żywności i energii na rynkach światowych. Niektóre kraje zanotowały także znaczne podwyżki cen regulowanych i podatków pośrednich, a w wielu gospodarkach do wzrostu przyczyniła się również deprecjacja waluty. W niektórych przypadkach silny popyt krajowy, rosnące ograniczenie mocy produkcyjnych i szoki popytowe w zakre-

sie produktów rolnych spowodowały także wystąpienie silnej presji na wzrost płac.

Czynniki, które doprowadziły do późniejszego spadku inflacji w 2008 r. były takie same w większości państw. Po pierwsze, roczne stopy inflacji zaczęły zmniejszać się w miarę jak ustępował wpływ wstrząsu wywołanego cenami surowców na rynkach światowych w 2007 r. i na początku 2008 r. i w sposób znaczący spadły ceny ropy naftowej w obrocie światowym. Po drugie, w miarę nasilania się kryzysu finansowego zmniejszyła się presja ze strony popytu krajowego z jednoczesnym spadkiem wzrostu gospodarczego w gospodarkach, które wcześniej rozwijały się najszybciej a następnie także w większości państw członkowskich UE spoza strefy euro. Presja na wzrost płac utrzymywała się jednak na wysokim poziomie w wielu krajach, gdzie realny wzrost płac był większy niż wzrost wydajności, co doprowadziło do znacznego wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

#### POLITYKA FISKALNA

W 2008 r. sytuacja fiskalna w państwach członkowskich UE spoza strefy euro była bardzo zróżnicowana. Nadwyżka budżetowa wystąpiła tylko w Bułgarii, Danii i Szwecji. Pozostałe kraje odnotowały deficyt, w niektórych przypadkach wysoki (zob. tabela 8). Deficyt przekroczył 3% PKB na Łotwie, w Rumunii i Wielkiej Brytanii i zbliżył się do tego poziomu na Litwie. Węgry ograniczyły deficyt z 5,0% PKB w 2007 r. do 3,3% PKB w 2008 r. W krajach bałtyckich, Rumunii i Wielkiej Brytanii, oraz w mniejszym stopniu w Szwecji, wyniki budżetowe za 2008 r. nie spełniały celów zaktualizowanych programów konwergencji przedstawionych pod koniec 2007 r. lub na początku 2008 r. W krajach bałtyckich oraz w Wielkiej Brytanii wynikało to częściowo z gwałtownie pogarszających się warunków makroekonomicznych, co spowodowało, że nie udało się zrealizować budżetów za 2008 r. i utrzymać planowanego ciągłego wzrostu wydatków. W pozostałych państwach członkowskich spoza strefy euro (tzn. Bułgarii, Czechach, Danii, Polsce, Słowacji i na Węgrzech). Wyniki budżetowe za rok 2008 były zasadniczo zgodne z celami programów konwergencji, a nawet je przekraczały.

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

(roczne zmiany w procentach)

	2004	2005	2006	2007	2008	2008 I kw.	2008 II kw.	2008 III kw.	2008 IV kw.
Bułgaria	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	12,4	14,0	12,5	9,0
Czechy	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	7,6	6,7	6,5	4,4
Dania	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	3,2	3,7	4,6	3,0
Estonia	3,0	4,1	4,4	6,7	10,6	11,3	11,5	11,0	8,7
Łotwa	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	16,3	17,5	15,6	11,9
Litwa	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	10,8	12,3	12,0	9,4
Węgry	6,8	3,5	4,0	7,9	6,0	6,9	6,8	6,3	4,2
Polska	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4,5	4,3	4,4	3,6
Rumunia	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	8,0	8,6	8,2	6,9
Słowacja	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,4	4,0	4,5	3,9
Szwecja	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	3,1	3,6	4,0	2,7
Wielka Brytania	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,4	3,4	4,8	3,9
UE-9 <sup>1)</sup>	5,3	3,8	3,3	4,2	6,4	6,8	7,0	6,7	5,2
UE-12 <sup>2)</sup>	2,6	2,6	2,6	2,9	4,7	4,2	4,9	5,5	4,3
Strefa euro	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3

Źródło: Eurostat.

1) Agregat UE-9 obejmuje dane z 9 państw członkowskich UE spoza strefy euro, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r. lub 1 stycznia 2007 r.

2) Agregat UE-12 obejmuje dane z 12 państw członkowskich UE spoza strefy euro, wg stanu na koniec grudnia 2008 r.

W warunkach pogarszającej się sytuacji gospodarczej i fiskalnej Słowacja, Szwecja i Wielka Brytania zaplanowały lub wprowadziły pod koniec roku pakiety rozwiązań dla ożywienia wzrostu gospodarczego podczas gdy kilka innych państw członkowskich UE spoza strefy euro ogłosiło, w niektórych przypadkach ambitne, plany konsolidacji fiskalnej w 2009 r. Łotwa i Węgry, które otrzymały nadzwyczajną pomoc finansową m.in. od UE i MFV zobowiązały się do wprowadzenia kompleksowych pakietów konsolidacji fiskalnej w 2009 r. i dalszych latach.

Pod koniec 2008 r. Węgry i Wielka Brytania były objęte decyzją Rady UE stwierdzającą istnienie nadmiernego deficytu. Rada ECOFIN uchyliła decyzję Rady o istnieniu nadmiernego deficytu w stosunku do Czech i Słowacji w czerwcu i w stosunku do Polski w lipcu. W czerwcu Komisja Europejska skierowała wobec Rumunii ostrzeżenie w zakresie prowadzonej polityki w związku ryzykiem przekroczenia przez ten kraj poziomu deficytu w wysokości 3% w warunkach silnego wzrostu PKB.

Wskaźnik zadłużenia publicznego utrzymał się w roku 2008 w większości państw członkow-

skich UE spoza strefy euro na poziomie znacznie poniżej wartości referencyjnej wynoszącej 60% PKB. Jedynie na Węgrzech wskaźnik ten przekroczył 60%. Jednak sytuacja w tym zakresie była bardzo różna w zależności od kraju. W Danii, Estonii, Łotwie, w Polsce, Rumunii, na Węgrzech i w Wielkiej Brytanii wskaźnik zadłużenia wzrósł, a w pozostałych państwach zmniejszył się lub pozostał na zasadniczo niezmiennym poziomie. Wzrost wskaźnika zadłużenia w większości krajów jest w głównej mierze wynikiem pogorszenia wzrostu PKB i równowagi budżetowej. W przypadku Wielkiej Brytanii wzrost wskaźnika zadłużenia jest w pewnym stopniu związany z wpływem nadzwyczajnej pomocy dla instytucji finansowych na budżet. W przypadku Danii wzrost odzwierciedla emisję obligacji przekraczającą zapotrzebowanie na finansowanie.

#### ZMIANY W BILANSIE PŁATNICZYM

Rachunek obrotów bieżących i rachunek kapitałowy w ujęciu łącznym poszczególnych państw członkowskich UE spoza strefy euro w 2008 r. w dalszym ciągu wykazywał znaczne różnice (zob. tabela 9). Podczas gdy Dania i Szwecja odnotowały nadwyżki, wszystkie pozostałe kraje wykazały deficyty. W wielu krajach, które

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

(jako procent PKB)

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

	2005	2006	2007	Uaktualnione dane z programu konwergencji na 2007 r. 2008	Prognoza Komisji Europejskiej na 2009 r. 2008
Bulgaria	1,9	3,0	0,1	3,0	3,2
Czechy	-3,6	-2,7	-1,0	-2,9	-1,2
Dania	5,2	5,2	4,5	3,0	3,1
Estonia	1,5	2,9	2,7	1,3	-2,0
Łotwa	-0,4	-0,2	0,1	0,7	-3,5
Litwa	-0,5	-0,4	-1,2	-0,5	-2,9
Węgry	-7,8	-9,3	-5,0	-4,0	-3,3
Polska	-4,3	-3,8	-2,0	-2,5	-2,5
Rumunia	-1,2	-2,2	-2,5	-2,9	-5,2
Słowacja	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3	-2,2
Szwecja	2,4	2,3	3,6	2,8	2,3
Wielka Brytania	-3,4	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6
UE-9 <sup>1)</sup>	-3,7	-3,5	-2,0	-2,4	-2,6
UE-12 <sup>2)</sup>	-2,3	-1,8	-1,5	-1,8	-2,8
Strefa euro	-2,5	-1,3	-0,6	-0,9	-1,7

**Zadłużenie brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych**

	2005	2006	2007	Uaktualnione dane z programu konwergencji na 2007 r. 2008	Prognoza Komisji Europejskiej na 2009 r. 2008
Bulgaria	29,2	22,7	18,2	18,3	13,8
Czechy	29,8	29,6	28,9	30,3	27,9
Dania	36,4	30,7	26,3	21,6	30,3
Estonia	4,5	4,3	3,5	2,3	4,3
Łotwa	12,4	10,7	9,5	8,3	16,0
Litwa	18,4	18,0	17,0	17,2	17,1
Węgry	61,7	65,6	65,8	65,8	71,9
Polska	47,1	47,7	44,9	44,2	45,5
Rumunia	15,8	12,4	12,7	13,6	15,2
Słowacja	34,2	30,4	29,4	30,8	28,6
Szwecja	50,9	45,9	40,6	34,8	34,8
Wielka Brytania	42,3	43,4	44,1	44,8	50,1
UE-9 <sup>1)</sup>	38,5	37,4	35,5	35,6	36,6
UE-12 <sup>2)</sup>	41,9	41,4	40,5	39,6	43,4
Strefa euro	70,0	68,3	66,1	65,1	68,7

Źródła: Dane Komisji Europejskiej (za lata 2005-2008), zaktualizowane dane z programu konwergencji na 2007 r., tymczasowa prognoza Komisji Europejskiej na 2008 r. oraz obliczenia EBC.

Uwagi: Dane oparto na definicjach ESA 95. Dane za 2008 r. zawarte w programach konwergencji są danymi szacunkowymi rządów krajowych i dlatego mogą się różnić od ostatecznych wyników.

1) Agregat UE-9 obejmuje dane z 9 państw członkowskich UE spoza strefy euro, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r. lub 1 stycznia 2007 r.

2) Agregat UE-12 obejmuje dane z 12 państw członkowskich UE spoza strefy euro, wg stanu na koniec grudnia 2008 r.

przystąpiły do Unii Europejskiej w 2004 r. lub później, deficyt jest normalną cechą procesu nadrobienia zaległości w stosunku do bardziej rozwiniętych gospodarek, w zakresie, w jakim odzwierciedla on korzystne możliwości inwestycyjne oraz międzyokresowe wygładzanie

konsumpcji. Jednakże bardzo duże deficyty na rachunku obrotów bieżących i na rachunku kapitałowym w niektórych krajach spoza strefy euro wynikały także z silnego popytu krajowego, korzystnych warunków finansowania na świecie i dużego wzrostu akcji kredytowej.

Zaburzenia na światowych rynkach finansowych w 2008 r. i ich oddziaływanie na realną sferę gospodarki doprowadziły do schłodzenia lub zmniejszenia popytu krajowego, co przyczyniło się do zmniejszenia deficytów w kilku państwach członkowskich UE spoza strefy euro.

Wśród krajów o wysokim deficycie zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących i na rachunku kapitałowym było najbardziej widoczne w Estonii, i na Łotwie, mimo że na koniec 2008 r. deficyt zanotowany przez te kraje pozostał na bardzo wysokim poziomie. Na Litwie deficyt zmalał w znacznie mniejszym stopniu, w Rumunii w zasadzie ustabilizował się, natomiast Bułgaria odnotowała dalszy jego wzrost. We wszystkich powyższych krajach deficyt nadal przekraczał 10% PKB, a w przypadku Bułgarii nawet 20% PKB.

W krajach o niższym deficycie zewnętrznym, tylko Wielka Brytania odnotowała spadek deficytu w 2008 r. W Czechach i w Polsce deficyt pozostawał zasadniczo na niezmiennym

poziomie, natomiast na Węgrzech i Słowacji nieco wzrósł. Brak równowagi zewnętrznej w większości krajów był spowodowany deficytem w obrotach towarami, z wyjątkiem Czech, Węgier i Słowacji, gdzie najważniejszym czynnikiem był deficyt dochodów. W porównaniu z 2007 r. napływ netto bezpośrednich inwestycji zagranicznych zmniejszył się w 2008 r. w kilku krajach. Większość Państw Członkowskich UE spoza strefy euro zanotowała deficyt bilansu podstawowego, czyli sumy bilansu obrotów bieżących i kapitałowych oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych, który w kilku gospodarkach przekroczył 4% PKB. Przepływy inwestycji portfelowych netto we wszystkich Państwach Członkowskich UE spoza strefy euro były w 2008 r. zasadniczo neutralne, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii. Pozostałe przepływy inwestycyjne netto były nadal w znacznym stopniu dodatnie w większości krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej w 2004 r. lub później, odzwierciedlając przede wszystkim kredyty udzielone przez zagraniczne banki – jako podmioty dominujące – spółkom zależnym w tym regionie.

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

(jako procent PKB)

	Saldo na rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowym łącznie				Inwestycje bezpośrednie netto				Inwestycje portfelowe netto			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Bułgaria	-11,3	-17,1	-20,6	-22,7	14,7	23,3	21,8	18,0	-4,7	1,3	-1,6	-2,4
Czechy	-1,2	-2,3	-1,2	-1,4	9,4	2,8	4,5	4,9	-2,7	-0,8	-1,5	1,3
Dania	4,5	2,9	0,7	1,6	-1,3	-2,1	-2,8	-3,6	-4,5	-6,3	-2,0	-6,2
Estonia	-9,2	-14,6	-16,9	-10,5	15,7	4,2	5,3	5,5	-16,0	-8,0	-2,4	0,5
Łotwa	-11,2	-21,3	-20,6	-13,0	3,6	7,5	6,7	4,4	-0,8	0,2	-2,3	1,2
Litwa	-5,8	-9,5	-12,8	-12,4	2,6	5,1	3,6	2,5	-1,0	-0,8	-0,8	0,7
Węgry	-6,7	-7,1	-5,1	-5,7	5,0	1,0	3,2	1,7	3,9	5,5	-1,6	1,7
Polska	-0,9	-2,1	-3,6	-3,7	2,3	3,1	4,3	2,8	4,1	-0,9	-1,2	0,7
Rumunia	-7,9	-10,5	-13,1	-13,2	6,6	8,9	5,8	6,3	1,0	-0,2	0,4	-0,2
Słowacja	-8,5	-7,8	-4,7	-5,2	4,8	7,5	3,8	2,8	-2,0	2,9	-1,0	1,3
Szwecja	7,0	7,8	8,4	8,0	-4,5	0,6	-3,7	2,0	-0,1	-5,2	2,2	-2,0
Wielka Brytania	-2,5	-3,4	-2,7	-1,3	4,4	2,6	-2,7	-2,8	-1,5	1,1	8,4	20,5
UE-9 <sup>1)</sup>	-4,1	-5,5	-5,5	-5,6	5,9	4,4	4,9	4,0	0,7	0,7	-1,2	0,9
UE-12 <sup>2)</sup>	-1,0	-1,8	-1,5	-0,8	3,1	2,4	-1,1	-0,6	-1,0	-0,4	4,5	10,7
Strefa euro	0,3	0,2	0,6	-0,2	-2,6	-1,9	-1,0	-1,9	1,6	3,5	1,5	1,6

Źródło: EBC.

Uwaga: Dane za rok 2008 odnoszą się do sumy za 4 kwartały obejmującej okres do trzeciego kwartału 2008 r.

1) Agregat UE-9 obejmuje dane z 9 państw członkowskich UE spoza strefy euro, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r. lub 1 stycznia 2007 r.

2) Agregat UE-12 obejmuje dane z 12 państw członkowskich UE spoza strefy euro, wg stanu na koniec grudnia 2008 r.

## ZMIANY KURSÓW WALUTOWYCH

Na zmiany kursów walutowych w Państwach Członkowskich UE spoza strefy euro silny wpływ miały w 2008 r. reżimy kursowe poszczególnych państw. Waluty Danii, Estonii, Litwy, Łotwy i Słowacji uczestniczyły w mechanizmie ERM II. Podlegały one standardowemu pasmu wahań na poziomie  $\pm 15\%$  wobec swojego kursu centralnego względem euro, za wyjątkiem duńskiej korony, gdzie zastosowano węższe pasmo  $\pm 2,25\%$  (zob. wykres 38). Udział w mechanizmie ERM II jest, w niektórych przypadkach, powiązany z jednostronnymi zobowiązaniami ze strony zainteresowanych państw do utrzymania węższych pasm wahań. Te jednostronne zobowiązania nie nakładają na EBC dodatkowych zobowiązań. W szczególności ustalono, że korona estońska i litewski lit mogą wejść do ERM II z istniejącymi rozwiązaniami w postaci systemu izb walutowych. Władze łotewskie zdecydowały o utrzymaniu kursu wymiany łata na poziomie kursu centralnego w stosunku do euro z pasmem wahań  $\pm 1\%$ . Porozumienia o uczest-

nictwie w mechanizmie ERM II dla krajów, których waluty przystąpiły do ERM II w 2004 r. lub później (tj. wszystkie kraje wymienione powyżej oprócz Danii) opierały się również na wielu innych zobowiązaniach w zakresie polityki fiskalnej podjętych przez odpowiednie władze. Dotyczą one m.in. prowadzenia właściwej polityki fiskalnej, promowania umiarkowanego poziomu płac i zmian płac stosownie do wzrostu produktywności, prowadzenia ostrożnej polityki kredytowej oraz wdrożenia dalszych reform strukturalnych.

Przed upadkiem Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. w większości powyższych krajów spready na rynku pieniężnym były stosunkowo stabilne, pomimo pewnej zmienności na rynku łotewskim. W czwartym kwartale 2008 r., w sytuacji, gdy zmiany kursów walutowych nadal odzwierciedlały oficjalne reżimy kursowe, nasilenie się globalnego kryzysu finansowego, pogorszenie perspektyw gospodarczych, obawy inwestorów dotyczące zewnętrznych zagrożeń w niektórych krajach a także obniżenie ocen agencji ratingowych dla Łotwy i Litwy oraz decyzje agencji ratingowych o poddaniu Estonii badaniu celem obniżenia ratingu kredytowego przyczyniały się do szybkiego i znacznego zwiększenia spreadów na rynku obligacji i na rynku pieniężnym w porównaniu ze spreadami w strefie euro we wszystkich państwach uczestniczących w mechanizmie ERM II, poza Słowacją. Na Łotwie, gdzie nastąpił szczególnie wyraźny wzrost spreadów na rynku pieniężnym, oraz w Danii banki centralne wsparły własne waluty poprzez interwencje walutowe oraz zwiększenie oficjalnych spreadów stóp procentowych w odniesieniu do strefy euro. W sytuacji silnego spowolnienia działalności gospodarczej i pojawiających się napięć w systemie finansowym Łotwa znationalizowała największy bank krajowy i w grudniu 2008 r. opracowała wspólny międzynarodowy program pomocy finansowej o wartości 7,5 mld euro. Program ten obejmuje działania na rzecz stabilizacji sektora finansowego, istotne reformy gospodarcze w kraju, konsolidację fiskalną i znaczną redukcję płac w sektorze publicznym opartą na utrzymywaniu obec-

Wykres 38 Zmiany w ERM II

(dane dzienne, odchylenie od parytetu centralnego w punktach procentowych)

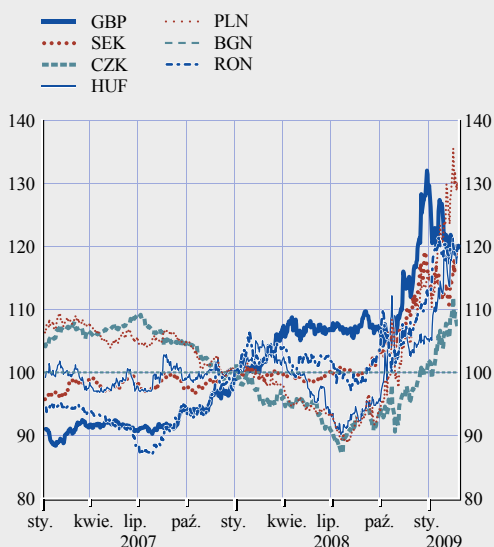


Źródło: EBC.

Uwaga: Dodatnie odchylenie od parytetu centralnego wobec euro oznacza, że waluta jest po słabszej stronie pasma, ujemne zaś - że po mocniejszej. Dla korony duńskiej pasmo wahań wynosi  $\pm 2,25\%$ , dla wszystkich pozostałych walut obowiązuje standardowe pasmo  $\pm 15\%$ . Jednakże na zasadzie jednostronnych zobowiązań dla Łotwy pasmo wahań wynosi  $\pm 1\%$ , a Łotwa i Litwa nadal utrzymują postanowienia swoich izb walutowych. W dniu 16 marca 2007 r. kurs korony słowackiej zmienił się o 8,5%, a 29 maja 2008 r. - o 17,6472%.

### Wykres 39 Waluty nieuczestniczące w mechanizmie ERM II

(indeks: 2 stycznia 2008 r. = 100, dane dzienne)



Źródło: EBC.

nego wąskiego pasma wahań w celu osiągnięcia celu prowadzonej przez Łotwę polityki jak najszybszego wejścia do strefy euro.

Perspektywa wejścia Słowacji do strefy euro ochroniła jednak słowacką koronę przed negatywnym wpływem kryzysu finansowego na świecie. W pierwszej połowie 2008 r. korona uległa znacznemu wzmocnieniu w stosunku do euro. 29 maja kurs centralny tej waluty uległ przewartościowaniu o 17,6472% do 30,1260 SKK w stosunku do euro. Po decyzji Rady UE w lipcu 2008 r. zezwalającej Słowacji na przyjęcie euro, kurs korony słowackiej był zbliżony do nowego kursu centralnego i był to kurs, po którym korona została wymieniona na euro po jego wprowadzeniu w Słowacji 1 stycznia 2009 r.

W przypadku walut Państw Członkowskich UE spoza strefy euro, które nie uczestniczyły w ERM II, zmiany kursów przedstawiały się bardzo różnie w poszczególnych państwach (zob. wykres 39). Kurs większości walut pozostawał stabilny w pierwszej połowie 2008 r., podczas gdy niektóre waluty, takie jak: korona

czeska, forint węgierski i złoty polski umocniły się i osiągnęły rekordowe poziomy w stosunku do euro. Pogłębiający się od września kryzys finansowy oraz zmniejszenie wykorzystania delewarowania i poważnych problemach w funkcjonowaniu rynków międzybankowych na świecie, spowodowały gwałtowną i silną deprecjację kilku walut, zwłaszcza polskiego złotego, forinta węgierskiego, leja rumuńskiego i w mniejszym stopniu korony czeskiej.

Wspólny program międzynarodowej pomocy finansowej dla Węgier mający na celu zmniejszenie napięć na rynku finansowym początkowo pomógł (pod koniec października i w listopadzie 2008 r.) zmniejszyć presję spadkową forinta i innych walut w regionie. Jednak pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie, niepokój inwestorów odnośnie zagrożeń zewnętrznych w niektórych krajach, w połączeniu z obniżeniem ratingu kredytowego dla Bułgarii, Rumunii i Węgier w październiku i listopadzie, doprowadziły do dalszej deprecjacji złotego, forinta i leja, oraz w mniejszym stopniu korony. Zgodnie z rozwiązaniem w postaci izb walutowych w oparciu o euro bułgarski lew pozostawał na stałym poziomie w stosunku do euro, pomimo zwiększenia spreadów stóp procentowych w stosunku do strefy euro. Kurs funta szterlinga gwałtownie spadł w stosunku do euro w czwartym kwartale 2008 r. w sytuacji rosnących obaw przed recesją w Wielkiej Brytanii i zmniejszających się różnic stóp procentowych w stosunku do strefy euro. Pierwsze dwa miesiące 2008 r. przyniosły pewne wzmocnienie funta wobec euro przy wysokiej jego zmienności. Na przestrzeni 2008 r. korona szwedzka również uległa znacznej deprecjacji wobec euro.

### SYTUACJA FINANSOWA

Między styczniem a grudniem 2008 r. na rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w krajach członkowskich UE spoza strefy euro (poza Estonią, dla której brak jest porównywalnej długoterminowej stopy procentowej) silny wpływ miał kryzys na światowych rynkach finansowych. Restrukturyzacja portfela



wynikająca z powszechnego wzrostu awersji inwestorów do ryzyka stanowiła istotny czynnik wpływający na sytuację na rynku obligacji w tych krajach. W pierwszym półroczu 2008 r. zmiany rentowności obligacji skarbowych w większości Państw Członkowskich UE spoza strefy euro były podobne do zmian zachodzących w strefie euro, gdzie rentowność była stosunkowo stabilna. Później nastąpił okres zwiększonego zróżnicowania pomiędzy krajami spoza strefy euro. W niektórych z nich rentowność malała, podobnie jak w strefie euro, a inne odnotowywały nagły wzrost. W grudniu 2008 r. długoterminowe stopy procentowe w Państwach Członkowskich UE spoza strefy euro kształtowały się średnio na poziomie wyższym o około 85 punktów bazowych niż na początku 2008 r. wobec wzrostu o ponad 34 punkty bazowe w strefie euro. Największy wzrost odnotowano na Litwie i Łotwie (odpowiednio o 430 i 330 punktów bazowych), co przede wszystkim odzwierciedlało rosnące trudności napotykane przez te państwa w spełnieniu wymogów finansowych w sytuacji gwałtownego pogorszenia wzrostu gospodarczego.

Pomiędzy styczniem a grudniem 2008 r. rozpiętość rentowności obligacji skarbowych w porównaniu do strefy euro wzrosła w średnim ujęciu w Państwach Członkowskich UE spoza strefy euro. Na Litwie i Łotwie rozpiętość ta osiągnęła rekordowo wysokie wartości i w grudniu wyniosła około 500 punktów bazowych.

Podobnie, jak w przypadku rynków obligacji, większy stopień niepewności, negatywne nastroje w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w przyszłości oraz doniesienia na temat pogłębiających się strat w sektorze finansowym miały negatywny wpływ w 2008 r. na wskaźniki giełdowe we wszystkich Państwach Członkowskich UE spoza strefy euro. Rynki giełdowe cechowała wysoka zmienność i duże spadki wartości akcji – średnio o 50% między grudniem 2007 r. i grudniem 2008 r. Spadek cen akcji był największy w Bułgarii i Rumunii, gdzie ich wartość zmniejszyła się o ponad 70%, co odzwierciedlało głównie wzrost ryzyka przypisywanego rynkom kapitałowym w tych krajach przez inwestorów.

## **POLITYKA PIENIĘŻNA**

Podstawowym celem polityki pieniężnej we wszystkich Państwach Członkowskich UE spoza strefy euro jest utrzymanie stabilności cen. Niemniej jednak strategię polityki pieniężnej w poszczególnych krajach znacznie różnią się między sobą (zob. tabela 10).

W 2008 r. polityka pieniężna i reżimy kursowe większości Państw Członkowskich UE spoza strefy euro pozostały w większości przypadków niezmiennione. W lutym 2008 r. Węgry zastąpiły jednak pasmo wahań swojej waluty wobec euro płynnym kursem walutowym i zrezygnowały z systemu bezpośredniego celu inflacyjnego. Jednocześnie w niektórych państwach wprowadzono do ogólnych zasad polityki pieniężnej pewne zmiany, mając na uwadze przyszłą integrację walutową.

Pogłębiające się jesienią 2008 r. zaburzenia na rynkach finansowych na świecie spowodowały pojawienie się wielu wyzwań dla polityki pieniężnej w krajach UE spoza strefy euro, gdyż w wielu z nich odnotowano ograniczenia w zakresie płynności na rynku międzybankowym, jak również napięcia na rynkach walutowych. Reakcje krajowych banków centralnych na te wyzwania różniły się w zależności od warunków gospodarczych i obowiązujących ram polityki pieniężnej.

W kwestii podejmowanych w 2008 r. decyzji dotyczących polityki pieniężnej większość banków centralnych uczestniczących w ERM II podjęła takie działania, które często były odzwierciedleniem działań podejmowanych przez EBC. W lipcu EBC podniósł minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu łącznie o 25 punktów bazowych, a następnie zmniejszył podstawową stopę procentową w ostatnim kwartale roku w trzech etapach łącznie o 175 punktów bazowych.

Zważywszy na fakt, że Българска народна Банка (Narodowy Bank Bułgarii), Lietuvos Bankas i Eesti Pank nie prowadzą polityki oficjalnych stóp procentowych banki te automatycznie

**Tabela 10 Oficjalne strategie polityki pieniężnej państw członkowskich UE spoza strefy euro**

	Strategia polityki pieniężnej	Waluta	Charakterystyka
Bulgaria	Cel kursowy	Bułgarski lew	Cel kursowy: sztywny kurs lewa bułgarskiego do euro w wysokości 1,95583 BGN za euro w ramach wyznaczonych przez izbę walutową.
Czechy	Cel inflacyjny:	Korona czeska	Cel inflacyjny: 3% +/- 1 punkt procentowy do końca 2009 r., po tym okresie 2% +/- 1 punkt procentowy. Kurs płynny kierowany.
Dania	Cel kursowy	Korona duńska	Uczestniczy w ERM II z +/- 2,25% pasmem wahań wokół kursu centralnego 7,46038 DKK za euro.
Estonia	Cel kursowy	Korona estońska	Uczestniczy w ERM II z +/- 15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 15,6466 EEK za euro. Estonia nadal realizuje postanowienia swojej izby walutowej na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Łotwa	Cel kursowy	Łat łotewski	Uczestniczy w ERM II z +/-15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 0,702804 LVL za euro. Łotwa nadal utrzymuje pasmo wahań +/-1% na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Litwa	Cel kursowy	Lit litewski	Uczestniczy w ERM II z +/-15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 3,45280 LTL za euro. Łotwa nadal utrzymuje postanowienia swojej izby walutowej na zasadzie jednostronnego zobowiązania.
Węgry	Cel inflacyjny:	Forint węgierski	Cel inflacyjny: 3% +/-1 punkt procentowy – cel średniookresowy od 2007 r. Kurs płynny bez ograniczeń.
Polska	Cel inflacyjny:	Złoty polski	Cel inflacyjny: 2,5% +/-1 punkt procentowy (12-miesięczny wzrost wskaźnika CPI). Kurs płynny bez ograniczeń.
Rumunia	Cel inflacyjny:	Lej rumuński	Cel inflacyjny: 3,8% i 3,5%, +/-1 punkt procentowy odpowiednio na koniec 2008 r. i 2009 r. Kurs płynny kierowany.
Słowacja	Cel inflacyjny w ramach ERM II	Korona słowacka	Uczestniczyła w ERM II z 15% pasmem wahań wokół kursu centralnego 35,4424 SKK za euro, a od 29 maja 2008 r. kurs centralny wynosił 30,1260 SKK za euro. Cel inflacyjny ustalony poniżej 2% na koniec 2008 r. Przyjęła euro 1 stycznia 2009 r.
Szwecja	Cel inflacyjny:	Korona szwedzka	Cel inflacyjny: wzrost wskaźnika CPI o 2% z dopuszczalnym marginesem odchyłań +/- 1 punkt procentowy. Kurs płynny bez ograniczeń.
Wielka Brytania	Cel inflacyjny:	Funt szterling	Cel inflacyjny: 2% (12-miesięczny wzrost wskaźnika CPI) <sup>1)</sup> . W przypadku odchyłań przekraczających 1 punkt procentowy Komitet Polityki Pieniężnej jest zobowiązany wystosować list otwarty do Ministra Finansów. Kurs płynny bez ograniczeń.

Źródło: ESBC.

1) Wskaźnik CPI jest identyczny z HICP.

dostosowują się do stóp określonych przez EBC. Ponadto wobec zmniejszającego się poziomu zaufania pomiędzy bankami krajowymi i niedoborów płynności na rynkach międzybankowych, dwa pierwsze z wyżej wymienionych krajowych banków centralnych zmniejszyły wymogi dotyczące rezerwy obowiązkowej w celu zredukowania ograniczeń płynności.

Wśród państw uczestniczących w ERM II, które nie stosują rozwiązań w postaci izb waluto-

wych, Latvijas Banka, który - w ramach jednostronnego zobowiązania - stosuje pasmo wahań wynoszące  $\pm 1\%$  wobec kursu centralnego swojej waluty utrzymywał podstawową stopę procentową na poziomie 6% przez cały rok. Podniósł jednak stopę procentową dla depozytów o 100 punktów bazowych do 3% i zróżnicował stopę kredytu lombardowego w zależności od liczby dni korzystania z tego kredytu w okresie ostatnich 30 dni. Latvijas Banka zmniejszył także stopę rezerwy obowiązkowej dla zobo-

wiązań bankowych o terminie ponad dwóch lat w pięciu etapach łącznie o 500 punktów bazowych do 3% i dla innych zobowiązań łącznie o 300 punktów bazowych do 5% w celu zmniejszenia ograniczeń płynności w sektorze bankowym. W grudniu 2008 r. Latvijas Banka zawarł również umowę swapową z Sveriges Riksbankiem i Danmarks Nationalbankiem, co umożliwiło mu zaciąganie pożyczek do wysokości 500 mln euro w ramach finansowania krótkoterminowego w celu utrzymania stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Danmarks Nationalbank podniósł, pomiędzy majem a październikiem 2008 r. w czterech etapach podstawową stopę procentową o łączną liczbę 125 punktów bazowych. Jedną z tych decyzji (w lipcu) podjęto po podwyższeniu przez EBC stopy procentowej o 25 punktów bazowych, inne przy niezmiennym, a nawet obniżonej stopie procentowej EBC dla podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu. Miały one na celu zwiększenie spreadu stóp procentowych w stosunku do strefy euro. Podniesienie stóp procentowych przez Danmarks Nationalbank miało na celu wsparcie słabnącej korony w okresie napięć na rynkach walutowych. W październiku Danmarks Nationalbank i EBC ogłosiły podjęcie działań w celu zwiększenia płynności na krótkoterminowym rynku euro poprzez utworzenie linii swapowej o wartości 12 mld euro. Uprzednio, we wrześniu podobne porozumienie zawarły pomiędzy sobą Danmarks Nationalbanken i System Rezerwy Federalnej. Po pewnym złagodzeniu napięć na duńskich rynkach finansowych Danmarks Nationalbank kierował się działaniami EBC w listopadzie i grudniu 2008 r. i zmniejszył stopę procentową w dwóch etapach łącznie o 125 punktów bazowych.

Wobec perspektywy przyjęcia euro przez Słowację Narodna banka Slovenska prowadził politykę odzwierciedlającą decyzje EBC od października 2008 r. i obniżył minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących w trzech etapach łącznie o 175 punktów bazowych do 2,5%. Ograniczył ponadto korytarz stóp O/N wokół stopy repo do 100 punktów bazowych.

Większość krajowych banków centralnych, które prowadzą swoją politykę według celu inflacyjnego i nie uczestniczą w ERM II, zaostriżyła politykę pieniężną na początku 2008 r. w celu ograniczenia presji inflacyjnej będącej głównie wynikiem wzrostu cen żywności i energii, a w kilku krajach także silnego wzrostu płac. W pierwszych trzech kwartałach 2008 r. Sveriges Riksbank, Magyar Nemzeti Bank i Narodowy Bank Polski podniosły główne stopy procentowe łącznie o 100 punktów bazowych w kilku etapach, podczas gdy Banca Națională a României podniósł podstawową stopę procentową w sześciu etapach o 275 punktów bazowych. Česká národní banka podniósł główną stopę procentową tylko raz, o 25 punktów bazowych w lutym, jednak decyzja ta uległa odwróceniu w sierpniu. Bank of England, który zaczął obniżać stopy procentowe już w grudniu 2007 r., kontynuował ich obniżanie w pierwszych trzech kwartałach 2008 r.

W miarę zmniejszania się presji inflacyjnej na skutek spadku cen surowców, pogarszających się perspektyw gospodarczych oraz pogłębienia kryzysu finansowego na świecie, większość krajowych banków centralnych, które opierają swoją politykę na celu inflacyjnym obniżyła stopy procentowe w czwartym kwartale 2008 r. 8 października Bank of England i Sveriges Riksbank obniżyły stopy procentowe o 50 punktów bazowych w ramach wspólnych działań z EBC i innymi bankami centralnymi spoza UE. Jednak 22 października Magyar Nemzeti Bank podniósł podstawową stopę procentową o 300 punktów bazowych w reakcji na sytuację na rynku finansowym. Bank of England i Sveriges Riksbank kontynuowały natomiast obniżanie stóp procentowych łącznie o odpowiednio 300 punktów bazowych i 225 punktów bazowych w czwartym kwartale 2008 r. Banki centralne Czech, Polski i Węgier również przeprowadziły serie obniżania szeregiem działań stóp procentowych łącznie o odpowiednio 125, 100 i 150 punktów bazowych w listopadzie i grudniu.





Byli prezes EBC Willem F. Duisenberg z żoną Grettą i kanclerzem Niemiec Helmutem Kohlem przybywa na uroczystość inaugurującą działalność EBC w dn. 30 czerwca 1998 r.

**CZĘŚĆ 2**

**OPERACJE  
I DZIAŁALNOŚĆ BANKU  
CENTRALNEGO**

# I POLITYKA PIENIĘŻNA, OPERACJE WALUTOWE I DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

## I.1 DZIAŁANIA W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Działania w zakresie polityki monetarnej Eurosystemu obejmują, z jednej strony, operacje otwartego rynku, tj. podstawowe operacje refinansujące (MROs), dłuższe operacje refinansujące (LTROs) i operacje dostrajające, z drugiej zaś strony operacje banku centralnego na koniec dnia. W ramach zasad operacyjnych w zakresie wdrażania polityki pieniężnej, która oparta jest o system rezerw obowiązkowych, instrumenty te służą do zarządzania płynnością na międzybankowym rynku pieniężnym w celu sterowania najkrótszymi stopami procentowymi w taki sposób, aby osiągnęły poziom zbliżony do podstawowej stopy procentowej Europejskiego Banku Centralnego.

W 2008 r. Rada Prezesów podjęła cztery decyzje w zakresie stóp procentowych EBC. W dniu 3 lipca Rada Prezesów podjęła decyzję o podwyższeniu podstawowych stóp procentowych o 25 punktów bazowych do poziomu 4,25%. W dniach 8 października, 6 listopada i 4 grudnia Rada podjęła decyzje o obniżeniu podstawowych stóp procentowych odpowiednio do 3,75%, 3,25% i 2,50%. Ponadto, 8 października Rada Prezesów zdecydowała o zawężeniu korytarza wahań wokół stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących, tworzonego przez stopy procentowe dla operacji banku centralnego na koniec dnia, z 200 do 100 punktów bazowych ze skutkiem od 9 października. W rezultacie, kredytu banku centralnego na koniec dnia została ustalona na poziomie o 50 punktów bazowych wyższym od stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących, natomiast stopę oprocentowania depozytów ustalono na poziomie o 50 punktów bazowych niższym od stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących. Dnia 18 grudnia Rada Prezesów podjęła decyzję o przywróceniu poprzedniego zakresu korytarza wahań, obowiązującego przed październikiem, ze skutkiem od 21 stycznia 2009 r.

Realizacja polityki pieniężnej w 2008 r. była uwarunkowana wysiłkami podejmowanymi

Wykres 40 Podstawowe stopy procentowe EBC a stopa EONIA



Źródło: EBC.

1) Minimalna oferowana stopa procentowa – do 14 października 2008 r.; stałe oprocentowanie – od 15 października 2008 r.

w ramach Eurosystemu, mającymi na celu złagodzenie napięć na rynkach pieniężnych związanych z zaburzeniami finansowymi. Najpierw, w okresie do września, Eurosystem dostarczył środki zwiększające płynność na początku okresu utrzymywania rezerwy, umożliwiając bankom spełnienie wymogów w zakresie rezerwy obowiązkowej nieco wcześniej w okresie utrzymywania rezerwy, a następnie obniżył ją, przez co całkowity poziom płynności w całym okresie utrzymywania rezerwy pozostał na niezmiennym poziomie. Jednocześnie średni okres zapadalności dla operacji otwartego rynku został wydłużony dzięki zwiększeniu udziału płynności poprzez dłuższe operacje refinansujące.

W październiku 2008 r., po znacznym osłabieniu kondycji rynków finansowych w związku z upadkiem Lehman Brothers, EBC wprowadził drugi pakiet rozwiązań. Obejmowały one przejście do procedury przetargowej opartej na stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem dla operacji otwartego rynku, zawężenie korytarza

wahań stopy operacji depozytowo-kredytowych z 200 do 100 punktów bazowych oraz rozszerzenie listy aktywów, które mogą być wykorzystywane jako zabezpieczenie operacji kredytowych w Eurosystemie.

Wszystkie te środki miały na celu zapewnienie stałej płynności wypłacalnym bankom, pomagając usprawnić funkcjonowanie rynku pieniężnego przy jednoczesnym sterowaniu krótkoterminowymi stopami procentowymi (szczegóły w ramce 10).

## Ramka 10

### **OPERACJE W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W OKRESIE OSTATNIEJ ZMIENNOŚCI RYNKU FINANSOWEGO**

Zaburzenia na rynku finansowym miały wpływ na operacje w zakresie polityki pieniężnej prowadzone w 2008 r. W ramce opisano operacje w zakresie polityki pieniężnej przeprowadzone przez EBC w związku z tymi zaburzeniami. Opisano głównie działania w zakresie zarządzania płynnością, zarówno w ramach operacji w euro, jak i w innych walutach, oraz sposób, w jaki ramy zabezpieczeń wspierały realizację polityki pieniężnej w tym okresie.

W 2008 r. można wyróżnić dwa etapy zarządzania płynnością. Pierwszy z nich to okres od stycznia do września, gdy EBC zasadniczo kontynuował działania podjęte w drugiej połowie 2007 r. Etap drugi rozpoczął się od upadku banku Lehman Brothers we wrześniu, co doprowadziło do zwiększenia napięć na rynku pieniężnym i uruchomiło drugą falę działań z zakresu zarządzania płynnością.

#### **Zarządzanie płynnością w okresie od stycznia do września 2008 r.**

Działania EBC mające na celu zniwelowanie napięć na rynku pieniężnym w okresie od stycznia do września 2008 r. można podzielić na trzy grupy:

#### **1 Wcześniejsze zapewnienie płynności w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej**

W tym okresie EBC zwiększył podaż płynności na początku okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, redukując ją na koniec tego okresu. Takie zapewnienie płynności z wyprzedzeniem umożliwiło kontrahentom wypełnienie zobowiązań dotyczących rezerwy obowiązkowej na początku okresu jej utrzymywania, ale nie zmieniło średniej podaży płynności w całym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Instytucje kredytowe zdawały się preferować wcześniejsze spełnienie wymogów utrzymywania rezerwy obowiązkowej w sytuacji dużej niepewności i malejących obrotów, zwłaszcza w długoterminowych segmentach rynku pieniężnego. W kilku przypadkach EBC przeprowadzał operacje dostrajające w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej w celu przybliżenia poziomu krótkoterminowych stóp procentowych do poziomu podstawowej stopy procentowej.

#### **2 Dodatkowe dłuższe operacje refinansujące**

W tym okresie kwota refinansowania dostarczonego dzięki dłuższym operacjom refinansującym, które uległy zwiększeniu z około 30% przed wystąpieniem zaburzeń w lipcu 2007 r. do około 60% w styczniu 2008 r., zasadniczo się nie zmieniła. Dnia 7 lutego 2008 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o odnowieniu dwóch dodatkowych operacji 3-miesięcznych, które zostały wpro-



wadzone w 2007 r. w celu wsparcia normalizacji rynku pieniężnego (początkowo na kwotę 60 mld euro, a potem na kwotę ograniczoną do 50 mld euro). Jednocześnie, zwiększyła się średnia zapadalność refinansowania wraz ze wprowadzeniem dodatkowych dłuższych operacji refinansujących z 3-miesięcznym i 6-miesięcznym terminem zapadalności. 28 marca 2008 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o uruchomieniu dodatkowych operacji 3-miesięcznych na kwotę 50 mld euro oraz operacji 6-miesięcznych. Pierwsze operacje 6-miesięczne zostały rozliczone 3 kwietnia i 10 lipca na kwotę 25 mld euro każda. W 2008 r. operacje te zostały odnowione po upływie terminu ich zapadalności.

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

W reakcji na zakłócenia na europejskich rynkach finansowania w dolarach amerykańskich, które powstały na skutek zaburzeń na rynku finansowym w 2007 r., EBC ustanowił pewien rodzaj wzajemnych umów walutowych (linia swapowa) związanych z krótkoterminowymi kredytami denominowanymi w dolarach amerykańskich udzielanymi w ramach przetargu Systemu Rezerwy Federalnej. W związku z krótkoterminowymi kredytami denominowanymi w dolarach amerykańskich, udzielanymi w ramach aukcji Systemu Rezerwy Federalnej i w ścisłej współpracy z innymi bankami centralnymi, Eurosystem udostępnił swoim kontrahentom finansowanie w dolarach amerykańskich, jakie otrzymał w ramach linii swapowej, z zabezpieczeniem kwalifikowanym dla operacji kredytowych Eurosystemu.

Eurosystem po raz pierwszy udostępnił płynność w dolarach amerykańskich w grudniu 2007 r., wykorzystując do tego celu dwie operacje odnowione w styczniu 2008 r. Wobec zmniejszonego zapotrzebowania na dolary amerykańskie, w wyniku tych operacji Eurosystem czasowo wstrzymał operacje zasilające w dolary amerykańskie w lutym. Jednak napięcia związane z płynnością na rynkach finansowania uległy ponownie nasileniu w lutym i na początku marca, czego skutkiem była skoordynowana akcja kilku banków centralnych mająca na celu zmniejszenie tych napięć. W ramach tych skoordynowanych działań Eurosystem podjął decyzję o ponownym uruchomieniu finansowania w dolarach amerykańskich dla swoich kontrahentów.

Finansowanie w dolarach amerykańskich oferowano w cyklu dwutygodniowym o okresie zapadalności 28 dni i na kwotę 15 mld dolarów amerykańskich w każdym przetargu. Jednak wobec utrzymujących się napięć na rynkach pieniężnych na niektórych rynkach finansowania, o czym świadczył wysoki poziom stóp depozytowych w przypadku terminów dłuższych niż jednodniowe (np. tydzień) w różnych walutach, wyjątkowo wysoki kurs dolara amerykańskiego na skutek stóp procentowych stosowanych w swapach walutowych i silnego popytu na operacje Eurosystemu w dolarach amerykańskich, kwota organizowanych co dwa tygodnie przetargów uległa zwiększeniu 2 maja do 25 mld euro.

Aby lepiej zaspokoić potrzeby banków dotyczące finansowania w dolarach amerykańskich, 30 lipca zwiększono istniejące instrumenty Eurosystemu w zakresie finansowania w dolarach amerykańskich. We współpracy z Systemem Rezerwy Federalnej EBC ogłosił uruchomienie

<sup>1</sup> Pełną listę oświadczeń wydanych przez EBC można znaleźć na stronie internetowej <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/communication.en.html>.

84-dniowego kredytu krótkoterminowego denominowanego w dolarach amerykańskich, jako uzupełnienie istniejącego 28-dniowego finansowania w dolarach. Jednak łączna kwota pozostała na niezmiennym poziomie 50 mld dolarów amerykańskich.

### Zarządzanie płynnością w okresie od października do grudnia 2008 r.

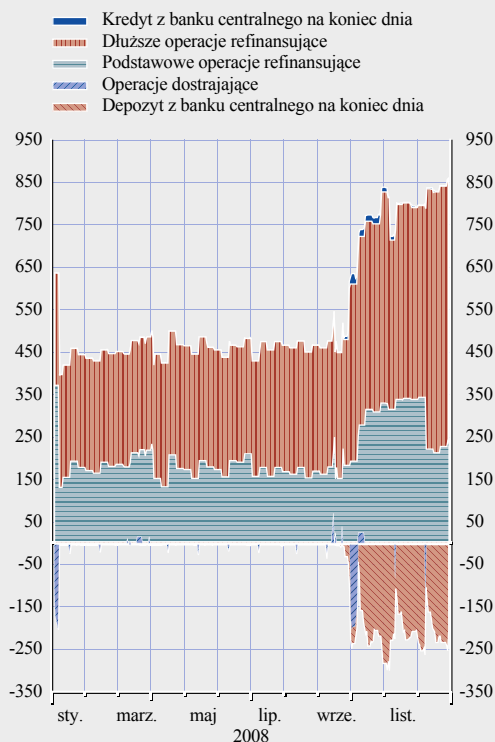
W miarę nasilania się napięć we wszystkich segmentach rynku pieniężnego po upadku banku Lehman Brothers w połowie września 2008 r., EBC uruchomił pięć dodatkowych rozwiązań w zakresie zarządzania płynnością.

#### 1 Przetargi kwotowe o stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem

Rosnąca presja na rynkach finansowych w drugiej połowie września i na początku października 2008 r. doprowadziła do wystąpienia dodatkowych zakłóceń na rynkach pieniężnych, utrudniając instytucjom kredytowym uzyskanie finansowania na rynku pieniężnym. W reakcji na tę sytuację Rada Prezesów podjęła 8 października decyzję, że od 15 października, a najpóźniej od końca okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej kończącego się 20 stycznia 2009 r., wszystkie podstawowe operacje refinansujące będą przeprowadzane jako przetargi kwotowe (o stałej stopie procentowej) z pełnym przydziałem. Działanie to miało na celu zasygnalizowanie uczestnikom rynku, że EBC jest gotowy dostarczyć potrzebną płynność, by uniknąć wystąpienia kryzysu w zakresie płynności. Doprowadziło to do znacznego wzrostu łącznego wolumenu nierozliczonych operacji otwartego rynku denominowanych w euro, gdyż podaż płynności określana była teraz przez łączną kwotę ofert kontrahentów (zob. wykres A). Strategia polegająca na wykorzystaniu pełnego przydziału środków została wdrożona 9 października w wyniku operacji dostrajającej dostarczającej płynność w ramach której zrealizowane zostały wszystkie oferty.

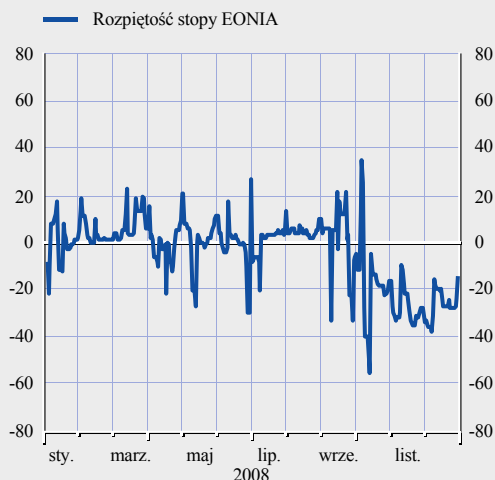
**Wykres A Podaż płynności: operacje otwartego rynku i wykorzystanie kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia**

(miliardy EUR)



Źródło: EBC.

**Wykres B Rozpiętość pomiędzy stopą EONIA a oprocentowaniem podstawowych operacji refinansujących**



Źródło: EBC.

Ponadto, Rada Prezesów podjęła 15 października decyzję o przeprowadzaniu przetargów kwotowych o stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem również w przypadku dłuższych operacji refinansujących (i dodatkowych dłuższych operacji refinansujących), ze skutkiem od 30 października i co najmniej do końca pierwszego kwartału 2009 r.

Zapewnienie większej płynności znacznie zmniejszyło napięcia na rynku pieniężnym instrumentów krótkoterminowych i doprowadziło do ogólnego spadku stopy EONIA, począwszy od daty ogłoszenia oświadczeń (zob. wykres B). Od połowy października do końca 2008 r. stopa EONIA utrzymywała się stale na poziomie niższym niż stopa podstawowych operacji refinansujących. Ponadto, stopa EONIA obniżała się wraz z każdym okresem utrzymywania rezerwy obowiązkowej, zgodnie ze stopniowym wypełnianiem przez kontrahentów wymogów rezerwy obowiązkowej i zwiększeniem ogólnego wykorzystania depozytów w banku centralnym na koniec dnia.

## **2 Zmniejszenie korytarza stóp procentowych operacji banku centralnego na koniec dnia**

W dniu 8 października Rada Prezesów podjęła decyzję o zawężeniu korytarza tworzonego przez dwie operacje banku centralnego na koniec dnia (tzn. kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia) z 200 do 100 punktów bazowych. Stopa kredytu banku centralnego na koniec dnia została ustalona na poziomie o 50 punktów bazowych wyższym niż stopa podstawowych operacji refinansujących, a stopa depozytu banku centralnego na koniec dnia na poziomie niższym o 50 punktów bazowych od stopy podstawowych operacji refinansujących. Zawężenie korytarza miało na celu dalsze ułatwienie zarządzania płynnością przez banki dzięki tańszemu pośrednictwu banku centralnego dla sektora bankowego. Działanie to uruchomiono 9 października i było ono realizowane do 20 stycznia 2009 r., kiedy korytarz ponownie poszerzono do 200 punktów bazowych.

## **3 Dodatkowe dłuższe operacje refinansujące**

Po decyzji Rady Prezesów z 15 października, dłuższe refinansowanie zostało zapewnione dzięki rolowaniu istniejących i uruchomieniu nowych operacji. W rezultacie, w każdym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej przeprowadzano cztery dłuższe operacje refinansujące: jedną przez okres utrzymywania rezerwy (specjalna terminowa operacja refinansująca), dwie o zapadalności wynoszącej 3 miesiące i jedną o zapadalności 6 miesięcy. Pod koniec 2008 r. udział podstawowych operacji refinansujących w łącznym wolumenie refinansowania obniżył się do około 28%, a pozostałe 72% stanowiły dłuższe operacje refinansujące, dodatkowe dłuższe operacje refinansujące i specjalna terminowa operacja refinansująca (zob. wykres A).

## **4 Dodatkowe operacje zapewniające płynność w dolarach amerykańskich i we frankach szwajcarskich**

### *Operacje Eurosystemu zapewniające płynność w dolarach amerykańskich*

Od połowy września 2008 r. znacznie nasiliły się napięcia na rynkach pieniężnych dolara amerykańskiego. Kursy dla depozytów w dolarach amerykańskich oferowane podczas godzin pracy giełd w Azji, Europie i w czasie porannych sesji na giełdach USA były bardzo wysokie, osiągając czasami poziom przekraczający 10%. Płynność rynku na rynku swapów walutowych była również niezwykle niska, pojawiły się również oznaki rosnącego napięcia i podziału rynku przy niezwykle utrudnionym dostępie do finansowania w dolarach amerykańskich dla instytucji spoza

Stanów Zjednoczonych. W odpowiedzi na taką sytuację Eurosystem zwiększył płynność w dolarach amerykańskich oferowaną kontrahentom Eurosystemu poprzez dodatkowe operacje o terminie zapadalności 7-dniowej, a następnie operacje jednodniowe, w połączeniu z istniejącymi operacjami 28-dniowymi i 84-dniowymi. Zwiększył ponadto kwoty oferowane kontrahentom w ramach operacji zapewniających płynność w dolarach amerykańskich w dwóch etapach, za każdym razem zwiększając również linię swapową realizowaną wspólnie z Systemem Rezerwy Federalnej. Na początku października maksymalne kwoty w ramach operacji Eurosystemu zapewniających płynność w dolarach amerykańskich wyniosły 50 mld dolarów w ramach operacji jednodniowych, 40 mld w ramach operacji 28-dniowych i 20 mld w ramach operacji 84-dniowych.

Ze względu na wysoki poziom niepewności utrzymujący się w systemie bankowym, 15 października EBC, we współpracy z Systemem Rezerwy Federalnej, zobowiązał się do zrealizowania wszystkich ofert według stałego kursu dla operacji 7-dniowych, 28-dniowych i 84-dniowych, przy wstrzymaniu operacji jednodniowych.

W celu zmniejszenia ewentualnego problemu niewystarczającej dostępności kwalifikowanych zabezpieczeń, przy realizowaniu procedury pełnego przydziału środków w ramach operacji zapewniających płynność w euro i w dolarach amerykańskich, EBC ogłosił 15 października, że Eurosystem przeprowadzi również operacje zapewniające płynność w dolarach amerykańskich w formie swapów walutowych dla kursu EUR/USD. Te operacje w postaci swapów walutowych, przeprowadzane równoległe z istniejącymi operacjami odkupu zabezpieczonymi w dolarach amerykańskich, były również finansowane w ramach umowy swapowej z Systemem Rezerwy Federalnej, którą przedłużono do 30 kwietnia 2009 r.

Zapotrzebowanie na operacje Eurosystemu obejmujące odkup dolarów amerykańskich było nadal stosunkowo wysokie, o czym świadczą wysokie kwoty ofert i duża liczba oferentów, podczas gdy udział w operacjach obejmujących swapy walutowe z dolarami amerykańskimi był nadal bardzo ograniczony, zarówno pod względem wolumenu ofert, jak i liczby uczestników.

#### *Operacje Eurosystemu zapewniające płynność we frankach szwajcarskich*

Rosnące napięcia na międzynarodowych rynkach pieniężnych w październiku 2008 r. doprowadziły również do presji na wzrost kursów na krótkoterminowych rynkach pieniężnych franka szwajcarskiego. Jednocześnie wzrosło zapotrzebowanie na finansowanie we frankach szwajcarskich ze strony banków, które nie posiadały bezpośredniego dostępu do operacji Narodowego Banku Szwajcarii, zwłaszcza w strefie euro. W tej sytuacji, 15 października Narodowy Bank Szwajcarii i EBC ogłosiły wspólnie podjęcie działań mających na celu zwiększenie płynności na krótkoterminowych rynkach pieniężnych franka szwajcarskiego, w ramach których Eurosystem zapewni kontrahentom finansowanie we frankach szwajcarskich poprzez linię swapową utrzymywaną z Narodowym Bankiem Szwajcarii.

Eurosystem zapewniał płynność we frankach szwajcarskich poprzez swapy walutowe EUR/CHF po stałej cenie i przy maksymalnej kwocie przydziału określonej przez EBC we współpracy z Narodowym Bankiem Szwajcarii. Początkowo były to wyłącznie swapy o zapadalności 7-dniowej, ale później zostały uzupełnione o swapy o zapadalności wynoszącej 3 miesiące, które miały na celu zmniejszenie napięć w tym segmencie rynków pieniężnych franka szwajcarskiego.

Maksymalną kwotę dla każdego z tych przetargów wyznaczono na 20 mld euro w ramach operacji 7-dniowych i 5 mld euro w ramach operacji 84-dniowych. Popyt na swapy walutowe EUR/CHF był raczej umiarkowany, z wolumenami ofert poniżej kwoty maksymalnej we wszystkich operacjach. Wskaźnik pokrycia ofert (ang. *bid-to-cover ratio*) utrzymywał się na stabilnym poziomie około 0,6 w przypadku swapów 7-dniowych i około 0,1 w przypadku operacji 84-dniowych.

#### *Zasilenie przez EBC niektórych banków centralnych UE w płynność w euro*

W październiku i listopadzie 2008 r. EBC podpisał umowy w sprawie zapewnienia płynności w euro wielu bankom centralnym UE spoza strefy euro. Poprzez te umowy EBC dążył do wsparcia różnych działań podjętych przez te banki centralne, których celem była poprawa w zakresie płynności w euro na ich krajowych rynkach finansowych.

Wsparcie to miało formę transakcji z przyrzeczeniem odkupu (repo) na kwotę do 5 mld euro w przypadku umowy z Magyar Nemzeti Bank i na kwotę do 10 mld euro w ramach umowy z Narodowym Bankiem Polskim. EBC i Danmarks Nationalbank ustanowiły wzajemne umowy walutowe (swap) o wartości 12 mld euro.

## **5 Rozszerzenie listy zabezpieczeń**

W dniu 15 października Rada Prezesów podjęła decyzję o tymczasowym rozszerzeniu listy zabezpieczeń kwalifikowanych do końca 2009 r. Dostępność zabezpieczeń nie stanowiła przez większą część 2008 r. żadnego ograniczenia, ze względu na szeroki zakres ram zabezpieczeń Eurosystemu. Jednak wobec zwiększenia płynności w euro i w dolarach amerykańskich z różnym terminem zapadalności oraz wprowadzenia przetargów kwotowych (o stałej stopie procentowej) z pełnym przydziałem, ramy zabezpieczeń zostały czasowo rozszerzone w następujący sposób:

- Od 22 października 2008 r. próg kredytowy dla zbywalnych i niezbywalnych aktywów kwalifikowanych został obniżony z „A-” do „BBB-”, z wyjątkiem papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, dla których utrzymany został próg jakości kredytowej wynoszący „A-”. Ponadto, od 22 października 2008 r. Eurosystem przyjmuje również instrumenty dłużne emitowane przez instytucje kredytowe, w tym certyfikaty depozytowe, które nie są notowane na rynku regulowanym, ale znajdują się w obrocie na pewnych rynkach nieregulowanych akceptowanych przez EBC. Podporządkowane zbywalne instrumenty dłużne chronione przez akceptowaną gwarancję, które spełniają inne kryteria kwalifikowalności, również mogą być wykorzystywane jako zabezpieczenie.
- Od 14 listopada Eurosystem przyjmuje również zbywalne instrumenty dłużne wyemitowane w strefie euro i denominowane w dolarach amerykańskich, funtach szterlingach i jenach japońskich, pod warunkiem, że emitent ma siedzibę w Europejskim Obszarze Gospodarczym.

W celu wypełnienia ustawowego zobowiązania Eurosystemu do zapewnienia ochrony bilansu przed ryzykiem finansowym, w stosunku do rozszerzonego zestawu kwalifikowanych zabezpieczeń stosowane są środki kontroli ryzyka. Rozszerzenie kryteriów kwalifikowalności łączy się zatem z uważnym monitorowaniem wykorzystania tych ram.

## ZAPOTRZEBOWANIE SYSTEMU BANKOWEGO NA PŁYNNOŚĆ

Dostarczając płynność poprzez operacje otwartego rynku, Eurosystem uwzględnia codzienną ocenę zapotrzebowania na płynność ze strony systemu bankowego strefy euro w ujęciu zagregowanym. Zapotrzebowanie na płynność odpowiada sumie rezerw obowiązkowych utrzymywanych przez banki, środków przekraczających wysokość rezerwy obowiązkowej utrzymywanych na rachunkach bieżących instytucji kredytowych w Eurosystemie (nadwyżek rezerw) oraz czynników autonomicznych. Czynniki autonomiczne są pozycjami bilansowymi Eurosystemu, takimi jak banknoty w obiegu oraz depozyty instytucji rządowych, które wpływają na poziom środków utrzymywanych na rachunkach bieżących instytucji kredytowych, lecz nie są bezpośrednio objęte procesami zarządzania płynnością Eurosystemu.

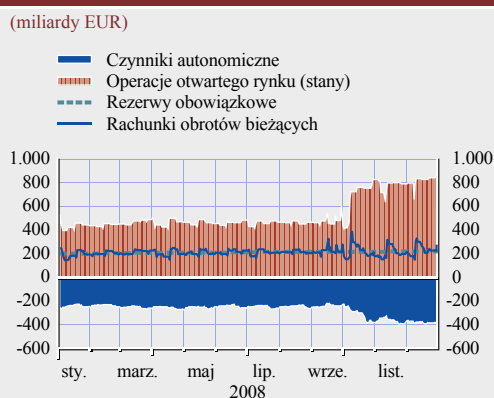
W 2008 r. średnie dzienne zapotrzebowanie systemu bankowego strefy euro na płynność wynosiło 487,1 mld EURO, tj. o 10,3% więcej niż w 2007 r. (zob. wykres 41). Jednym z powodów wzrostu było ciągłe zwiększanie się rezerw obowiązkowych – o 12,5% – do wysokości 210,8 mld EUR. Inną istotną przyczyną był wyjątkowy wzrost popytu na banknoty niezwiązany z czynnikami sezonowymi. Wykres 42 pokazuje, że kwota banknotów w obiegu znacznie wzrosła – o ponad 6% między wrześniem a początkiem listopada 2008 r., co doprowadziło do łącznego wzrostu zapotrzebowania na płynność. Ogólnie, w 2008 r. czynniki autonomiczne wzrosły o 8,9% do kwoty 274,5 mld EUR. Mimo że średnia nadwyżka rezerw powyżej poziomu obowiązkowego w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej wpływającym w 2008 r. wzrosła o 0,2 mld EUR w porównaniu do 2007 r. osiągając kwotę 1,1 mld EUR, jej wysokość w kategoriach względnych była niewielka i wynosiła 0,5% wymaganej rezerwy obowiązkowej.

## SYSTEM REZERWY OBOWIĄZKOWEJ

Instytucje kredytowe w strefie euro muszą utrzymywać rezerwy obowiązkowe na rachunkach bieżących w Eurosystemie. Podobnie jak

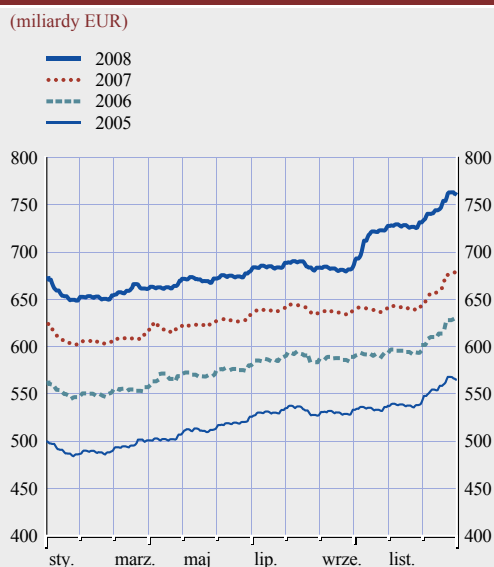
w okresie od 1999 r. rezerwy obowiązkowe instytucji kredytowych w 2008 r. były równe 2% podstawy naliczania rezerwy i wynosiły średnio 210,8 mld EUR. Wzrost podstawy naliczania rezerwy, która jest ustalana zależnie od określonych zobowiązań krótkoterminowych w bilansie instytucji kredytowych, był czynnikiem, który wyjaśnia wyżej wspomniany wzrost o 12,5% całkowitej kwoty rezerwy obowiązkowej w 2008 r. Z uwagi na fakt, że w każ-

**Wykres 41 Czynniki wpływające na płynność w strefie euro w 2008 r.**



Źródło: EBC.

**Wykres 42 Banknoty w obiegu**



Źródło: EBC.

dym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej Eurosystem zapewnia ich oprocentowanie według stopy będącej średnią stopy krańcowej podstawowych operacji refinansujących (w przypadku przetargów o stopie zmiennej) lub stałej stopy procentowej dla podstawowych operacji refinansujących (w przypadku przetargów o stałej stopie), system rezerwy obowiązkowej nie powoduje powstania istotnych zauważalnych kosztów w sektorze bankowym. Opisany system jednocześnie spełnia dwie istotne funkcje w zakresie ram operacyjnych dla realizacji polityki pieniężnej. Po pierwsze, stabilizuje stopy krótkoterminowe rynku pieniężnego, ponieważ wymogi w zakresie rezerwy obowiązkowej muszą być spełnione jedynie na poziomie średnim w okresie jej utrzymywania, co umożliwia instytucjom kredytowym łagodzenie przejściowych i nieoczekiwanych wzrostów i spadków poziomu płynności. Po drugie, zwiększa deficyt płynności systemu bankowego, czyli ogólne zapotrzebowanie banków na refinansowanie z Eurosystemu.

#### **OPERACJE OTWARTEGO RYNKU**

Eurosystem wykorzystuje podstawowe operacje refinansujące, dłuższe operacje refinansujące oraz operacje dostrajające do zarządzania poziomem płynności na rynku pieniężnym. Wszystkie operacje zasilające w płynność muszą być w pełni zabezpieczone. Podstawowe operacje refinansujące są regularnie przeprowadzane co tydzień, a ich termin zapadalności wynosi na ogół jeden tydzień. Są one głównym instrumentem sygnalizującym nastawienie polityki pieniężnej EBC.

Do 8 października 2008 r. podstawowe operacje refinansujące były przeprowadzane w formie przetargów o zmiennej stopie procentowej z minimalną oferowaną stopą procentową, a od 15 października w formie przetargów o stałej stopie procentowej, przy czym zapewniono finansowanie dla wszystkich ofert. Liczba stron kwalifikujących się do udziału w transakcjach wzrosła z 1693 do 2099 w roku 2008. Większość tego wzrostu przypadła na październik i listopad, gdy niektóre banki podjęły decyzję o ubieganiu się o zakwalifikowanie się do procedury

refinansowania, w związku z ograniczeniami w zakresie pożyczek na rynku pieniężnym. W 2008 r. w podstawowych operacjach refinansujących uczestniczyły średnio 443 strony transakcji, co oznacza wzrost o 31% wobec 2007 r. (gdy w transakcjach uczestniczyło średnio 338 stron). Wzrost ten był także związany z większą presją na rynku pieniężnym, co oznaczało, że wiele stron transakcji musiało pokryć zapotrzebowanie na płynność, pożyczając od EBC zamiast na rynku. Liczba oferentów w podstawowych operacjach refinansujących wzrosła dodatkowo po przejściu EBC na przetargi o stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem w październiku, z liczby średnio 354 oferentów w przetargach o zmiennej stopie do 747 oferentów w przetargach o stałej stopie procentowej.

Do 8 października Eurosystem przydzielił kwotę średnio 175 mld EUR w ramach podstawowych operacji refinansujących dla ofert o zmiennej stopie. Przyznana kwota ulegała istotnym zmianom w tym okresie w związku z polityką zaopatrywania w środki pieniężne, co prowadziło do spadku wysokości przydzielanych kwot w ciągu każdego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej oraz do dostarczania większej płynności poprzez wykorzystanie dłuższych operacji refinansujących. Po wprowadzeniu ofert o stałej stopie z pełnym przydziałem środków dla podstawowych operacji refinansujących 15 października, przydzielane kwoty znacznie wzrosły, osiągając średni poziom 291 mld EUR. Do końca 2008 r. płynność zapewniona poprzez podstawowe operacje refinansujące stanowiła 28% całkowitej wartości refinansowania, co było udziałem znacznie niższym aniżeli w poprzednich latach, kiedy to notowano poziom rzędu ok. 65-75%.

Dłuższe operacje refinansujące stanowią operacje zapewniające płynność w skali miesięcznej, o trzymiesięcznym terminie zapadalności. Oprócz tych operacji w 2008 r. wprowadzono stopniowo kolejne dodatkowe dłuższe operacje refinansujące. Do końca roku w każdym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej przeprowadzono dwie dodatkowe dłuższe operacje

refinansujące: pierwszą o terminie zapadalności równym trzy miesiące oraz drugą o terminie zapadalności równym sześć miesięcy, jak również jedną specjalną terminową operację refinansującą o terminie zapadalności równym długości okresu utrzymywania rezerwy. Do połowy października dłuższe operacje refinansujące oraz dodatkowe dłuższe operacje refinansujące były przeprowadzane w przetargach o zmiennej stopie (tj. bez określenia minimalnej stopy ofertowej). Kwota przydziału w tym okresie w ramach dłuższych operacji refinansujących oraz trzymiesięcznych dodatkowych dłuższych operacji refinansujących wyniosła 50 mld EUR (za wyjątkiem dwóch dodatkowych dłuższych operacji refinansujących z terminem realizacji 21 lutego i 13 marca, dla których przydzielona kwota wynosiła po 60 mld EUR). Dwie sześciomiesięczne dłuższe operacje refinansujące zostały przeprowadzone na kwotę 25 mld EUR (2 kwietnia i 9 lipca), a jedną przeprowadzono na kwotę 50 mld EUR (8 października).

W dniu 30 października 2008 r. miały miejsce dłuższe operacje refinansujące, które również przeprowadzono w drodze przetargu o stałej stopie z pełnym przydziałem środków. Stopa zastosowana we wszystkich trzech operacjach stanowiła stopę podstawowych operacji refinansujących. Przejście na oferty o stałej stopie doprowadziło do ogólnego wzrostu przydzielanych kwot także dla dłuższych operacji refinansujących. Jednakże, biorąc pod uwagę duże oczekiwania co do obniżenia stóp procentowych EBC, zwłaszcza pod koniec 2008 r., stała stopa zastosowana w tych przetargach doprowadziła jedynie do umiarkowanego zwiększenia przydzielanych kwot dla dodatkowych dłuższych operacji refinansujących o terminach zapadalności od trzech do sześciu miesięcy. Na koniec 2008 r. nierozliczona kwota wszystkich dłuższych operacji refinansujących (dłuższych operacji refinansujących, dodatkowych dłuższych operacji refinansujących oraz specjalnych terminowych operacji refinansujących) wynosiła 617 mld EUR, co stanowiło najwyższy w historii udział finansowania EBC dla sektora bankowego, na poziomie ok. 72% ogółu operacji otwartego rynku.

Dłuższe operacje refinansujące są otwarte dla tej samej grupy stron transakcji co podstawowe operacje refinansujące. W 2008 r. w tego typu operacjach uczestniczyło średnio 157 stron transakcji, podczas gdy w 2007 r. liczba ta wynosiła 145. Wprowadzenie przetargów o stałej stopie przyczyniło się do zmniejszenia średniej liczby stron zainteresowanych dłuższymi operacjami refinansującymi z 161 (dla przetargów o zmiennej stopie) do 146 (dla przetargów o stałej stopie). W specjalnych terminowych operacjach refinansujących, które także są otwarte dla tej samej grupy stron transakcji, 210 stron uczestniczyło w przetargach o zmiennej stopie, które zostały rozliczone 30 września, natomiast w kolejnych dwóch przetargach o stałej stopie uczestniczyło 97 stron.

Europejski Bank Centralny może przeprowadzać operacje „dostrajające” zwiększające lub zmniejszające płynność w trybie ad hoc w celu zarządzania warunkami płynności na rynku oraz sterowania poziomem stóp procentowych. Do 5 października 2008 r. Eurosystem wybrał ograniczoną liczbę stron transakcji najbardziej aktywnych na rynku pieniężnym dla przeprowadzenia tych operacji (136 na dzień 30 września 2008 r.). Po podjęciu decyzji przez Radę Prezesów 6 października 2008 r. dostęp do operacji „dostrajających” został rozszerzony poprzez zakwalifikowanie wszystkich stron transakcji kwalifikujących się do uczestnictwa w operacjach otwartego rynku w ramach Eurosystemu w oparciu o oferty standardowe, spełniających dodatkowo pewne kryteria wyboru określone przez odpowiednie krajowe banki centralne.

W 2008 r. EBC przeprowadził 25 operacji „dostrajających”. Praktyka przeprowadzania operacji „dostrajających” na koniec okresu była stosowana przez cały rok w związku z tym, że 12 takich operacji miało miejsce ostatniego dnia okresu utrzymywania rezerwy. Pozostałe 13 przeprowadzono w odpowiedzi na dominujące warunki płynności oraz krótkoterminowe stopy procentowe na rynkach pieniężnych. W dniach 2 i 3 stycznia, gdy spadły napięcia związane z końcem roku, operacje „dostrajające” absorbujące płynność były przeprowadzane w warun-



kach nadpłynności. W dniach 20 i 31 marca marca zapewniono utrzymanie płynności poprzez dokonanie operacji „dostrajających” w związku z napięciami na rynku pieniężnym dotyczącymi okresu Świąt Wielkanocnych oraz bankructwa Bear Stearns. W celu zmniejszenia zwiększonego napięcia na rynkach pieniężnych we wrześniu, EBC przeprowadził serię dziewięciu operacji „dostrajających” w okresie pomiędzy 15 września i 9 października, z których pięć to operacje zwiększające płynność, a cztery zmniejszające płynność.

#### **OPERACJE DEPOZYTOWO-KREDYTOWE BANKU CENTRALNEGO NA KONIEC DNIA**

Strony transakcji mogą dokonać dwóch operacji depozytowo-kredytowych z własnej inicjatywy w celu pozyskania jednodniowej płynności, pod warunkiem przedstawienia zabezpieczenia kwalifikowanego, oraz mogą lokować w Eurosystemie depozyty jednodniowe. Pod koniec 2008 r. 2267 stron transakcji posiadało dostęp do kredytów banku centralnego na koniec dnia, a 2802 stron transakcji – do depozytów. Stopy oprocentowania dla tych instrumentów zasadniczo określają poziom maksymalny i minimalny dla stopy overnight, i co za tym idzie pełnią istotną funkcję w zakresie realizacji polityki monetarnej.

W październiku 2008 r., po podjęciu decyzji przez Radę Prezesów, szerokość korytarza utworzonego przez te dwie stopy została zmniejszona z 200 do 100 punktów bazowych symetrycznie wokół stopy podstawowych operacji refinansujących jako środek łagodzenia napięć na rynku pieniężnym. To działanie oraz duże przydziały w ramach operacji otwartego rynku o stałej stopie doprowadziły do istotnego wzrostu wykorzystania depozytów (zob. wykres A w ramce 10). Do 8 października średnie dzienne wykorzystanie depozytów wynosiło 2,5 mld EUR (w porównaniu do 0,5 mld EUR w 2007 r.). W okresie od 9 października do końca roku ta wartość wzrosła gwałtownie do poziomu 208,5 mld EUR. W tym okresie korzystanie z depozytów odbywało się według zbliżonego wzoru: w każdym z okresów utrzymywania rezerwy: kwoty były na stosunkowo niskim poziomie na

początku każdego okresu, ale ulegały stopniowemu wzrostowi w miarę spełniania wymogów w zakresie rezerwy obowiązkowej.

Średnie dzienne wykorzystanie kredytów banku centralnego na koniec dnia do 8 października 2008 r. wynosiło 0,9 mld EUR (w porównaniu do 0,2 mld EUR w 2007 r.) i zwiększyło się po tej dacie do 6,7 mld EUR. Ten wzrost odzwierciedla niższą stopę oprocentowania tego instrumentu w ujęciu względnym, będącą rezultem ograniczonego korytarza, ale w pewnym stopniu może być również łączony z większą niepewnością co do indywidualnych potrzeb w zakresie płynności banków.

#### **AKTYWA KWALIFIKOWANE JAKO ZABEZPIECZENIE OPERACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

Zgodnie z praktyką banków centralnych na świecie wszystkie operacje kredytowe Eurosystemu są oparte na adekwatnym zabezpieczeniu. Koncepcja adekwatności oznacza po pierwsze, że Eurosystem jest w dużym stopniu chroniony przed stratami wynikającymi z operacji kredytowych oraz, po drugie, że wystarczające zabezpieczenie powinno być dostępne szerokiej grupie stron transakcji, tak aby Eurosystem mógł zapewnić kwotę płynności uznaną za niezbędną poprzez operacje w zakresie polityki monetarnej oraz operacje systemów płatniczych. Aby to ułatwić, Eurosystem akceptuje szeroką gamę aktywów, które mogą posłużyć jako zabezpieczenie we wszystkich operacjach kredytowych. Ta cecha wytycznych Eurosystemu w zakresie zabezpieczeń oraz fakt, że dostęp do operacji otwartego rynku w ramach Eurosystemu przysługuje szerokiemu gronu stron transakcji, stanowią kluczowy instrument wspierający realizację polityki monetarnej w okresach występowania napięć. Dzięki wbudowanej elastyczności swych ram operacyjnych Eurosystem był w stanie zapewnić wymaganą płynność umożliwiającą reakcję na pogorszone funkcjonowanie rynku pieniężnego, nie napotykając na szeroko rozpowszechnione ograniczenia w zakresie zabezpieczeń przez większą część 2008 r. W świetle rozszerzenia refinansowania na okresy dłuższe niż jednodniowe

w euro i dolarach amerykańskich oraz korzystania w przetargach o stałej stopie z pełnym przydziałem środków, dopiero pod koniec roku Rada Prezesów zdecydowała o przejściowym rozszerzeniu listy zabezpieczeń kwalifikowanych do końca 2009 r. (zob. ramka 10).

W 2008 r. średnia wartość zabezpieczeń kwalifikowanych wzrosła o 17,2% w porównaniu do 2007 r., osiągając poziom 11,1 bln EUR (zob. wykres 43). Ogólne zadłużenie sektora rządowego wynoszące 4,9 bln EUR stanowiło 44% całości, podczas gdy pozostała część zabezpieczeń w formie aktywów zbywalnych przyjęła formę niezabezpieczonych obligacji bankowych (2,2 bln EUR – 20%), zabezpieczonych obligacji bankowych (1,2 bln EUR – 11%), papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (1,1 bln EUR – 9%), obligacji korporacyjnych (0,9 bln EUR – 8%) oraz innych obligacji, takich jak obligacje emitowane przez organizacje ponadnarodowe (0,6 bln EUR – 5%). Łączna wartość aktywów zbywalnych, uznawanych za kwalifikowane w wyniku wprowadzenia

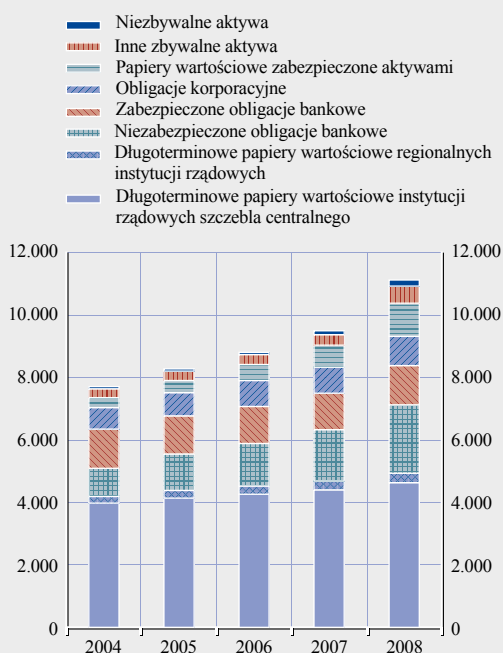
środków przejściowych dla rozszerzenia listy zabezpieczeń kwalifikowanych, wyniosła na koniec 2008 r. około 870 mld EUR. Lista zabezpieczeń kwalifikowanych zawiera także aktywa niezbywalne, głównie należności kredytowe (określane również pożyczkami bankowymi). W odróżnieniu od aktywów zbywalnych, aktywa niezbywalne są oceniane pod kątem ich kwalifikowalności dopiero w momencie ich akceptowania. Z tego powodu nie jest łatwo ustalić wartość potencjalnie kwalifikowanych aktywów niezbywalnych. Kwota aktywów niezbywalnych przedstawiona przez strony transakcji jako zabezpieczenie operacji kredytowych w Eurosystemie wyniosła w 2008 r. 0,2 bln EUR, tj. 2% całości zabezpieczeń kwalifikowanych w Eurosystemie. Niższy próg kredytowy wprowadzony przejściowo w celu rozszerzenia listy zabezpieczeń kwalifikowanych (zob. ramka 10) znalazł zastosowanie również w odniesieniu do aktywów niezbywalnych.

Średnia wartość aktywów zbywalnych oraz aktywów niezbywalnych przedstawianych przez strony transakcji jako zabezpieczenie w ramach operacji kredytowych Eurosystemu znacznie wzrosła z 1148 mld EUR w 2007 r. (dane skorygowane w górę z poziomu 1101 mld EUR) do 1579 mld EUR w 2008 r. Wzrost ten był spowodowany przede wszystkim faktem, że strony transakcji złożyły duże kwoty zabezpieczeń w Eurosystemie w odpowiedzi na zaburzenia na rynku finansowym (zob. wykres 44). Jak wskazuje porównanie wysokości zabezpieczeń z wartością kredytu pozostającego do spłaty przez strony transakcji Eurosystemu, udział złożonych zabezpieczeń niewykorzystywanych do zabezpieczenia kredytów udzielonych w ramach operacji polityki monetarnej, w ujęciu sumarycznym, spadł jedynie nieznacznie. To sugeruje, że konieczność przedstawienia wystarczającego zabezpieczenia nie stanowiła systemowego ograniczenia dla stron transakcji w Eurosystemie pomimo rosnącej płynności zapewnionej operacjami refinansującymi.

Jeśli chodzi o strukturę złożonych zabezpieczeń, średni udział papierów wartościowych

**Wykres 43 Zabezpieczenie kwalifikowane wg typu aktywów**

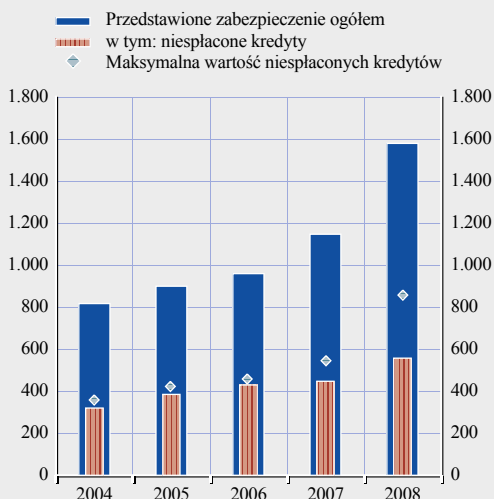
(miliardy EUR, średnie roczne)



Źródło: EBC.

**Wykres 44 Zabezpieczenie wykorzystywane w operacjach kredytowych Eurosystemu a niespłacone kredyty w operacjach polityki pieniężnej**

(miliardy EUR)

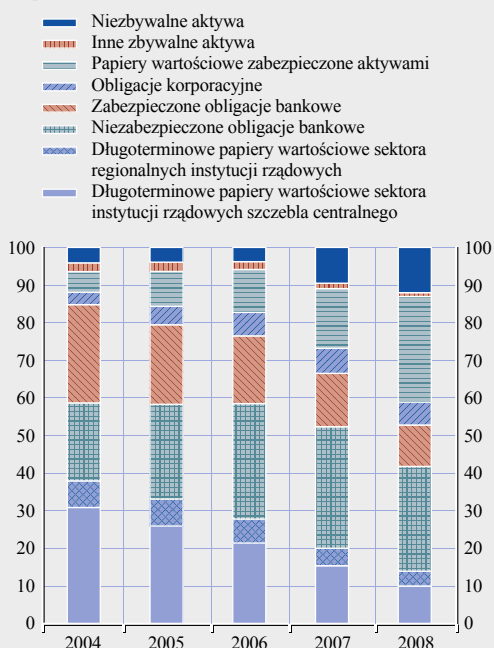


Źródło: EBC.

Uwaga: Termin „przedstawione zabezpieczenie” odnosi się do aktywów złożonych w formie zabezpieczenia w krajach posługujących się systemem tworzenia puli finansowych (ang. *pooling system*) oraz aktywów wykorzystanych jako zabezpieczenie w krajach, które posługują się systemem oznaczania (ang. *ear-marking system*).

**Wykres 45 Udział aktywów (w tym należności kredytowych) wykorzystanych jako zabezpieczenie, wg typu aktywów**

(w procentach, średnie roczne)



Źródło: EBC.

wych zabezpieczonych aktywami w wartości zabezpieczeń wzrósł z 16% w 2007 r. do 28% w 2008 r., co sprawiło, że aktywa te stały się największą grupą aktywów złożonych jako zabezpieczenie w Eurosystemie, wyprzedzając dominujące do tej pory niezabezpieczone obligacje bankowe. Niezabezpieczone obligacje bankowe stanowiły średnio nieco poniżej 28% wartości zabezpieczeń złożonych w 2008 r. Średni udział aktywów niezbywalnych wzrósł z 10% w 2007 r. do 12% w 2008 r. Dla odmiany, średni udział obligacji rządowych zmniejszył się z 15% w 2007 r. do 10% w 2008 r. Nowe klasy aktywów, które przejściowo zostały uznane za kwalifikowane (zob. ramka 10), stanowiły 3% ogólnej wartości złożonych zabezpieczeń rynkowych.

#### KWESTIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Eurosystem zmniejsza ryzyko niewykonania zobowiązania przez kontrahenta w ramach operacji kredytowych w Eurosystemie poprzez wymóg złożenia przez niego odpowiedniego zabezpieczenia. Jednakże, pomimo istnienia tego wymogu, Eurosystem jest nadal narażony na różnego rodzaju ryzyko finansowe w przypadku niewykonania zobowiązania przez stronę transakcji, w tym ryzyko kredytowe, rynkowe i ryzyko płynności. Ponadto, Eurosystem jest narażony na ryzyko walutowe związane z operacjami zapewniającymi płynność, przeprowadzanymi w walutach obcych przy zabezpieczeniach denominowanych w euro, takich jak operacje przeprowadzane w 2008 r. W celu zmniejszenia ryzyka do dopuszczalnego poziomu Eurosystem utrzymuje wysokie standardy kredytowe dla aktywów przyjętych jako zabezpieczenie, codziennie oblicza wartość zabezpieczeń oraz stosuje odpowiednie mechanizmy kontroli ryzyka. Kierując się zasadą ostrożności, Eurosystem utworzył bufor na wypadek wystąpienia niedoborów wynikających z ewentualnego zaspokojenia roszczeń z zabezpieczenia przyjętego od określonych pięciu kontrahentów, którzy nie wywiązali się ze zobowiązań w 2008 r. Poziom bufora będzie co roku poddawany ocenie do czasu ewentualnej sprzedaży zabezpieczenia i w zależności od perspektywy uzdro-

wienia sytuacji<sup>1</sup>. Mówiąc ogólnie, ryzyko finansowe w operacjach kredytowych jest obliczane i regularnie przekazywane do organów decyzyjnych EBC.

Co dwa lata przeprowadza się weryfikację mechanizmów kontroli ryzyka w zakresie operacji kredytowych przeprowadzanych w Eurosystemie. Te mechanizmy są stosowane w odniesieniu do aktywów przedstawianych przez strony transakcji dokonywanych w Eurosystemie jako zabezpieczenie kredytu udzielanego przez Eurosystem poprzez operacje otwartego rynku oraz kredyt banku centralnego na koniec dnia, jak również w formie kredytu śróddziennego dla celów systemów płatności. Zachowując w pełni zasadę akceptowania szerokiego zakresu zabezpieczeń, przeprowadzony w 2008 r. dwuroczny przegląd jednocześnie przyczynił się do wprowadzenia pewnych udoskonaleń ram technicznych w zakresie kontroli ryzyka operacji kredytowych w Eurosystemie. Te udoskonolenia odzwierciedlają m.in. poprawę ram metodologicznych, oceny ryzyka rynkowego i ryzyka płynności charakterystycznego dla aktywów kwalifikowanych, faktyczne wykorzystanie aktywów kwalifikowanych przez strony transakcji oraz rozwój instrumentów finansowych. Zostały one ogłoszone 4 września 2008 r. i zaczęły obowiązywać od 1 lutego 2009 r.

W kontekście tych udoskonaleń, obniżenie wyceny papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami oraz niezabezpieczonych obligacji bankowych zostało poddane weryfikacji. Ponadto, dokonano rozszerzenia zakazu składania zabezpieczeń udzielonych lub gwarantowanych przez podmioty blisko powiązane ze stroną składającą zabezpieczenie o szczególne formy bliskich powiązań, jakie mogą powstać w związku z wykorzystaniem jako zabezpieczenie papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Od 1 lutego 2009 r. od oceny kredytowej papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, wydanej przez uprawnioną zewnętrzną instytucję oceny kredytowej, wymaga się większej przejrzystości.

Ponadto, Eurosystem stwarza możliwość ograniczenia lub wyłączenia wykorzystania pewnych aktywów jako zabezpieczenia operacji kredytowych – w razie zaistnienia takiej konieczności – również na poziomie poszczególnych stron transakcji dla zapewnienia adekwatnej ochrony Eurosystemu przed ryzykiem, zgodnie z Art. 18.1 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

## 1.2 DZIAŁALNOŚĆ DEWIZOWA

W 2008 r. Eurosystem nie interweniował na rynku walutowym w związku z polityką pieniężną. Transakcje walutowe EBC były związane wyłącznie z działalnością inwestycyjną. Ponadto EBC nie przeprowadził żadnych operacji walutowych w walutach uczestniczących w systemie ERM II. Stała umowa pomiędzy EBC a MFW mająca na celu ułatwienie realizacji transakcji za pomocą specjalnych praw ciągnięcia (SDR) przez MFW w imieniu EBC z innymi posiadaczami SDR była wykorzystywana w 2008 r. w 17 przypadkach.

W kontekście postępującej zmienności na rynku finansowym w 2008 r. Eurosystem zrealizował także 73 operacje w ramach aukcji (ang. *Term Auction Facility*) zorganizowanej przez System Rezerwy Federalnej (57 transakcji zwrotnego zakupu z zabezpieczeniem kwalifikowanym i 16 walutowych transakcji swapowych EUR/USD) zapewniając kontrahentom Eurosystemu płynność w dolarach amerykańskich, oraz 15 operacji zapewniających franki szwajcarskie we współpracy ze Szwajcarskim Bankiem Centralnym (więcej szczegółów - zob. Ramka 10).

## 1.3 DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA

Działalność inwestycyjna EBC jest zorganizowana w sposób mający na celu zapewnienie, że niedostępne publicznie informacje o posunięciach banku centralnego w dziedzinie polityki pieniężnej nie zostaną wykorzystane przy podej-

1 Więcej informacji w komunikacie prasowym z 5 marca 2009 r.

mowaniu decyzji inwestycyjnych. Jednostki EBC odpowiedzialne za działalność inwestycyjną oddziela od innych jednostek banku zbiór zasad i procedur zwany „chińskim murem”.

#### ZARZĄDZANIE REZERWAMI WALUTOWYMI

Portfel rezerw walutowych EBC został pierwotnie stworzony w wyniku transferów rezerw walutowych z krajowych banków centralnych strefy euro. Z upływem czasu struktura portfela uwzględniała zmiany w wartości rynkowej zainwestowanych aktywów oraz przeprowadzane przez EBC operacje walutowe i w złocie. Podstawowym celem rezerw walutowych EBC jest zapewnienie, by w razie konieczności, Eurosystem posiadał wystarczającą ilość płynnych środków na operacje polityki walutowej, w których wykorzystywane są waluty państw nienależących do UE. Cele, którymi kieruje się EBC przy zarządzaniu rezerwami walutowymi to (w kolejności odpowiadającej ich ważności): płynność, bezpieczeństwo i stopa zwrotu.

W skład portfela rezerw walutowych EBC wchodzi dolary amerykańskie, jeny japońskie, złoto i SDR. Rezerwy w dolarach amerykańskich i japońskich jenach są aktywnie zarządzane przez EBC oraz krajowe banki centralne strefy euro jako podmioty działające w imieniu EBC. Od stycznia 2006 r. funkcjonuje „model specjalizacji walutowej” prowadzący do zwiększenia wydajności operacji inwestycyjnych w ramach Eurosystemu. W ramach tego programu na każdy krajowy bank centralny przypada udział w portfelu w dolarach amerykańskich lub jenach japońskich, przy czym oba portfele są zarządzane przez dwa krajowe banki centralne<sup>2</sup>. W 2008 r. wprowadzono dwa porozumienia umożliwiające niektórym krajowym bankom centralnym połączenie działań operacyjnych dla zarządzania ich udziałami w rezerwach walutowych EBC: od stycznia 2008 r. bank centralny cypru połączył portfel z bankiem Grecji, a bank centralny Malty – z Central Bank and Financial Services Authority of Ireland. Od stycznia 2009 r. Narodna banka Slovenska zarządza portfelem w dolarach amerykańskich jako pośrednik EBC.

W 2008 r. EBC przeprowadził transakcje sprzedaży ok. 30 ton złota. Ta sprzedaż została przeprowadzona zgodnie z Umową banków centralnych o złocie (ang. *Central Bank Gold Agreement*) z 27 września 2004 r., której stroną jest EBC. Przychody z tytułu sprzedaży złota zwiększyły stan portfela w dolarach amerykańskich.

Wartość netto rezerw walutowych EBC<sup>3</sup> według aktualnego kursu walutowego i cen rynkowych wzrosła z 42,8 mld euro na koniec 2007 r. do 49,5 mld euro na koniec 2008 r., z czego 38,5 mld euro było wyrażone w walutach obcych – jenach japońskich i dolarach amerykańskich – oraz 11 mld euro w złocie i SDR. Stosując kurs walutowy obowiązujący na koniec 2008 r. aktywa denominowane w dolarach amerykańskich stanowiły 77,5% rezerw walutowych, podczas gdy aktywa denominowane w jenach - 22,5%. Wzrost wartości portfela w walutach obcych o 19,9% odzwierciedla przede wszystkim zyski kapitałowe oraz przychody odsetkowe wygenerowane przez działania związane z zarządzaniem portfelem, przede wszystkim dotyczące inwestycji denominowanych w dolarach amerykańskich. Aprecjacja jena japońskiego (o 30,8%) i dolara amerykańskiego (o 5,8%) w stosunku do euro także przyczyniła się do wzrostu wartości portfela walutowego. Rezerwy walutowe EBC wzrosły także w wyniku zainwestowania przychodów ze sprzedaży złota, o czym wspomniano powyżej. Wartość udziałów w złocie i SDR wzrosła w 2008 r. o ok. 2,6% pomimo sprzedaży 30 ton złota w ciągu roku. Wzrost ten był spowodowany przede wszystkim aprecjacją złota w 2008 r. o ok. 9,4%, mierzoną w euro. Nie zanotowano strat związanych z niewywiązaniem się ze zobo-

2 Więcej informacji dostępnych jest w artykule *Portfolio management at the ECB* opublikowanym w kwietniowym (2006 r.) wydaniu „Biuletynu Miesięcznego” EBC.

3 Aktywa netto rezerw walutowych są obliczane jako oficjalne aktywa rezerw walutowych pomniejszone o bieżącą wartość rynkową netto pozycji swapów walutowych, powiększone o depozyty w walutach obcych od rezydentów, pomniejszone o przyszłe wstępnie ustalone wypłaty z tytułu udziałów w walutach obcych w związku z transakcjami odkupu i transakcjami typu *forward*. Więcej informacji na temat źródeł danych dostępnych jest na stronie [www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/index.en.html)

wiązań przez strony przeprowadzających transakcje inwestycyjne.

W 2008 r. lista instrumentów kwalifikowanych, w które można inwestować rezerwy walutowe EBC pozostała bez zmian. Swapy na stopy procentowe, wprowadzone pod koniec 2007 r., były regularnie wykorzystywane w 2008 r. Prace przygotowawcze w zakresie stworzenia automatycznego programu udzielania pożyczek w papierach wartościowych (ang. automatic securities lending programme – ASLP) dla aktywów EBC w dolarach amerykańskich zostały zakończone w 2008 r. Przewiduje się, że program zostanie uruchomiony na początku 2009 r., przy czym będzie to zależę od warunków rynkowych.

#### **ZARZĄDZANIE FUNDUSZAMI WŁASNYMI**

Portfel funduszy własnych EBC składa się z opłaconej części subskrybowanego kapitału EBC oraz z kwot okresowo wchodzących w skład ogólnego funduszu rezerwowego i rezerwy na wypadek ryzyka kursowego, ryzyka stóp procentowych i ryzyka zmiany cen złota. Portfel ten ma na celu wygenerowanie przychodów na pokrycie kosztów operacyjnych. Zarządzanie tym portfelem ma na celu maksymalizację oczekiwanych przychodów, z zastrzeżeniem ograniczenia strat na pewnym poziomie zaufania. Portfel jest inwestowany w aktywa o stałym oprocentowaniu denominowane w euro.

Wartość portfela według aktualnych cen rynkowych wzrosła z 9,3 mld euro na koniec 2007 r. do 10,2 mld euro na koniec 2008 r. Wzrost wartości rynkowej wynikał z inwestycji w portfel funduszy własnych rezerwy na wypadek ryzyka kursowego, ryzyka stopy procentowej oraz ryzyka zmiany cen złota utworzonej przez EBC w 2005 r., jak również z zysków z inwestycji oraz wkładów kapitałowych wniesionych przez Bank Centralny Cypru i Bank Centralny Malty w kapitał i rezerwy EBC po przyjęciu euro przez Cypr i Maltę.

W 2008 r. lista kwalifikowanych emitentów obligacji zabezpieczonych oraz uprzywilejo-

wanych obligacji niezabezpieczonych została nieznacznie poszerzona. Nie zanotowano strat związanych z niewywiązaniem się ze zobowiązań przez strony przeprowadzające transakcje inwestycyjne.

#### **KWESTIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM**

Ryzyka finansowe, na jakie narażony jest EBC prowadząc działalność inwestycyjną są uważane monitorowane i mierzone w celu utrzymania ich na poziomie określonym przez organy decyzyjne EBC. W tym celu stworzono szczegółową strukturę limitów, które podlegają codziennemu monitorowaniu. Regularne raportowanie gwarantuje odpowiednie informowanie wszystkich zainteresowanych stron o poziomie tych ryzyk.

W 2008 r. EBC kontynuował rozszerzenie ram zarządzania ryzykiem dla swych operacji inwestycyjnych poprzez podnoszenie funkcjonalności posiadanych systemów informatycznych oraz dostosowywanie swej metodologii w zakresie ryzyka kredytowego. Ogólne ramy okazały się wystarczająco odporne w czasach kryzysu finansowego i nie zanotowano strat wynikających z niewywiązania się ze zobowiązań strony transakcji lub emitenta. Ponadto, w ramach wysiłków podejmowanych dla wsparcia rozwoju nowoczesnej metodologii dotyczącej strategicznej alokacji aktywów przez banki centralne, EBC we współpracy z Bankiem Światowym oraz Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych zorganizował we Frankfurcie 24 i 25 listopada 2008 r. pierwszą konferencję w sprawie strategicznej alokacji aktywów dla banków centralnych oraz firm zarządzających funduszami majątkowymi.

Jednym ze wskaźników wykorzystywanych do monitorowania ryzyka rynkowego jest wartość zagrożona (VaR), określająca wielkość straty w portfelu aktywów, jaka z danym prawdopodobieństwem nie zostanie przekroczona na koniec określonego okresu. Wartość tego wskaźnika zależy od serii parametrów służących do jej obliczenia, a zwłaszcza od poziomu zaufania, długości horyzontu czasowego oraz próby wykorzystanej do oceny zmienności cen aktywów. Dla przykładu, obliczenie tego

wskaźnika dla portfela inwestycyjnego EBC na 31 grudnia 2008 r., użyciu wykorzystaniem takich parametrów jak 95% poziom pewności, horyzont czasowy o długości jednego roku, oraz próba zmienności cen aktywów na przestrzeni jednego roku, daje wynik na poziomie 9 185 mln euro VaR. Obliczenie tego samego wskaźnika założeniu wykorzystaniem próby pięcioletniej zamiast jednorocznej dają wynik 5 823 mln euro wartość VaR. Większość ryzyka rynkowego wynika z ryzyka walutowego oraz ryzyka zmian cen złota. Niskie ryzyko stopy procentowej odzwierciedla fakt, że zmodyfikowane *duration* portfeli inwestycyjnych ECB pozostało w 2008 r. na stosunkowo niskim poziomie.

## 2 SYSTEMY PŁATNOŚCI I SYSTEMY ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Jednym ze statutowych zadań Eurosystemu jest działanie na rzecz płynnego funkcjonowania systemów płatności. Podstawowym sposobem jego realizacji, oprócz funkcji nadzoru (zob. rozdział 4, część 4), jest stworzenie rozwiązań zapewniających efektywność i bezpieczeństwo systemów płatności i rozrachunku. W tym celu Eurosystem stworzył Transeuropejski Zautomatyzowany Błyskawiczny System Rozrachunku Brutto w Czasie Rzeczywistym, znany pod nazwą TARGET (ang. *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*), obsługujący wysokokwotowe i pilne płatności w euro. Zdecentralizowany technicznie system pierwszej generacji – TARGET stopniowo został zastąpiony przez system drugiej generacji TARGET2, oparty na wspólnej infrastrukturze technicznej – jednolitej wspólnej platformie (ang. *Single Shared Platform* – SSP). Udostępniają ją i wspólnie prowadzą w imieniu Eurosystemu trzy banki centralne wchodzące w skład Eurosystemu – Banca d'Italia, Banque de France i Deutsche Bundesbank. W maju 2008 r. zainicjowany w listopadzie 2007 r. proces przechodzenia z systemu TARGET na TARGET2 dobiegł końca.

Zarówno Eurosystem, jak i rynek oferują wiele kanałów przekazywania zabezpieczeń, dzięki którym łatwiej można wykorzystać zabezpieczenia w obrocie transgranicznym. W 2008 r. Eurosystem, wraz z uczestnikami rynku, kontynuował prace nad pewnym rozwiązaniem dla systemu TARGET2-Securities (T2S), z myślą o obsłudze rozrachunku papierów wartościowych w pieniądzu banku centralnego za pośrednictwem wspólnej dla całej Europy platformy na podstawie zharmonizowanych procesów i procedur. W lipcu 2008 r. projekt zatwierdziła Rada Prezesów. Obecnie precyzuje się jego szczegóły techniczne. Dzięki wprowadzeniu systemu T2S krajowe i transgraniczne rozrachunki transakcji na papierach wartościowych w pieniądzu banku centralnego w strefie euro zostaną ujednoczone.

### 2.1 SYSTEM TARGET

System TARGET odgrywa ważną rolę w realizacji wspólnej polityki pieniężnej i funkcjonowaniu

rynku pieniężnego euro. System oferuje usługę rozrachunku w czasie rzeczywistym w pieniądzu banku centralnego i obejmuje swym zasięgiem znaczną część rynku. Przetwarza wysokokwotowe, pilne transakcje, jak również wiele innych płatności. System TARGET obsługuje płatności w euro pomiędzy uczestniczącymi bankami; nie obowiązuje górny ani dolny limit wartości. Przelewów takich dokonują zarówno banki w obrębie jednego państwa członkowskiego (przelewy wewnątrz państw członkowskich), jak i banki z różnych państw członkowskich (przelewy pomiędzy państwami członkowskimi).

### MIGRACJA DO SYSTEMU TARGET2

System TARGET rozpoczął realizację operacji 4 stycznia 1999 r., po wprowadzeniu euro. Początkowo w jego skład weszło 15 krajowych systemów rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (RTGS) oraz mechanizm płatności EBC (EPM). Pomimo odniesionego sukcesu system TARGET posiadał wiele wad. Wynikały one z jego niejednorodnej i zdecentralizowanej struktury technicznej. W odpowiedzi na te problemy, z myślą o zaspokojeniu potrzeb związanych z dalszym rozszerzeniem strefy euro, w październiku 2002 r. Eurosystem uruchomił projekt TARGET2.

Opracowując system TARGET2, Eurosystem zmierzał do utworzenia zoptymalizowanej wersji oryginalnego systemu TARGET, która miałaby lepiej zaspokajać potrzeby użytkowników, dostarczając im jednolity poziom obsługi oraz ujednoczoną taryfę cen i zapewniając efektywność kosztową. System TARGET2 zaprojektowano również tak, by mógł elastycznie i na bieżąco reagować na zmiany, jakie niesie przyszłość: poszerzenie strefy euro oraz przyjęcie nowych członków do Unii Europejskiej.

System TARGET2 uruchomiono 19 listopada 2007 r., kiedy pierwsza grupa krajów (Niemcy, Cypr, Łotwa, Litwa, Luksemburg, Malta, Austria i Słowenia) przeszła na jednolitą wspólną platformę. Pierwszy krok zakończył się dużym sukcesem i potwierdził efektywność platformy TARGET2. W efekcie wstępnej migracji przypadło na nią około 50% liczby



i 30% wartości wszystkich płatności realizowanych przez system TARGET.

W dniu 18 lutego 2008 r. jednolita wspólna platforma przyjęła drugą grupę migracji (Belgia, Irlandia, Hiszpania, Francja, Holandia, Portugalia i Finlandia), a 19 maja – ostatnią (Dania, Estonia, Grecja, Włochy, Polska i EBC). Dzięki uważnemu monitorowaniu pracy systemu przez banki centralne wszystkie testy zakończono z wynikiem pozytywnym i dotrzymano terminu dla wszystkich grup użytkowników. W okresie od listopada 2007 r. do maja 2008 r. przygotowano procedury dla zapewnienia skutecznej komunikacji pomiędzy grupami użytkowników z późniejszymi terminami migracji (a więc takich, którzy wciąż funkcjonowali w pierwszej generacji systemu TARGET) a grupami już przyłączonymi do SSP w ramach systemu TARGET2. Sześciomiesięczny proces migracji przebiegał nadzwyczaj płynnie i nie spowodował żadnych zakłóceń w funkcjonowaniu systemu.

#### OPERACJE W SYSTEMIE TARGET

W 2008 r. system TARGET funkcjonował płynnie. Liczba przetworzonych w nim płatności w euro stale rosła. Udział systemu w rynku ustabilizował się, przy czym na TARGET przypadało 90% ogólnej wartości płatności realizowanych w systemach płatności wysokokwotowych w euro. Średnia dzienna liczba płatności podlegających rozrachunkowi w systemie TARGET wzrosła o 1% do 369 966, natomiast średnia wartość wzrosła o 10% – do 2.667 euro. W dniu 22 grudnia 2008 r. system TARGET2 przetworzył rekordową dotychczas liczbę transakcji – 576 324. Tabela 11 przedstawia w zarysie przepływ płatności w systemie TARGET w 2008 r. w porównaniu z poprzednim rokiem.

W 2008 r. całkowita dostępność systemu TARGET, czyli stopień, w jakim użytkownicy mogli korzystać z systemów w godzinach pracy bez zakłóceń, wyniosła 99,79%. Co ciekawe, stanowi to najwyższą wartość od rozpoczęcia pracy systemu TARGET w 1999 r., a przejście na aplikację TARGET2 nie ogra-

**Tabela 11 Przepływy płatności w ramach systemu TARGET<sup>1)</sup>**

Wolumen (liczba transakcji)	2007	2008	Zmiana (%)
<b>Ogółem</b>			
Razem	93.375.701	94.711.380	
Średnia dzienna	366.179	369.966	1,03
<b>Płatności wewnątrz państw członkowskich<sup>2)</sup></b>			
Razem	72.574.446	69.212.880	
Średnia dzienna	284.606	270.363	-5,00
<b>Płatności pomiędzy państwami członkowskimi</b>			
Razem	20.801.255	25.498.500	
Średnia dzienna	81.574	99.604	22,10
<hr/>			
Wartość (miliardy EUR)	2007	2008	Zmiana (%)
<b>Ogółem</b>			
Razem	616.731	682.780	
Średnia dzienna	2.419	2.667	10,28
<b>Płatności wewnątrz państw członkowskich<sup>2)</sup></b>			
Razem	395.412	466.572	
Średnia dzienna	1.551	1.823	17,54
<b>Płatności pomiędzy państwami członkowskimi</b>			
Razem	221.319	216.208	
Średnia dzienna	868	845	-2,69

Źródło: EBC.

1) W roku 2007 było 255 dni operacyjnych, a w 2008 r. – 256.

2) Obejmuje płatności realizowane przez uczestników zdalnych.

niczyło dostępności systemu. Ponad 99,76% płatności na SSP przetworzono w ciągu pięciu minut. Od użytkowników systemu TARGET uzyskiwano bardzo pozytywną informację zwrotną odnośnie funkcjonowania systemu.

Do grudnia 2008 r. swoje rachunki RTGS w SSP systemu TARGET2 prowadziło 900 bezpośrednich użytkowników. Jest to spadek w porównaniu do 1 072 bezpośrednich użytkowników, którzy prowadzili swoje rachunki w pierwszej generacji systemu TARGET na początku migracji, a wynika on z dwóch podstawowych przyczyn. Z jednej strony, wiele instytucji kredytowych zweryfikowało swoje podejście do bezpośredniego uczestnictwa w trakcie migracji, stawiając za to na połączenie pośrednie poprzez bezpośredniego uczestnika. Z drugiej strony natomiast, system TARGET2 skutecznymi zachętami mobilizował banki do usprawnienia ich metod zarządzania płynnością w euro i skupienia jej na mniejszej liczbie rachunków RTGS. Ogólna liczba banków, jaką na całym świecie obsługuje obecnie system TARGET2

(w tym oddziały i podmioty zależne) ustabilizowała się na poziomie 52 000.

## **WSPÓŁPRACA**

### **Z UŻYTKOWNIKAMI SYSTEMU TARGET2**

Do rozwoju systemu TARGET2 w znacznym stopniu przyczyniła się ożywiona współpraca pomiędzy Eurosystemem a przyszłymi użytkownikami systemu. Pomogła w lepszym zrozumieniu potrzeb rynku. Zapewniła też, że proces migracji przebiegał bez zakłóceń i przekonała użytkowników do przyjęcia nowego rozwiązania.

Współpraca była kontynuowana po zakończeniu etapu migracji. Eurosystem utrzymuje bliskie powiązania z użytkownikami systemu TARGET2; w 2008 r. odbywały się systematyczne spotkania pomiędzy krajowymi bankami centralnymi ze strefy euro z krajowymi grupami użytkowników systemu TARGET2. Ponadto Grupa Robocza Eurosystemu ds. Systemu TARGET2 i Grupa Robocza Europejskiego Sektora Bankowego ds. Systemu TARGET na cyklicznych spotkaniach omawiały operacyjne aspekty funkcjonowania systemu TARGET2. Sprawami strategicznymi zajęła się Grupa Kontaktowa ds. Strategii Płatności w Euro (Contact Group on Euro Payments Strategy) – forum, w którym uczestniczą przedstawiciele kierownictwa wyższego szczebla banków komercyjnych i centralnych.

### **PRZYŁĄCZENIE KRAJÓW SPOZA STREFY EURO DO SYSTEMU TARGET**

Wszystkie kraje strefy euro uczestniczą w systemie TARGET, ponieważ jego użycie jest wymagane przy rozrachunku wszelkich operacji z Eurosystemem. System TARGET jest otwarty na zasadzie dobrowolności także dla państw członkowskich spoza strefy euro w celu usprawnienia rozrachunku denominowanych w euro transakcji tych krajów<sup>4</sup>. Gdy 1 stycznia 2008 r. Cypr i Malta przyjęły euro, Central Bank of Cyprus i Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta korzystały już z systemu TARGET wraz z odpowiednimi krajowymi grupami użytkowników. Kiedy 1 stycznia 2009 r. do strefy euro weszła Słowacja, system objął też Narodną bankę Slovenską.

## **NADCHODZĄCE ZMIANY**

Można się spodziewać, że co roku zostanie udostępniona nowa wersja SSP zawierająca wiele usprawnień i nowych aplikacji dla użytkowników systemu TARGET2. Zawartość tych corocznych uaktualnień zostanie dokładnie określona po przeprowadzeniu szeroko zakrojonej konsultacji w środowisku użytkowników. Pierwszą roczną aktualizację SSP udostępniono 17 listopada 2008 r. Na jej zawartość wpłynęła przede wszystkim udostępniona tego samego dnia nowa standardowa wersja systemu SWIFT. W drodze wyjątku na 2009 r. zaplanowano dwie aktualizacje. Pierwsza z nich w maju usprawni interfejs z systemami pomocniczymi, w szczególności zaś umożliwi przeprowadzanie rozrachunku pomiędzy centralnymi depozytami papierów wartościowych (CDPW). Druga aktualizacja, w listopadzie 2009 r., obejmie wiele innych optymalizacji postulowanych przez użytkowników.

## **2.2 SYSTEM TARGET2-SECURITIES**

W dalszym ciągu utrzymuje się znaczne rozdrobienie europejskiego rynku rozrachunku papierów wartościowych. Zaobserwowano jednak pewne korzystne zmiany w postaci postępującej konsolidacji i współpracy. Wielość systemów rozrachunku oznacza między innymi, że w UE koszty rozrachunku transakcji są znacznie wyższe w przypadku transakcji transgranicznych niż transakcji krajowych lub transakcji w Stanach Zjednoczonych. Jednocześnie rośnie jednak zapotrzebowanie na zintegrowaną europejską infrastrukturę rozrachunkową papierów wartościowych.

W 2006 r., mając na względzie rozwiązanie dotychczasowego rozdrobienia infrastruktury rozrachunkowej, Eurosystem przedstawił wniosek, żeby utworzyć system TARGET2-Securities (T2S). Będzie to wielowalutowa platforma rozrachunkowa, udostępniana i obsługiwana przez Eurosystem. Dzięki niej europejskie

4 W 2008 r. następujące kraje spoza strefy euro przyłączyły się do systemu TARGET: Dania, Estonia, Litwa, Łotwa i Polska.

centralne depozyty papierów wartościowych będą mogły dokonywać rozrachunku transakcji papierami wartościowymi w pieniądzu banku centralnego. W gestii uczestniczących centralnych depozytów pozostanie prawna obsługa klientów; zachowają one swoje funkcje powiernicze i notarialne. System T2S zapewni wspólną platformę wymiany wszelkich papierów wartościowych UE na euro i inne uwzględnione w niej waluty z wykorzystaniem znormalizowanych procesów i środków łączności. Ponadto, poprzez dostarczanie instrumentów, takich jak zabezpieczenia własne (ang. *autocollateralisation*) – tzn. automatyczne tworzenie zabezpieczonego kredytu śróddziennego w pieniądzu banku centralnego w sytuacji, kiedy nabywca nie dysponuje wystarczającymi środkami, żeby dokonać rozrachunku bankowego transakcji na papierach wartościowych – ciągłą optymalizację, mechanizmy recydingu i nocne sesje rozrachunkowe, system T2S istotnie ograniczy zapotrzebowanie uczestników na płynność i zmniejszy stopień ich narażenia na ryzyko finansowe. Co więcej, jeśli całość transakcji papierami wartościowymi UE poddać rozrachunkowi w pieniądzu banku centralnego na jednej wspólnej platformie, zaniknie ryzyko finansowe, jakie obecnie uczestnicy mogą ponosić przy rozrachunku pomiędzy depozytami papierów wartościowych. Innymi słowy, system T2S zwiększy wydajność zarządzania zabezpieczeniami, umożliwi użytkownikom optymalizację finansowania w całym spektrum aktywów UE oraz przyczyni się do stabilności systemu finansowego.

W grudniu 2007 r. Grupa Doradcza ds. Systemu T2S (T2S Advisory Group)<sup>5</sup> zakończyła pracę nad pierwszym projektem wymogów użytkownika systemu T2S. Opisano w nim funkcje, jakich od systemu T2S oczekują centralne depozyty papierów wartościowych i uczestnicy rynku finansowego. Europejski Bank Centralny koordynował ten proces. Odegrał także kluczową rolę w przygotowaniu projektu. W dniu 18 grudnia 2007 r. Eurosystem opublikował i poddał pod konsultacje społeczne projekt wymogów użytkownika wraz z metodologią przeprowadzania analizy wpływu regulacji na rozwój gospodarczy.

Grupa Doradcza zakończyła opracowywanie wymogów użytkownika na podstawie uwag otrzymanych w trakcie konsultacji społecznych i 23 maja 2008 r. Rada Prezesów wystosowała zaproszenie do wszystkich centralnych depozytów papierów wartościowych w Europie do przyłączenia się do inicjatywy T2S, dołączając jednocześnie wyczerpującą informację o dotychczas zrealizowanych zadaniach.

Wszystkie centralne depozyty papierów wartościowych w strefie euro wyraziły wolę – pod pewnymi warunkami – uczestniczenia w platformie T2S, kiedy zostanie ona udostępniona. Ponadto duński centralny depozyt i Danmarks Nationalbank zasygnalizowały, że pragną użytkować system T2S do prowadzenia rozrachunków transakcji na papierach wartościowych denominowanych zarówno w duńskich koronach, jak i w euro. Oprócz tego centralne depozyty Szwecji, Szwajcarii i Wielkiej Brytanii zgłosiły zamiar uczestniczenia w rozrachunkach w euro. Wobec powszechnego poparcia ze strony europejskich depozytów centralnych, 17 lipca 2008 r. Rada Prezesów oficjalnie zainicjowała projekt T2S, natomiast platforma T2S ma być gotowa najpóźniej do 2013 r. Rada Prezesów zatwierdziła także końcową wersję wymogów użytkownika, a odpowiedzialność za opracowanie techniczne i operacyjne systemu T2S spoczęła na następujących bankach: Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France i Banca d'Italia.

Następnie, zgodnie z ogólnymi zasadami zarządzania (ang. *governance framework*) dla etapu specyfikacji, powołano nową grupę doradczą, w skład której weszli w równej liczbie przedstawiciele banków centralnych, centralnych depozytów papierów wartościowych i użytkowników. Na swoim inauguracyjnym posiedzeniu w październiku 2008 r., grupa utworzyła sześć podgrup ds. organizacji strumieni pracy w systemie T2S. Dwie z nich skoncentrowały się na pracach nad ujednoczeniem „efektywności procesu” – jedna,

5 W skład Grupy Doradczej ds. Systemu T2S wchodzi przedstawiciele krajowych banków centralnych, centralnych depozytów papierów wartościowych oraz uczestnicy rynku.

a druga – „operacji na papierach wartościowych”. Zapewniono również koordynację z istniejącymi inicjatywami harmonizacyjnymi, szczególnie w zakresie prac podjętych przez Komisję Europejską (np. w ramach Eksperckiej Grupy Doradczo-Monitorującej ds. Rozliczeń i Rozrachunków – Clearing and Settlement Advisory Monitoring Expert Group oraz Grupy ds. Zgodności Prawnej – Legal Certainty Group).

Oprócz tego w 2008 r. zainicjowano proces zarządzania zmianami dostosowując je do wymogów użytkownika systemu T2S i na podstawie wymogów użytkownika wszczęto proces definiowania ogólnych warunków funkcjonalnych dla systemu T2S. EBC przy współpracy z odpowiednimi krajowymi depozytami papierów wartościowych i uczestnikami rynku doradzał i pomagał bankom centralnym spoza strefy euro przy podejmowaniu przez nie decyzji dotyczącej prowadzenia rozrachunków w systemie T2S w ich walutach. Przed końcem 2008 r. litewski centralny depozyt papierów wartościowych i Lietuvos bankas potwierdziły swój zamiar prowadzenia za pośrednictwem systemu T2S rozrachunku transakcji papierami wartościowymi zarówno w litach, jak i w euro. Ponadto centralne depozyty papierów wartościowych Bułgarii, Estonii i Rumunii zasygnalizowały, że pragną użytkować system T2S do prowadzenia rozrachunków swoich transakcji w euro. Opracowuje się także stosowne zapisy legislacyjne i treść umów pomiędzy uczestniczącymi w systemie krajowymi depozytami papierów wartościowych a Eurosystemem.

### 2.3 PROCEDURY ROZRACHUNKU ZABEZPIECZEŃ

Aktywa kwalifikowane mogą służyć jako zabezpieczenie wszystkich rodzajów operacji kredytowych Eurosystemu nie tylko na poziomie krajowym, ale również transgranicznym. Odkąd wprowadzono euro, w coraz większym stopniu wykorzystuje się zabezpieczenia w obrocie transgranicznym. Kwota zabezpieczeń transgranicznych przekazanych na rzecz Eurosystemu wzrosła z 683 mld euro w grudniu 2007 r. do 861 mld euro w tym samym miesiącu nastę-

nego roku. Na koniec 2008 r. zabezpieczenia transgraniczne stanowiły ogółem 45,0% wszystkich zabezpieczeń złożonych w Eurosystemie.

Zabezpieczenia w obrocie transgranicznym można przekazywać dwojako: poprzez system banków centralnych korespondentów (CCBM) udostępniany przez Eurosystem lub przez połączenia pomiędzy systemami rozrachunku papierów wartościowych (ang. *securities settlement systems* – SSS) krajów strefy euro spełniające określone warunki.

#### ZARZĄDZANIE ZABEZPIECZENIAMI W EUROSYSTEMIE

System banków centralnych korespondentów (CCBM) jest nadal najważniejszym kanałem transferu zabezpieczeń transgranicznych w operacjach Eurosystemu związanych z polityką pieniężną oraz kredytem śróddziennym. W 2008 r. za pomocą CCBM dostarczono do Eurosystemu 36,7% wszystkich zabezpieczeń. Wartość takich aktywów utrzymywanych w CCBM wzrosła z 558 mld euro na koniec 2007 r. do 713 mld euro na koniec 2008 r.

System CCBM został zmodyfikowany tak, żeby uwzględnić integrację nowych krajów strefy euro. W tym kontekście, kiedy Słowacja wstąpiła do strefy euro, doszło do zawarcia Umowy o CCBM (CCBM Agreement) z Narodną banką Słowacką.

Pomimo odniesionego sukcesu i istotnego wkładu w proces integracji finansowej, system CCBM posiada również pewne wady. Są one związane głównie z tym, że system został zaprojektowany jako rozwiązanie przejściowe oparte na zasadzie minimalnej harmonizacji. Wady w połączeniu z rosnącym znaczeniem zabezpieczeń transgranicznych skłoniły Radę Prezesów do podjęcia 8 marca 2007 r. decyzji o przeanalizowaniu obowiązujących procedur zarządzania zabezpieczeniami i stworzeniu nowego, opartego na jednej wspólnej platformie, systemu zarządzania zabezpieczeniami dla Eurosystemu, zwanego systemem zarządzania zabezpieczeniami przez banki centralne (Collateral Central Bank Management – CCBM2). Uczest-

nicy rynku byli również zaangażowani w proces definiowania zasad i wymogów użytkownika CCBM2, poprzez konsultacje społeczne i doraźnie organizowane spotkania. Kierując się pozytywną informacją zwrotną o inicjatywie Eurosystemu, 17 lipca 2008 r. Rada Prezesów zdecydowała się uruchomić projekt CCBM2. Odpowiedzialność w imieniu Eurosystemu za rozwój i funkcjonowanie CCBM2 spoczęła na Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i De Nederlandsche Bank. Docelowy termin wdrożenia systemu wyznaczono przed lub najpóźniej równocześnie z rozpoczęciem pracy przez T2S.

Pomimo odniesionego sukcesu i istotnego wkładu w proces integracji finansowej, system CCBM posiada również pewne wady. Są one związane głównie z tym, że system został zaprojektowany jako rozwiązanie przejściowe oparte na zasadzie minimalnej harmonizacji. Wady w połączeniu z rosnącym znaczeniem zabezpieczeń transgranicznych skłoniły Radę Prezesów do podjęcia 8 marca 2007 r. decyzji o przeanalizowaniu obowiązujących procedur zarządzania zabezpieczeniami i stworzeniu nowego, opartego na jednej wspólnej platformie, systemu zarządzania zabezpieczeniami dla Eurosystemu, zwanego systemem zarządzania zabezpieczeniami przez banki centralne. Uczestnicy rynku byli również zaangażowani w proces definiowania zasad i wymogów użytkownika CCBM2, poprzez konsultacje społeczne i doraźnie organizowane spotkania. Kierując się pozytywną informacją zwrotną o inicjatywie Eurosystemu, 17 lipca 2008 r. Rada Prezesów zdecydowała się uruchomić projekt CCBM2. Odpowiedzialność w imieniu Eurosystemu za rozwój i funkcjonowanie CCBM2 spoczęła na Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i De Nederlandsche Bank. Docelowy termin wdrożenia systemu wyznaczono przed lub najpóźniej równocześnie z rozpoczęciem pracy przez system T2S.

Celem CCBM2 jest konsolidacja wewnętrznych systemów zarządzania zabezpieczeniami Eurosystemu, by w ten sposób zoptymalizować ich efektywność. Szczególny akcent położono na

zlikwidowanie – o ile możliwe – wad aktualnych ustawień poprzez optymalizację kosztów ustanowienia zabezpieczeń oraz usprawnienie procesu zarządzania płynnością. Zakres działania systemu CCBM2 przekracza znacznie możliwości obecnego systemu CCBM. Zapewni on skuteczne metody dostarczania i przyjmowania wszelkich kwalifikowanych zabezpieczeń (papierów wartościowych i aktywów nierynkowych) wykorzystywanych zarówno na poziomie krajowym, jak i transgranicznym.

Krajowe banki centralne strefy euro będą uczestniczyć w CCBM2 na zasadzie dobrowolności w oparciu o podejście modułowe. CCBM2 obejmie kilka modułów, z których tylko jeden – system zarządzania informacjami (ang. *message router*), będzie obowiązkowy dla krajowych banków centralnych uczestniczących w CCBM2. Pozostałe moduły, faktycznie przetwarzające aktywa rynkowe i nierynkowe będą nadal traktowane jako dodatkowe. Dzięki modułowemu podejściu krajowe banki centralne z jednej strony mogą swobodnie dopasować moduły CCBM2 pod swoim kątem, a z drugiej – mogą je również przystosowywać do potrzeb rynku. CCBM2 będzie w stanie dostosować się do zmian w ogólnych zasadach zabezpieczeń i operacji Eurosystemu, a także bezproblemowo i sprawnie reagować na zmiany zachodzące na rynku.

Na obecnym etapie projektu Eurosystem na podstawie wymogów użytkownika opracowuje szczegółowe warunki dla użytkowników<sup>6</sup>. W następnych etapach CCBM2 Eurosystem nadal będzie prowadził dialog z uczestnikami rynku.

#### **KWALIFIKOWANE POŁĄCZENIA POMIĘDZY KRAJOWYMI SYSTEMAMI ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**

Krajowe systemy rozrachunku papierów wartościowych (SSS) mogą być ze sobą połączone na mocy uzgodnień umownych i operacyjnych w celu umożliwienia tranzgranicznych transfe-

<sup>6</sup> Zob. [http://www.ecb.europa.eu/press7pr/date/2008/html/pr080717\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press7pr/date/2008/html/pr080717_1.en.html).

rów kwalifikowanych papierów wartościowych pomiędzy systemami. Papiery wartościowe przekazane przez takie połączenie do innego systemu SSS można wykorzystać zgodnie z lokalnymi procedurami w taki sam sposób jak zabezpieczenia krajowe. Obecnie funkcjonuje 60 bezpośrednich i 6 pośrednich połączeń, które są dostępne dla kontrahentów, jednak aktywnie wykorzystywana jest tylko ograniczona ich liczba. Co więcej, obejmują one tylko część strefy euro. Połączenia stają się kwalifikowane dla celów operacji kredytowych Eurosystemu, jeżeli spełniają standardy użytkowania obowiązujące w Eurosystemie (zob. rozdział 4, część 4).

Wartość zabezpieczeń ustanowionych za pośrednictwem połączeń wzrosła ze 125 mld euro w grudniu 2007 r. do 148 mld euro w grudniu 2008 r., ale w porównaniu z 8,9% w 2007 r. dotyczyła tylko 8,3% wszystkich zabezpieczeń (zarówno transgranicznych, jak i krajowych) utrzymywanych w Eurosystemie w 2008 r.

## 3 BANKNOTY I MONETY

### 3.1 BANKNOTY I MONETY W OBIEGU ORAZ ICH OBSŁUGA

#### ZAPOTRZEBOWANIE NA BANKNOTY I MONETY EURO

Na koniec 2008 r. liczba banknotów euro w obiegu wyniosła 13,1 miliarda, a ich wartość 762,8 mld euro, co oznaczało wzrost ilościowy o 8,3% oraz wzrost wartości o 12,7% w porównaniu z danymi na koniec 2007 r. (12,1 miliarda banknotów o wartości 676,6 mld euro).

Po nasileniu się zaburzeń na rynku finansowym, w pierwszej połowie października 2008 r. odnotowano wysoki wzrost liczby banknotów euro w obiegu, o wartości równoważnej 35 do 40 mld euro.

W ostatnim kwartale 2008 r. szczególnie wysokie zapotrzebowanie, spowodowane w głównej mierze przez popyt spoza strefy euro, odnotowano na banknoty o nominałach 100 euro i 500 euro, w wyniku czego pod koniec roku średnia wartość banknotu w obiegu wzrosła do 58,15 euro (w porównaniu do 55,85 euro pod koniec poprzedniego roku).

Według statystyk, wartość transferów netto banknotów euro dokonywanych przez instytu-

cje kredytowe strefy euro poza strefę euro wyniosła łącznie około 96 mld euro na koniec grudnia 2008 r., co oznacza 13% całkowitej wartości banknotów euro w obiegu. Transfery te były wynikiem wzrostu zapotrzebowania ze strony rezydentów zagranicznych. Ze względu na fakt, że istnieją dodatkowe powody transferu banknotów euro poza strefę euro (turystyka czy przekazy dokonywane przez gospodarbeiterów), ocenia się, że pod względem wartości blisko 20% banknotów euro w obiegu znajduje się w posiadaniu rezydentów spoza strefy euro.

Wykresy 46 i 47 przedstawiają stały wzrost całkowitej liczby i łącznej wartości banknotów euro w obiegu, wraz z rocznymi stopami wzrostu.

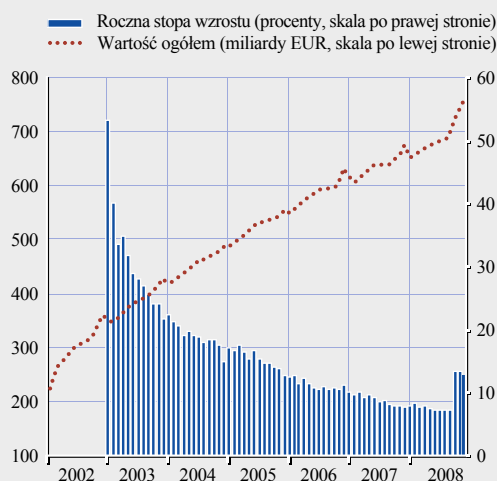
Pod względem udziału poszczególnych nominałów, największy wzrost w obiegu – o 17,1% pod koniec 2008 r. w porównaniu do poprzedniego roku – odnotowano w przypadku banknotów o nominale 500 euro, które w dużym stopniu są wykorzystywane jako środek tezauryzacji. Na kolejnych pozycjach uplasowały się banknoty o nominałach 100 euro, 50 euro i 200 euro, których udział wzrósł odpowiednio o 14,2%, 10,6% i 9,3%. Liczba banknotów o niższych nominałach w obiegu wzrosła od około 3% do 6% (zob. wykres 48).

Wykres 46 Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2008



Źródło: EBC.

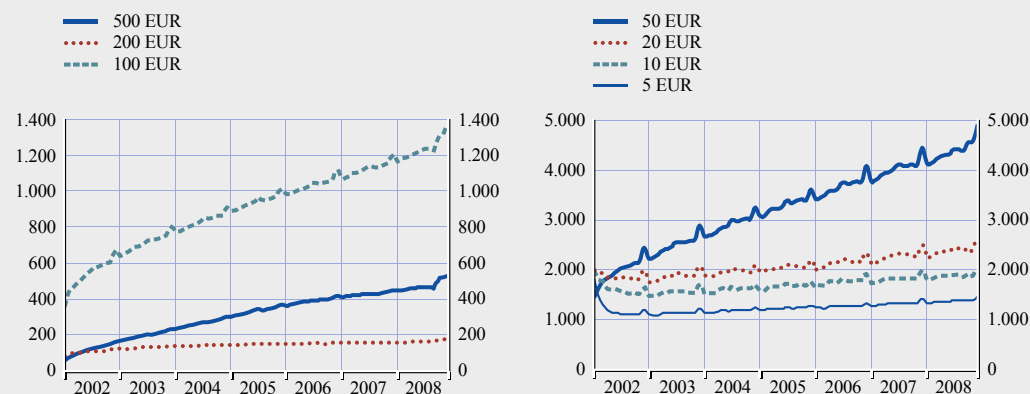
Wykres 47 Wartość banknotów euro w obiegu w latach 2002-2008



Źródło: EBC.

**Wykres 48 Liczba banknotów euro w obiegu w latach 2002-2008**

(miliony)



Źródło: EBC.

W 2008 r. łączna liczba monet euro w obiegu (tzn. wartość netto, z wyłączeniem zapasów utrzymywanych przez krajowe banki centralne) wzrosła o 7,9% do 82,3 miliarda, a ich wartość wzrosła o 5,7% do 20,4 mld euro. Największy udział w tym wzroście miały monety 1- i 2-centowe. Udział małych nominałów, monet 1-, 2- i 5-centowych, w ogólnej liczbie monet w obiegu pozostał na stabilnym poziomie 59,0%.

### **OBSŁUGA BANKNOTÓW W EUROSISTEMIE**

W 2008 r. krajowe banki centralne strefy euro wyemitowały 34,1 miliarda banknotów, a wróciło do nich 33,2 miliarda banknotów. Częstotliwość powrotu<sup>7</sup> banknotów będących w obiegu pozostała na prawie niezmiennym poziomie, tzn. 2,93. Oznacza to, że każdy banknot był sprawdzany pod względem autentyczności i możliwości ponownego wprowadzenia do obiegu przy użyciu w pełni zautomatyzowanych urządzeń sortujących krajowych banków centralnych strefy euro średnio raz na cztery miesiące.

Od 2004 r. Eurosystem przeprowadza badania ankietowe, których celem jest monitorowanie stanu banknotów euro będących w obiegu na poziomie strefy euro. W roku 2008 zaobserwowano tendencję poprawy stanu banknotów euro w obiegu. Były one bardziej jednorodne w obrębie strefy euro, co stanowi odzwiercie-

dlenie prowadzonej przez Eurosystem skoordynowanej polityki w zakresie emisji i sortowania banknotów. W 2008 r. krajowe banki centralne wymieniły około 5,6 miliarda banknotów, które uznano za nienadające się do ponownego wprowadzenia do obiegu. Współczynnik nieprzydatności<sup>8</sup>, wynoszący około 17,0%, utrzymywał się na poziomie podobnym do odnotowanego rok wcześniej.

### **3.2 FAŁSZERSTWA I PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM BANKNOTÓW**

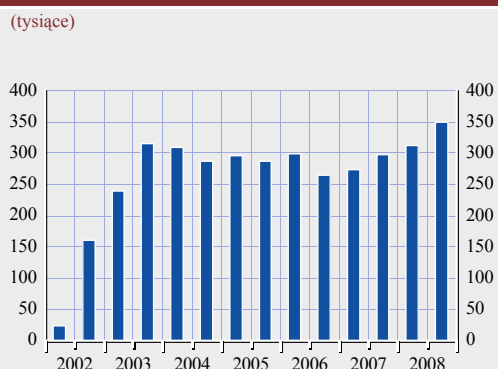
#### **FAŁSZERSTWA BANKNOTÓW EURO**

Całkowita liczba fałszywych banknotów przekazanych w 2008 r. do krajowych centrów analiz<sup>9</sup> wyniosła około 666 000<sup>10</sup>, co oznacza wzrost w porównaniu do stosunkowo stabilnego poziomu tej liczby w poprzednich latach. Jednakże liczba autentycznych banknotów w obiegu

- 7 Określana jako ogólna liczba banknotów zwróconych do krajowych banków centralnych w danym okresie, podzielona przez średnią liczbę banknotów w obiegu w tym okresie.
- 8 Określany jako liczba banknotów uznanych w danym okresie za nienadające się do ponownego wprowadzenia do obiegu, podzielona przez łączną liczbę banknotów przesortowanych w tym okresie.
- 9 Centra utworzone w każdym państwie członkowskim UE, zajmujące się wstępną analizą fałszywych banknotów euro na szczeblu krajowym.
- 10 Liczba ta podlega niewielkiej korekcie z uwagi na spóźnione raporty, zwłaszcza raporty pochodzące spoza UE.

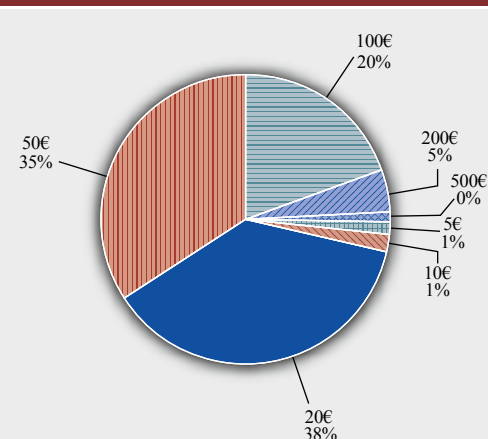


**Wykres 49 Liczba fałszywych banknotów euro wycofanych z obiegu w latach 2002-2008**



Źródło: EBC.

**Wykres 50 Fałszywe banknoty euro według nominałów**



Źródło: EBC.

Uwaga: Wartości zaokrąglono do najbliższego punktu procentowego.

również znacznie wzrosła w 2008 r. W porównaniu z liczbą autentycznych banknotów w obiegu, która pod koniec 2008 r. wyniosła 13,1 miliarda, liczbę banknotów fałszywych można uznać za rzeczywiście wyjątkowo niewielką. Prawdopodobieństwo przypadkowego otrzymania fałszywego banknotu będącego w obiegu jest zatem nadal bardzo niskie. Na wykresie 49 przedstawiono zmiany liczby fałszywych banknotów wycofanych z obiegu. Dane zbierano w odstępach półrocznych od momentu wprowadzenia banknotów euro do obiegu. W 2008 r. najczęściej fałszowano banknoty o nominałach 20 euro i 50 euro, których fałszyfikaty stanowiły około trzy czwarte ogólnej liczby fałszerstw. Na wykresie 50 przedstawiono szczegółowy podział procentowy fałszerstw według nominałów.

Euro jest walutą godną zaufania i bezpieczną: wszelkie dowody wskazują na to, że jest dobrze chronione zarówno dzięki zaawansowanym zabezpieczeniom, jak i skuteczności europejskich i krajowych organów ścigania. Zaufanie do euro nie powinno jednak prowadzić do absolutnej pewności; EBC doradza zatem użytkownikom zachowanie czujności i stosowanie testu polegającego na sprawdzaniu wypukłości wydruku dotykiem, wizualnej kontroli banknotu i obejrzeniu hologramów pod odpowiednim

kątem (ang. *feel-look-tilt test*)<sup>11</sup>. Eurosystem nie ustaje w wysiłkach na rzecz zapewnienia społeczeństwu oraz pracownikom zajmującym się obsługą gotówki rzetelnej informacji w zakresie rozpoznawania fałszywych banknotów.

#### PRZECIWDZIAŁANIE FAŁSZERSTWOM

W 2008 r. Eurosystem nadal ściśle współpracował z Europolem i Komisją Europejską (w szczególności z Europejskim Urzędem ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych – OLAF) w walce z fałszerstwami euro. Eurosystem aktywnie uczestniczy, zarówno w UE, jak i poza nią, w szkoleniu pracowników zajmujących się obsługą gotówki w zakresie rozpoznawania fałszywych banknotów i sposobów postępowania z nimi.

Eurosystem aktywnie uczestniczy w działalności Grupy Banków Centralnych ds. Powstrzymania Fałszerstw Pieniądza (Central Bank Counterfeit Deterrence Group – CBCDGD, grupa robocza 31 banków centralnych i podmiotów zajmujących się drukiem banknotów, współpracujących pod auspicjami grupy G10). Grupa wspiera finansowo badania dotyczące tech-

<sup>11</sup> Szczegółowe informacje na ten temat znajdują się pod adresem: <http://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/security/html/index.en.html>.

nik zapobiegających nielegalnemu powielaniu banknotów. Europejski Bank Centralny organizuje działalność Międzynarodowego Centrum Przeciwdziałania Fałszerstwom (International Counterfeit Deterrence Centre – ICDC), pełniąc rolę centrum technicznego dla wszystkich członków wspomnianej grupy. Jego głównym zadaniem jest zapewnienie wsparcia technicznego oraz obsługa scentralizowanego systemu komunikacji służącego wszystkim stronom uczestniczącym w procesie przeciwdziałania fałszerstwom. Centrum uruchomiło ponadto powszechnie dostępny serwis internetowy<sup>12</sup> zawierający informacje i wytyczne dotyczące powielania wizerunków banknotów, a także odwołania do stron przeznaczonych dla użytkowników z poszczególnych krajów.

### 3.3 EMISJA I PRODUKCJA BANKNOTÓW

#### USTALENIA DOTYCZĄCE PRODUKCJI BANKNOTÓW

W 2008 r. wyprodukowano ogółem 6,4 miliarda banknotów euro, w porównaniu z 6,3 miliarda w 2007 r.

Przydział produkcji banknotów euro nadal przebiegał zgodnie z przyjętym w 2002 r. scenariuszem zdecentralizowanej produkcji opartej na pulach. W ramach tego porozumienia każdy krajowy bank centralny w strefie euro odpowiada za pokrycie wyznaczonej części ogólnego zapotrzebowania na banknoty o określonych nominałach. W tabeli 12 przedstawiono przydziały produkcji w roku 2008.

#### PILOTAŻOWY PROGRAM

##### POSZERZONEGO DEPOZYTU POWIERNICZEGO

W 2008 r. pilotażowy program Poszerzonego Depozytu Powierniczego (Extended Custodial Inventory – ECI) dla banknotów euro w Azji, ustanowiony w 2007 r., z powodzeniem realizowały dwa duże banki komercyjne działające na hurtowym rynku banknotów. Extended Custodial Inventory jest magazynem gotówki utrzymanym przez bank komercyjny, który przechowuje powierzone mu znaki pieniężne. Program ECI usprawnia międzynarodową dystrybucję banknotów euro i dostarcza danych

**Tabela 12 Przydziały produkcji banknotów euro w 2008 r.**

Nominal	Liczba (miliony banknotów)	KBC zlecające produkcję
5 EUR	1.370,0	DE, ES, FR, PT
10 EUR	2.130,0	DE, GR, FR, AT
20 EUR	1.755,0	ES, FR, IE, IT, LU, NL, SI, FI
50 EUR	1.060,0	BE, DE, ES, IT, NL
100 EUR	130,0	IT
200 EUR	–	–
500 EUR	–	–
Ogółem	6.445,0	

Źródło: EBC.

statystycznych o banknotach euro będących w obiegu poza strefą euro, a także informacji o fałszerstwach wykrytych w regionie. Z uwagi na sukces programu pilotażowego Rada Prezesów podjęła w marcu 2008 r. decyzję o rozpoczęciu trzyletniego programu ECI w oparciu o doświadczenia zdobyte podczas realizacji programu pilotażowego. Po przeprowadzeniu procedury przetargowej w drodze negocjacji trzy banki działające na hurtowym rynku banknotów ubiegało się o przyznanie kontraktu na realizację trzyletniego programu ECI. Jeden z nich rozpoczął działalność w Hongkongu, a drugi w Singapurze w lutym 2009 r. Trzeci ma rozpocząć działalność związaną z realizacją programu ECI w Hongkongu w połowie tego roku. Banki te stanowią główne centra logistyczne obrotu banknotami euro w regionie Azji Wschodniej, gdzie obroty banknotami euro są najwyższe poza Europą. Deutsche Bundesbank pełni rolę partnera logistycznego i administracyjnego banków ECI. Przed upływem terminu trzech lat Eurosystem oceni, czy i gdzie program ECI powinien być nadal realizowany.

#### PLAN OSIĄGNIĘCIA WIĘKSZEJ KONWERCENCJI KRAJOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH W ZAKRESIE USŁUG GOTÓWKOWYCH

Po przyjęciu przez Radę Prezesów w 2007 r. planu działania w celu osiągnięcia większej średniookresowej konwergencji oferowanych przez krajowe banki centralne usług gotówko-

<sup>12</sup> Więcej szczegółów na ten temat można znaleźć pod adresem: na <http://www.rulesforuse.org>.

wych, Eurosystem kontynuował prace w tym zakresie w 2008 r. Większa konwergencja jest istotna ze względu na to, iż pozwoli interesariuszom – w szczególności działającym na wielką skalę w zakresie transgranicznych operacji gotówkowych – w pełni zagospodarować korzyści wynikające z przyjęcia jednolitej waluty, a także znacząco wesprze mechanizmy uczciwej konkurencji. Ze względu na różnorodność warunków gospodarczych i geograficznych Eurosystem nie przewiduje wprowadzenia uniwersalnego systemu dostaw znaków pieniężnych. Proces konwergencji wymagać będzie pewnej elastyczności wobec wymagań klientów, infrastruktury gotówkowej i przejściowych okresów dostosowawczych.

Eurosystem pracuje nad wieloma dalszymi działaniami, w tym wymianą z instytucjami kredytowymi danych elektronicznych dotyczących wpłat i wypłat gotówkowych, a także wprowadzeniem wspólnych standardów pakowania banknotów dla nieodpłatnych usług krajowych banków centralnych. Z uwagi na możliwość wystąpienia skutków o charakterze operacyjnym i kosztowym, z interesariuszami przeprowadzono konsultacje na poziomie krajowym, jak i europejskim, dotyczące w szczególności zagadnienia wspólnych standardów pakowania banknotów.

Rozwój technologii działania urządzeń do obróbki banknotów i bankomatów pozwala obecnie na odczytywanie i obróbkę banknotów bez względu na sposób, w jaki są umieszczone w urządzeniu. Z czasem, krajowe banki centralne nieodpłatnie wprowadzą te ulepszenia, jak to przewidziano w planie działania.

#### **DRUGA SERIA BANKNOTÓW EURO**

W 2005 r. EBC rozpoczął pracę nad opracowaniem nowej serii banknotów euro. Ustalone zostały funkcjonalne i techniczne wymogi dla banknotów, jak również zabezpieczenia, które mają zostać umieszczone w nowej serii banknotów. W 2008 r. prace koncentrowały się na dalszym rozwoju projektu i zabezpieczeń banknotów oraz na ich włączeniu do tego projektu. W 2008 r. rozpoczęto również przygotowywa-

nie materiałów wyjściowych, specjalnych materiałów do produkcji banknotów.

Projekt drugiej serii banknotów będzie oparty na motywie „epok historycznych i stylów Europy” i będzie zawierał najważniejsze elementy projektu pierwszej serii banknotów. Z uwagi na fakt, że proces projektowania i przygotowania materiałów wyjściowych ma charakter powtarzalny, prace będą kontynuowane w 2009 r. Ze wszystkimi zainteresowanymi podmiotami zaangażowanymi w cykl obiegu gotówki prowadzone są konsultacje i są one informowane o postępach prac w tym zakresie. Banknoty nowej serii wprowadzane będą do obiegu przez kilkanaście lat, a pierwsze nominały mają ujrzeć światło dzienne za kilka lat. Dokładna data ich emisji zostanie ustalona na późniejszym etapie. Europejski Bank Centralny będzie ze znacznym wyprzedzeniem informował opinię publiczną o szczegółach procesu wprowadzania nowych banknotów do obiegu. Krajowe banki centralne będą wymieniały banknoty euro z pierwszej serii przez czas nieograniczony.

## 4 STATYSTYKA

Europejski Bank Centralny, z pomocą krajowych banków centralnych, opracowuje, gromadzi, zestawia i udostępnia szeroki zakres statystyk, które wspomagają realizację polityki pieniężnej w strefie euro oraz realizację zadań Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). Statystyki te są również w coraz większym stopniu wykorzystywane przez rynki finansowe, media oraz społeczeństwo. Regularne dostarczanie danych statystycznych dotyczących strefy euro odbywało się w 2008 r. sprawnie i terminowo. Najważniejszym osiągnięciem EBC było przyjęcie przez Radę Prezesów udoskonalonych ram prawnych, które w znacznym stopniu wzbogacają statystyki monetarne i finansowe strefy euro, zwłaszcza dzięki większej dostępności danych dotyczących sprzedaży pożyczek i ich sekurytyzacji. Kolejną kluczową zmianę stanowi średniookresowy program prac funkcji statystycznej EBC, który ukierunkowywał będzie tworzenie statystyk ESBC w latach 2009-2012. Ponadto EBC, w ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnymi, kontynuował działania na rzecz dalszego ujednolicenia pojęć statystycznych w Europie i oceny głównych europejskich standardów statystycznych.

### 4.1 NOWE LUB ROZSZERZONE STATYSTYKI DOTYCZĄCE STREFY EURO

Ramy prawne dotyczące gromadzenia monetarnych i finansowych danych statystycznych zostały poszerzone o nowe rozporządzenie EBC dotyczące danych statystycznych w zakresie aktywów i pasywów spółek celowych (ang. *Financial Vehicle Corporations – FVCs*) zajmujących się transakcjami sekurytyzacyjnymi<sup>13</sup>. Ponadto w aktach prawnych EBC dotyczących gromadzenia statystyk MIF wniesiono poprawki w związku z wprowadzeniem nowych wymogów (np. innowacyjności finansowej) dotyczących danych statystycznych bilansów<sup>14</sup>, statystyk stóp procentowych depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także kredytów im udzielanych<sup>15</sup> oraz statystyk sekurytyzacji<sup>16</sup>. Uregulowania te odnoszą się również do dodatkowych wymogów

statystycznych mających swe źródło w zaburzeniach na rynkach finansowych, szczególnie w odniesieniu do miary sekurytyzacji syntetycznej jako środka transferu ryzyka kredytowego. Przekazywanie dodatkowych danych statystycznych ma rozpocząć się w połowie 2010 r. (dzięki czemu krajowe banki centralne i podmioty składające sprawozdania będą miały czas na wdrożenie nowych systemów sprawozdawczości), z wyjątkiem statystyk sekurytyzacji MIF i spółek celowych, które będą dostarczane od grudnia roku 2009. Zmiany w regulacjach poprzedzono kompleksową oceną korzyści płynących z tworzenia nowych statystyk oraz ich szacunkowych kosztów, zarówno po stronie podmiotów składających sprawozdania, jak i krajowych banków centralnych. Miało to na celu sprawdzenie, czy uda się sprostać najważniejszym wymogom użytkowników przy zachowaniu rozsądnego poziomu kosztów.

Rada Prezesów przyjęła również nową wersję wytycznych w sprawie statystyk monetarnych, rynkowych i instytucji finansowych, które uwzględniają poprzednie poprawki i obecnie zawierają nowe postanowienia. Dalsze udoskonalenie ram prawnych EBC polegało na wprowadzeniu poprawek do wytycznych EBC, dotyczących wymogów sprawozdawczości statystycznej w obszarze statystyki finansów publicznych (zniesienie pozostałych derogacji) oraz kwartalnych rachunków finansowych (w celu poprawy wydajności przepływu danych).

Jeśli chodzi o dane statystyczne w zakresie aktywów i zobowiązań funduszy inwestycyjnych,

- 13 Powstała już wstępna lista spółek celowych, dzięki której możliwe było rozpoczęcie prac związanych z kontrolą krzyżową innych zestawów danych, a także przeprowadzenie, w ograniczonym zakresie, wstępnej analizy bieżących zmian w tej dziedzinie.
- 14 Rozporządzenie EBC/2008/32 z dnia 19 grudnia 2008 r. dotyczące bilansu sektora monetarnych instytucji finansowych (wersja przededagowana).
- 15 Rozporządzenie zmieniające rozporządzenie EBC/2001/18 w sprawie statystyki dotyczącej stóp procentowych stosowanych przez monetarne instytucje finansowe w odniesieniu do depozytów i pożyczek dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw zostanie wkrótce opublikowane.
- 16 Rozporządzenie EBC 2008/30 z dnia 19 grudnia 2008 r. dotyczące danych statystycznych w zakresie aktywów i pasywów podmiotów sekurytyzacyjnych.

krajowe banki centralne zaczęły przekazywać EBC nowe ujednolicone dane od lutego 2009 r., a grudzień 2008 r. jest okresem referencyjnym<sup>17</sup>.

Od czerwca 2008 r. w zakładce Statistics swojego serwisu internetowego EBC publikuje więcej danych statystycznych o obiegu banknotów i monet euro (np. miesięczne dane dotyczące zaległych kwot, przepływów banknotów i monet euro w obiegu oraz dane dotyczące liczby i wartości banknotów sprawdzanych pod względem autentyczności i jakości obiegowej). W ramach wspólnego upowszechniania danych Eurosystemu publikowane są również regularnie udoskonalane, ujednolicone wskaźniki konkurencyjności państw strefy euro, oparte na wskaźnikach cen towarów i usług konsumpcyjnych deflatory PKB i jednostkowe koszty pracy. Celem ich publikacji jest stworzenie porównywalnych miar zmian konkurencyjności cenowej i kosztowej państw strefy euro spójnych ze zmianami realnych efektywnych kursów wymiany tej waluty.

Europejski Bank Centralny kontynuował proces doskonalenia statystyk związanych z krótkoterminowym europejskim papierem wartościowym (ang. *Short-Term European Paper* – STEP). Ukazują one liczbę oraz zyski z krótkoterminowych papierów dłużnych na rynku pierwotnym, emitowanych w związku z programami, którym nadano oznaczenie STEP (zob. również rozdział 3 w części 4). Szczegółowe dane dotyczące przepływów i zapasów, łącznie z zaległymi kwotami poszczególnych programów STEP, opublikowane zostaną najprawdopodobniej w pierwszej połowie 2009 r.

Opublikowano również nowe statystyki bilansów MIF, na których opiera się analiza monetarna. W następstwie poprawy dostępności danych o rachunkach finansowych EBC rozpoczął publikację statystyk sektorowych dotyczących instrumentów M3 znajdujących się w posiadaniu przedsiębiorstw, gospodarstw domowych (łącznie z instytucjami niedochodowymi obsługującymi gospodarstwa domowe), innych pośredników finansowych (łącznie z funduszami inwestycyjnymi), towarzystw

ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych. Szeregi czasowe dostępne są za okres od pierwszego kwartału roku 1999.

We wrześniu 2008 r. Rada Prezesów zatwierdziła przeprowadzenie badania ankietowego Eurosystemu na temat finansów i konsumpcji gospodarstw domowych strefy euro. Projekt ten ma na celu wypełnienie znaczących braków w dostępności danych o sytuacji finansowej segmentów sektora gospodarstw domowych poprzez uzupełnienie statystyk makroekonomicznych (np. informacji o aktywach i pasywach gospodarstw domowych w strefie euro). Przygotowywane jest również badanie ankietowe dotyczące finansów małych i średnich przedsiębiorstw. Planuje się przeprowadzenie tego badania we współpracy z Komisją Europejską. Europejski System Banków Centralnych kontynuował prace nad ulepszeniem scentralizowanej bazy danych o papierach wartościowych (ang. *Centralised Securities Database* – CSDB). Baza ta zawiera informacje referencyjne na temat poszczególnych papierów wartościowych mających znaczenie dla celów statystycznych ESBC, odgrywa również zasadniczą rolę w procesie przechodzenia na sprawozdawczość typu *security-by-security*, tj. zindywidualizowanej informacji o poszczególnych papierach wartościowych. Systemy gromadzenia danych o poszczególnych elementach mogą znacząco zmniejszyć obciążenie respondentów sprawozdawczością, poprawiając jednocześnie jakość i elastyczność statystyk strefy euro. Kilka krajowych banków centralnych wykorzystuje tę bazę do stworzenia krajowych statystyk finansowych. Trwa wprowadzanie dalszych zmian.

## 4.2 INNE ZMIANY W STATYSTYCE

Obecnie uaktualniane są dwa ogólne rozporządzenia dotyczące zbierania, opracowywania i rozpowszechniania statystyk w Europie,

<sup>17</sup> Zgodnie z rozporządzeniem EBC/2007/8 dotyczącym statystyki aktywów i zobowiązań funduszy inwestycyjnych (innych niż fundusze rynku pieniężnego).

wydane odpowiednio przez Europejski System Statystyczny (ESS – partnerstwo Eurostatu z krajowymi instytutami statystycznymi) i ESBC. Ścisła współpraca pomiędzy ESBC a ESS zaowocowała kilkoma podobnymi postanowieniami w tekstach projektów tych aktów prawnych, dotyczącymi w szczególności wymiany poufnych informacji statystycznych pomiędzy ESBC a ESS. We wrześniu 2008 r. EBC wydał rekomendację do rozporządzenia Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 2533/98 dotyczące zbierania informacji statystycznych przez EBC<sup>18</sup>.

Europejski Bank Centralny oraz Eurostat od 2007 r. regularnie publikują kwartalne zintegrowane finansowe i niefinansowe rachunki sektorowe strefy euro. W 2008 r. rozpoczęto prace nad poprawą terminowości, kompletności i spójności kompleksowych zasad rachunkowości makroekonomicznej.

Usprawniono proces rozpowszechniania statystyk poprzez publikację dodatkowych tabel na temat statystyk strefy euro oraz wszystkich innych powiązanych z nimi danych krajowych na stronach internetowych EBC i krajowych banków centralnych. Rozszerzenie dotyczyło następujących dziedzin: a) spisów MIF, b) statystyk stóp procentowych MIF, c) statystyk płatności oraz d) szczegółowych danych dotyczących inflacji HICP oraz PKB. Hurtownia danych statystycznych (ang. *Statistical Data Warehouse*) EBC staje się coraz bardziej popularnym narzędziem internetowego dostępu do statystyk strefy euro. W 2008 r. do tej bazy danych wprowadzono większą liczbę statystyk rynków finansowych, a liczba jej użytkowników podwoiła się do ok. 40 000 miesięcznie. Uruchomienie nowego interaktywnego narzędzia wizualizacji do monitorowania inflacji na stronie internetowej EBC również stanowi część lepszej strategii informacyjnej w odniesieniu do statystyk strefy euro. Szerszy zakres statystyk i wskaźników prezentowały także regularne publikacje EBC, jak np. badania rynku pieniężnego euro, raport zatytułowany *Financial Integration in Europe* oraz „Financial Stability Review”.

Publikacja kilku dokumentów w 2008 r. miała na celu podniesienie stanu wiedzy na temat statystyk EBC i ESBC, ich zarządzania i jakości. Statystyczne ramy jakościowe EBC, procedury zapewniania jakości<sup>19</sup>, uaktualniona publikacja zatytułowana *ECB statistics: an overview*<sup>20</sup> oraz publikacja materiałów z czwartej konferencji EBC poświęconej statystyce<sup>21</sup> to przykłady przejrzystości EBC w tej dziedzinie.

Europejski Bank Centralny w dalszym ciągu ściśle współpracował z Eurostatem oraz innymi organizacjami międzynarodowymi (np. w przygotowaniu wspólnego *Raportu o statusie wymogów informacyjnych w UGW* za 2008 r. oraz poprawionej wersji podręcznika *ESA95 manual on government deficit and debt*), odegrał również znaczącą rolę przy uaktualnianiu globalnych standardów statystycznych (prace nad Systemem Rachunków Narodowych 93, *IMF Balance of Payment Manual* oraz wzorcowej definicji zagranicznych inwestycji bezpośrednich OECD). Bank wspiera działania Eurostatu mające na celu przegląd Europejskiego Systemu Rachunków ESA 95, który ukierunkowuje wiele decyzji dotyczących polityki na szczeblu europejskim. EBC również wspiera i wdraża ogólnoświatowe standardy techniczne wymiany danych, a wraz z krajowymi bankami centralnymi, Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW) i Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) opracował podręcznik poświęcony statystykom papierów wartościowych. Ponadto EBC opublikował uaktualnienie *Government finance statistics guide*<sup>22</sup>.

Dnia 1 stycznia 2008 r. statystyki strefy euro dostosowano tak, aby ujmowały również Cypr i Maltę. Dzięki długotrwałym przygotowaniom tych państw, które rozpoczęły się na długo przed ich przystąpieniem do UE i prowadzone

18 [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c\\_25120081003en00010005.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_25120081003en00010005.pdf).

19 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/sqf.en.html>.

20 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstatisticsanoverview2008en.pdf>.

21 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/strategicvisionstatistics2008en.pdf>.

22 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/governmentfinancestatisticsguide200812en.pdf>.

były w ścisłej współpracy z EBC oraz innymi państwami członkowskimi, obyło się bez żadnych problemów. Tak jak w latach ubiegłych, statystyki odegrały znaczącą rolę w monitorowaniu konwergencji państw członkowskich Unii Europejskiej, które nie należą jeszcze do strefy euro. Europejski Bank Centralny, wraz z bankami centralnymi tych państw członkowskich, wspomagał prace Eurostatu, udostępniając dane statystyczne na temat długoterminowych stóp procentowych i kursu wymiany walut, jak również gromadził i zestawiał dodatkowe dane statystyczne, które uzupełniają 4 podstawowe wskaźniki konwergencji w „Raporcie o konwergencji” EBC za 2008 r. (zob. rozdział 1 części 3).

dla instytucji kredytowych. Europejski System Banków Centralnych kontynuuje również ocenę potrzeb statystycznych wynikających z zawirowań finansowych. Strategia średniookresowa wymaga zintensyfikowania współpracy pomiędzy wszystkimi zainteresowanymi stronami, tzn. departamentami ds. statystyki krajowych banków centralnych i EBC, jak również partnerami zewnętrznymi, takimi jak instytuty statystyczne, organy nadzorcze i przedstawiciele sektora finansowego.

#### **4.3 ŚREDNIOTERMINOWY PROGRAM PRAC FUNKCJI STATYSTYCZNEJ EBC (2009-2012)**

Średnioterminowy program prac funkcji statystycznej EBC (2009-2012) został opublikowany na stronie internetowej EBC<sup>23</sup> w lipcu 2008 r. Stanowi on wynik szczegółowej analizy, a celem jego jest dalszy wzrost wydajności i skuteczności gromadzenia i zestawiania statystyk strefy euro, aby przy okazji poprawy efektywności nadrobić istniejące jeszcze braki. Oczekuje się, że poprawa nastąpi m.in. dzięki: a) gromadzeniu bardziej szczegółowych statystyk stanu posiadania papierów wartościowych, b) gromadzeniu lepszej jakości danych na temat pochodnych instrumentów kredytowych, c) terminowemu tworzeniu kwartalnych statystyk dotyczących towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych oraz d) lepszemu ponownemu wykorzystaniu dostępnych danych mikroekonomicznych dla celów statystycznych. Te ostatnie obejmują dane ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw będących w posiadaniu krajowych instytucji centralnych, w których składane są sprawozdania finansowe spółek, oraz informacje z centralnych rejestrów kredytobiorców. Trwają obecnie prace, prowadzone wraz z Komitetem Europejskich Nadzorców Bankowych (KENB), których celem jest osiągnięcie – w miarę możliwości – większego stopnia pogodzenia wymogów nadzorczych i statystycznych

23 <http://www.ecb.europa.eu/stats/html/workprogramme.en.html>.

## 5 BADANIA EKONOMICZNE

Badania prowadzone przez EBC, a także w ramach całego Eurosystemu, mają przede wszystkim na celu: dostarczenie wyników badań istotnych dla opracowywania zaleceń w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej i innych zadań Eurosystemu; projektowanie i wdrażanie odpowiednich modeli i narzędzi analitycznych; optymalizowanie i wykorzystywanie modeli makroekonomicznych do opracowywania prognoz ekonomicznych oraz analizy porównawczej alternatywnych rozwiązań w zakresie prowadzonej polityki; prowadzenie dialogu ze środowiskiem naukowym, na przykład poprzez publikowanie wyników badań w czasopismach naukowych czy organizowanie konferencji naukowo-badawczych.

### 5.1 PRIORYTETY BADAŃ I ICH WYNIKI

Badania ekonomiczne prowadzone są w ramach EBC w sposób zdecentralizowany: wszystkie jednostki mogą prowadzić projekty badawcze w zależności od potrzeb i zakresu działalności. Rolę centralnego koordynatora badań odgrywa Dyrekcja Generalna ds. Badań Naukowych (Directorate General Research), która sama prowadzi również wysokiej jakości badania naukowe. Dyrekcja Generalna przewodniczy Komitetowi ds. Koordynacji Badań (Research Coordination Committee), który dostosowuje prace badawcze EBC do wymogów tej instytucji. Komitet wyznacza szerokie obszary priorytetowe na każdy kolejny rok.

Priorytetowe obszary badań wyznaczone na 2008 r. to: prognozowanie i opracowywanie modeli, doskonalenie analiz w zakresie polityki pieniężnej, zrozumienie mechanizmów transmisji impulsów polityki pieniężnej, stabilność finansowa, efektywność europejskiego systemu finansowego oraz zagadnienia fiskalne.

W zakresie prognozowania oraz opracowywania modeli w 2008 r. kontynuowano realizację kilku istniejących projektów, rozpoczęto także kilka nowych. Dla celów projekcji wprowadzono tzw. *New Area-Wide Model* (NAWM), który został wykorzystany zarówno do przygotowywania

projekcji centralnych, jak i do analizy scenariuszy. Model Christiano, Motto i Rostagno został rozwinięty i wykorzystany w ramach wielu modeli polityki skupiających się na zachowaniu rynków finansowych. Oba modele są przykładami strukturalno-dynamicznych stochastycznych modeli równowagi ogólnej (DSGE), które są coraz częściej wykorzystywane przez banki centralne przy tworzeniu ich polityki. Dla badania konkretnych zagadnień polityki, w banku opracowano również inne modele DSGE. Prace nad narzędziami prognozowania krótkoterminowego zapoczątkowane w latach 2006-2007 przyniosły efekty w roku 2008, gdy narzędzia te zostały wprowadzone do prac związanych z regularnie prowadzoną oceną ekonomiczną i prac nad tworzeniem polityki. Badania istniejących i nowych narzędzi prognostycznych kontynuowane będą również w 2009 r.

W 2008 r. wprowadzono nową metodę tworzenia zakresów projekcji. Została ona użyta w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC i Eurosystemu opublikowanych we wrześniu i w grudniu. Kwestia niepewności prognoz pozostanie przedmiotem zainteresowania banku również w 2009 r.

Badania analizy polityki pieniężnej koncentrowały się wokół wykorzystania metod ilościowych w analizie pieniężnej, z naciskiem na zapewnienie wysokiej jakości narzędzi analitycznych używanych do przygotowywania decyzji w zakresie prowadzonej polityki. Podczas prac skupiono się na rozwoju modeli wskaźników inflacji opartych na pieniądzu oraz na analizie popytu na pieniądz, a także na projektowaniu scenariuszy dotyczących polityki pieniężnej z perspektywy strukturalnej. W tym celu w szerokim zakresie wykorzystywano model Christiano, Motto i Rostagno. Szczególną uwagę poświęcano wykorzystaniu poszczególnych modeli strukturalnych i innych narzędzi w charakterze narzędzi do porównań krzyżowych.

W odniesieniu do mechanizmu transmisji impulsów polityki pieniężnej, Sieć Badawcza ds. Dynamiki Płac (Wage Dynamics Network – WDN), czyli grono naukowców ESBC, przed-



stawiło wyniki swoich prac podczas konferencji w czerwcu 2008 r. Grupa WDN zajmuje się badaniem cech charakterystycznych i czynników wpływających na dynamikę płac w strefie euro oraz ich relacji do cen, zarówno na poziomie zagregowanym jak i szczegółowym. Jednym z głównych osiągnięć Sieci w 2008 r. było przeprowadzone przez nią w 17 krajach badanie ankietowe dotyczące płac, kosztów pracy oraz zachowań kształtujących ceny na poziomie przedsiębiorstwa.

Badanie ankietowe przeprowadzone w całej strefie euro i poświęcone finansom i konsumpcji gospodarstw domowych (zob. rozdział 4 niniejszej części), opracowane przez sieć Eurosystemu, pozwoli zebrać szczegółowe informacje na temat szerokiego spektrum decyzji gospodarstw domowych w zakresie posiadanych przez nie nieruchomości i aktywów finansowych, zaciągania długów, podejścia do ryzyka, zatrudnienia, dochodów, emerytur, przepływów międzypokoleniowych, prezentów, konsumpcji i oszczędności. Gromadzenie danych ma rozpocząć się w kilku państwach strefy euro na początku 2009 r. Anonimowe dane szczegółowe dotyczące finansów i konsumpcji gospodarstw domowych strefy euro zostaną najprawdopodobniej w przyszłości udostępnione również środowiskom naukowym. Wyniki podobnych badań dotyczących finansów i konsumpcji gospodarstw domowych zostały zaprezentowane podczas konferencji zorganizowanej przez Centrum Studiów Finansowych (Centre for Financial Studies – CFS) i EBC we wrześniu 2008 r. Inne kwestie poddane analizie w ramach tej dziedziny badań to: obszary polityki informacyjnej banku centralnego, monitoring rynków finansowych, rynki nieruchomości mieszkaniowych, rola banków i kredytów w mechanizmach transmisji impulsów polityki pieniężnej oraz niejednorodność strefy euro postrzegana z różnych perspektyw.

Przeprowadzono także badania w zakresie stabilności finansowej oraz jej wpływu na politykę pieniężną, zwłaszcza w ramach prac przeprowadzonych na potrzeby Przeglądu Stabilności Finansowej EBC. System finansowy analizowa-

wano w dwóch wymiarach: stopnia integracji oraz rozwoju rynków kapitałowych. Analizą objęto również wzajemne oddziaływanie ryzyka rynkowego i kredytowego.

W segmencie badań nad systemami płatności i rozrachunku, EBC połączył siły z zainteresowanymi tą tematyką specjalistami z kilku banków centralnych (Bank of England, Reserve Bank of Australia, Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Chicago, Bank of Canada oraz De Nederlandsche Bank). Wspólnie z grupą naukowców stworzyli oni nieformalną sieć badawczą ds. ekonomii płatności (Payment Economics Network). Powyższa sieć promuje badania nad systemami płatności i systemami rozrachunku papierów wartościowych i wzmacnia związki pomiędzy badaniami i praktyką w tej dziedzinie. Strona internetowa sieci<sup>24</sup> podaje linki do dokumentów roboczych, dokumentów na temat polityki, zawiera szczegółowe informacje na temat odbytych i planowanych konferencji oraz projektów badawczych w tej dziedzinie.

W ramach badań związanych z problematyką międzynarodową, główne obszary zainteresowania stanowiły nierównowaga globalna, której poświęcono seminarium wysokiego szczebla zorganizowane w 2008 r., oraz międzynarodowa rola euro. W kwestii roli euro, prace skupiały się przede wszystkim na relacji pomiędzy wystawianiem faktur w walucie obcej a efektem przenoszenia zmian kursowych na ceny importu. Wyniki tych prac zostaną ujęte w raporcie zatytułowanym *Przegląd międzynarodowej roli waluty euro* (ang. *Review of the international role of the euro*). Na potrzeby tego priorytetu badawczego rozszerzono model NAWM na skalę międzynarodową.

## 5.2 POPULARYZACJA WYNIKÓW BADAŃ: PUBLIKACJE I KONFERENCJE

Tak jak w latach ubiegłych wyniki prac badawczych ekspertów EBC opublikowano w serii

24 <http://www.paymenteconomics.org>

dokumentów roboczych oraz w serii dokumentów okolicznościowych. W 2008 r. opublikowano 141 dokumentów roboczych i 22 dokumenty okolicznościowe. Pracownicy EBC sporządzili 116 dokumentów roboczych sami bądź we współpracy z innymi autorami; wiele dokumentów powstało we współpracy z ekonomistami Eurosystemu; pozostałe zostały napisane przez autorów zewnętrznych uczestniczących w konferencjach i warsztatach, pracujących w ramach sieci badawczych bądź też przebywających w EBC w ramach dłuższych projektów badawczych. Zgodnie z przyjętymi obecnie standardami, większość artykułów naukowych powinna doczekać się publikacji w wiodących niezależnych czasopiśmie naukowych. W 2008 r. pracownicy EBC opublikowali w czasopiśmie naukowych ponad 30 artykułów.

Biuletyn Naukowy (ang. *Research Bulletin*) jest regularnie wydawaną publikacją EBC popularyzującą wyniki prac badawczych tej instytucji. W 2008 r. Biuletyn poświęcony był zakłóceniom na rynku kredytowym, charakterystyce cykli koniunkturalnych w strefie euro, zasobom mieszkaniowym i konsumpcji oraz regionalnej dynamice inflacji.

Europejski Bank Centralny zorganizował lub współorganizował blisko 15 konferencji lub warsztatów poświęconych tematyce badawczej. Konferencje, które współorganizował, odbyły się z udziałem Centrum Badań Polityki Gospodarczej (Centre for Economic Policy Research – CEPR) i innych banków centralnych zarówno z Eurosystemu, jak i spoza niego. Organizowano również liczne warsztaty i seminaria, aby przybliżyć pracownikom EBC tematykę badań. Wzorem lat ubiegłych większość konferencji i warsztatów poświęconych było konkretnym priorytetowym obszarom badawczym. Programy tych spotkań jak i treść wygłoszonych referatów umieszczone są na stronie internetowej EBC.

Konferencje i warsztaty objęły szeroki wachlarz tematyczny. Siedem z nich poświęconych było tematyce finansowej, podczas dwóch – z których jedno współfinansował Federal Reserve Bank of Chicago – omawiano skutki zakłóceń

finansowych, jedno poświęcone było integracji finansowej. Pozostałe dotyczyły różnych aspektów funkcjonowania rynków pieniężnych i rynków transferów indywidualnych. Piąta konferencja „International Research Forum on Monetary Policy” (współfinansowana przez Radę Rezerwy Federalnej, Uniwersytet Georgetown i Uniwersytet we Frankfurcie), która odbyła się w czerwcu 2008 r., poświęcona była analizie kwestii związanych z polityką pieniężną. Podczas innych konferencji omawiano kwestie związane z danymi (konferencje współfinansowane przez CEPR za pośrednictwem Sieci Badawczej ds. Cyklu Koniunkturalnego w Strefie Euro), rynkami pracy oraz pierwsze dziesięć lat istnienia euro.

Dodatkową metodą popularyzacji wyników badań było zorganizowanie cyklu seminariów. Dwa z nich okazały się wyjątkowo ważne: *Joint Lunchtime Seminars* – seminaria w porze lunchu – współorganizowane przez Deutsche Bundesbank i Centrum Studiów Finansowych (ang. *Centre for Financial Studies* – CFS) oraz *Invited Speakers Seminars* (ISS) – seminaria prowadzone przez zaproszonych prelegentów. Obydwa cykle obejmują cotygodniowe seminaria, na które zaprasza się naukowców z zewnątrz, aby zaprezentowali w EBC swoje najnowsze prace. Europejski Bank Centralny organizuje także doraźnie seminaria naukowe na inne tematy.

## 6 INNE ZADANIA I DZIAŁANIA

### 6.1 PRZESTRZEGANIE ZAKAZÓW FINANSOWANIA I UPRIWILEJOWANEGO DOSTĘPU

Zgodnie z art. 237 ust. d Traktatu, EBC powierzono zadanie monitorowania 27 krajowych 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 krajowym bankom centralnym udzielania kredytów w formie debetu oraz wszelkich innych kredytów instytucjom rządowym bądź instytucjom i organom Wspólnoty, a także nabywania bezpośrednio od nich instrumentów dłużnych. Art. 102 zakazuje stosowania wszelkich środków, które nie wynikają z przesłanek ostrożnościowych, umożliwiających uprzywilejowany dostęp instytucji rządowych oraz instytucji i organów Wspólnoty do instytucji finansowych. Komisja Europejska równoległe z Radą Prezesów kontroluje przestrzeganie powyższych postanowień przez państwa członkowskie UE.

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

Zgodnie z informacją przekazaną przez 27 krajowych banków centralnych ESBC i EBC działania monitorujące prowadzone w 2008 r. potwierdziły, że we wszystkich przypadkach poza jednym zapisy art. 101 i art. 102 Traktatu oraz związane z nimi rozporządzenia Rady były w okresie sprawozdawczym zasadniczo respektowane.

De Nederlandsche Bank poinformował o udzieleniu kredytu w formie debetu w rachunku, co skutkowało niewypełnieniem przez jeden

dzień postanowień artykułów Traktatu dotyczących zakazu finansowania i zostało natychmiast skorygowane.

### 6.2 FUNKCJE DORADCZE

Art. 104 ust. 4 Traktatu stawia wymóg zasięgnięcia opinii EBC w sprawie każdego proponowanego projektu aktu wspólnotowego lub regulacji krajowych w obszarach podlegających jego kompetencji<sup>25</sup>. Obowiązek zasięgnięcia opinii EBC nie ustaje nawet w przypadku, gdy projekt ustawy ma zostać przyjęty zgodnie z procedurą „szybkiej ścieżki”. Ponadto przyjęcie zapisów prawnych w bardzo krótkim czasie po złożeniu wniosku o wydanie opinii powinno być dozwolone wyłącznie w wyjątkowych przypadkach, takich jak obecny okres zaburzeń na rynku. Wszystkie opinie wydane przez EBC są publikowane w jego serwisie internetowym.

W 2008 r. EBC wydał 92 opinie, z czego 11 w odpowiedzi na wnioski instytucji UE oraz 81 w odpowiedzi na wnioski władz krajowych. Dla porównania, w 2007 r. konsultowano 43 wnioski. Lista opinii wydanych w 2008 r. i na początku 2009 r. znajduje się w załączniku do niniejszego raportu.

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

Europejski Bank Centralny wydał opinię<sup>26</sup> na temat projektu poprawki do dyrektyw o ostrożności rozrachunku<sup>27</sup> i o zabezpieczeniach finansowych<sup>28</sup>. Zmiany dotyczą ochrony rozliczeń nocnych i systemów powiązanych na

25 Wielka Brytania jest zwolniona z obowiązku zasięgnięcia opinii, zgodnie z Protokołem w sprawie niektórych przepisów odnoszących się do Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej, załączonym do Traktatu (Dz.U. C 191 z 29.7.1992, s. 87).

26 CON/2008/37.

27 Dyrektywa 98/26/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 19 maja 1998 r. w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych (Dz.U. L 166 z 11.6.1998, s. 45).

28 Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 6 czerwca 2002 r. w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (Dz.U. L 168 z 27.6.2002, s. 43).

mocy dyrektywy o ostateczności rozrachunku w związku ze spodziewanym wzrostem interoperacyjności systemu na mocy dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz europejskiego kodeksu postępowania w zakresie rozliczeń i rozrachunków. Jeżeli chodzi o rodzaje zabezpieczeń finansowych, jakie można ustanawiać zgodnie z dyrektywą w sprawie zabezpieczeń finansowych, propozycja obejmuje również wierzycelności kredytowe kwalifikowane do wykorzystania jako zabezpieczenie operacji kredytowych banku centralnego w celu ułatwienia ich wykorzystania w UE. Europejski Bank Centralny przyjął tę propozycję z zadowoleniem i zasugerował w szczególności rozszerzenie definicji „systemu” aby: a) w sposób wyraźny uwzględnić systemy utworzone na mocy aktu prawnego EBC, b) umożliwić EBC określenie takiego systemu EBC. Bank zaproponował również, aby do zakresu dyrektywy w sprawie zabezpieczeń finansowych włączyć również wierzycelności kredytowe, zgodnie z prostą i jednolitą definicją, która nie wiąże takich wierzycelności kredytowych z kryteriami kwalifikującymi stosowanymi przez banki centralne. Zalecił także ujednoczenie pewnych elementów regulacji kolizyjnoprawnych dotyczących wierzycelności kredytowych w UE.

Do EBC zwrócono się o wydanie opinii na temat projektu dyrektywy zmieniającej dyrektywę w sprawie wymogów kapitałowych<sup>29</sup> w zakresie banków powiązanych z instytucjami centralnymi oraz pewnych pozycji kapitału własnego.

Europejski Bank Centralny zaopiniował<sup>30</sup> propozycję dyrektywy zmieniającej dyrektywę w sprawie pieniądza elektronicznego<sup>31</sup>, której celem jest otwarcie rynku emisji pieniądza elektronicznego za pośrednictwem instytucji pieniądza elektronicznego (ELMI). Europejski Bank Centralny poparł wprowadzenie zmian, lecz wyraził poważne obawy co do zmiany charakteru instytucji pieniądza elektronicznego na „instytucje finansowe”, jak stanowi zmieniona wersja dyrektywy 2006/48/WE<sup>32</sup>, ze względu na daleko idące konsekwencje dla

polityki pieniężnej. Propozycja dyrektywy jest problematyczna również z punktu widzenia nadzoru, gdyż łagodzi rygor nadzorczy instytucji pieniądza elektronicznego, rozszerzając jednocześnie zakres ich działalności.

Jeżeli chodzi o proces Lamfalussy’ego<sup>33</sup> jako części procesu wyjaśniania i rozszerzania zakresu zadań komitetów Lamfalussy’ego poziomu 3 (Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (CEBS), Komitetu Europejskich Organów Nadzoru ds. Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (CEIOPS) oraz Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR)), zwrócono się do EBC o wydanie opinii na temat projektu decyzji Komisji ustanawiającej CEBS, która ma zastąpić decyzję Komisji nr 2004/10<sup>34</sup>. Europejski Bank Centralny<sup>35</sup> pozytywnie zaopiniował proponowane zmiany i podkreślił, iż jego komentarze pozostają bez uszczerbku dla jego ewentualnego przyszłego udziału w szerszej debacie, dotyczącej np. grupy wysokiego szczebla, której przewodniczy Jacques de Larosière. Europejski Bank Centralny zaproponował kilka poprawek do projektu decyzji dotyczących zwłaszcza zaangażowania EBC oraz Komitetu ds. Nadzoru Bankowego w realizację niektórych zadań CEBS. Europejski Bank Centralny zalecił zagwarantowanie spójności postanowień pro-

29 Dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych składa się z Dyrektywy 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe (wersja przedredagowana) (Dz.U. L 177 z 30.6.2006, s. 1) oraz Dyrektywy 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych (wersja przedredagowana) (Dz.U. L 177 z 30.6.2006, s. 201).

30 [CON/2008/84].

31 Dyrektywa 2000/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 18 września 2000 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością (Dz.U. L 275 z 27.10.2000, s. 39).

32 Zob. art. 4 (1) i (5) Dyrektywy nr 2006/48/WE cytowanej w przypisie nr 30.

33 Aby uzyskać bardziej szczegółowe informacje zob. podrozdział 2 w części 4.

34 Decyzja Komisji nr 2004/10 z 5 listopada 2003 r. ustanawiająca Europejski Komitet Bankowy (Dz.U. L 3 z 7.1.2004, s. 36).

35 CON/2008/63.

jektu decyzji z postanowieniami statutu CEBS dotyczącymi procedur głosowania oraz zasugerował Komisji, aby uwzględniła jego uwagi do projektu decyzji dotyczących pozostałych 2 komitetów Lamfalussy'ego poziomu 3, co do których nie poproszono EBC o konsultacje.

Europejski Bank Centralny wydał także opinię<sup>36</sup> na temat propozycji rozporządzenia w zakresie płatności transgranicznych, zastępującego rozporządzenie (WE) 2560/2001<sup>37</sup>. Europejski Bank Centralny popiera wprowadzenie w projekcie rozporządzenia o transgranicznych przekazach bankowych, jednak ostrzega, że kwestie dotyczące sprawozdawczości w zakresie bilansu płatniczego będą wymagały dokładnego rozpatrzenia. W tym kontekście ważne jest spełnienie wymagań użytkowników w zakresie danych o bilansie płatniczym strefy euro i danych o krajowych bilansach płatniczych oraz zagwarantowanie terminowego wprowadzenia jednolitego obszaru płatności w euro (SEPA). Rozwój SEPA oznacza, że systemy sprawozdawczości w zakresie bilansu płatniczego oparte głównie na danych dotyczących płatności nie mogą zostać utrzymane, ponieważ są one przeznaczone dla płatności w euro wewnątrz UE. Reforma takich systemów może oznaczać zmniejszenie obowiązków sprawozdawczych banków i jednocześnie zwiększenie tych obowiązków – które powinny być zminimalizowane – w przypadku instytucji niebankowych. Powinno zostać także zagwarantowane, że dane o bilansach płatniczych nadal będą zgodne z wymogami w zakresie wysokiej wiarygodności, częstotliwości i terminowości charakteryzującymi politykę pieniężną prowadzoną przez EBC.

Europejski Bank Centralny zaopiniował<sup>38</sup> nowelizację dyrektywy w sprawie systemów gwarancji depozytów<sup>39</sup> mającą na celu podniesienie zaufania deponentów dzięki zwiększeniu minimalnej kwoty depozytów objętych gwarancją oraz obniżeniu maksymalnego dopuszczalnego opóźnienia wypłat depozytów gwarantowanych. Europejski Bank Centralny poparł realizację tych celów podkreślając jednocześnie, iż należy

utrzymać wiarygodność systemów gwarancji depozytów poprzez ustanowienie skutecznych procesów operacyjnych dla weryfikacji należności i wypłat na rzecz deponentów, zapewnienie dostępności wystarczających środków oraz podnoszenie wiedzy deponentów o warunkach ochrony depozytów. Wszelkie ustalenia w tej kwestii winny respektować zakaz finansowania zawarty w art. 101 Traktatu<sup>40</sup>. Europejski Bank Centralny ma nadzieję, że będzie uczestniczył w dalszych pracach prowadzonych w tym zakresie w 2009 r.

Władze krajowe nadal zasięgały opinii EBC w kwestiach dotyczących krajowych banków centralnych, w szczególności w sprawie nowelizacji statutów banków centralnych Belgii, Bułgarii, Czech, Niemiec, Estonii, Hiszpanii, Luksemburga, Węgier, Rumunii oraz Szwecji<sup>41</sup>. Jeżeli chodzi o proponowaną nowelizację ustawy dotyczącej Deutsche Bundesbanku, EBC stwierdził, iż państwo członkowskie nie może podważać zdolności krajowego banku centralnego do zatrudnienia i utrzymania wykwalifikowanych kadr potrzebnych do wypełnienia zadań nałożonych przez Traktat i Statut ESBC w sposób niezależny, a krajowy bank centralny nie może znaleźć się w sytuacji, gdy rząd ma wpływ na realizację jego polityki kadrowej<sup>42</sup>. Europejski Bank Centralny zwrócił uwagę, że z zadowoleniem przyjmie zmianę proponowanej nowelizacji rozszerzającą kompetencje zarządu Deutsche Bundesbanku w zakresie zatwierdzania przepisów dotyczących pracowników. W związku z proponowanymi poprawkami do statutu Banca

36 CON/2009/1.

37 Rozporządzenie (WE) nr 2560/2001 Parlamentu Europejskiego i Rady z 19 grudnia 2001 r. o transgranicznych płatnościach w euro (Dz.U. L 344 z 28.12.2001 r. s. 13).

38 CON/2008/70.

39 Dyrektywa 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 30 maja 1994 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów (Dz.U. L 135 z 31.5.1994, s. 5).

40 Interpretacja zgodna z rozporządzeniem Rady (WE) nr 3603/93 z 13 grudnia 1993 r. określającym definicje w celu zastosowania zakazów określonych w art. 104 i 104b ust. 1 Traktatu (Dz.U. L 332 z 31.12.1993, s. 1).

41 CON/2008/33, CON/2008/73, CON/2008/2, CON/2008/21, CON/2008/9, CON/2008/14, CON/2008/82 [MT], CON/2008/17, CON/2008/83, CON/2008/31, CON/2008/4 oraz CON/2008/34.

42 CON/2008/9.

Națională a României EBC stwierdził, iż ich wprowadzenie w znacznym stopniu ograniczyłoby niezależność banku centralnego, szczególnie ze względu na wymóg zatwierdzenia raportu rocznego tego banku przez parlament oraz możliwość ponoszenia osobistej odpowiedzialności przez pracowników banku za jego straty<sup>43</sup>. Opinia EBC na temat niezależności finansowej Sveriges Riksbanku w kontekście struktury kapitałowej i podziału zysków podkreśla, że Szwecja była zobowiązana do wprowadzenia w życie niezbędnych zmian przed ustanowieniem ESBC 1 czerwca 1998 r., w celu zapewnienia zgodności z odpowiednimi przepisami Traktatu i Statutu ESBC dotyczącymi niezależności banku centralnego<sup>44</sup>. Ponadto EBC podkreślił, że wszelkie reformy legislacyjne powinny zmierzać do stopniowego osiągnięcia zgodności ze standardami Eurosystemu. Europejski Bank Centralny przedstawił również z własnej inicjatywy opinię na temat reformy greckiego systemu ubezpieczeń społecznych, gdyż uznał, iż proponowane regulacje mogłyby niekorzystnie wpłynąć na niezależność centralnego banku Grecji<sup>45</sup>. Fundusz emerytalny centralnego banku Grecji został włączony do państwowego funduszu emerytalnego, a bank został zobowiązany do wpłacania 23 milionów euro rocznie przez okres 15 lat. Odpowiednie przepisy prawa uzasadniałyby wzięcie pod uwagę możliwych konsekwencji dla niezależności banku centralnego, w tym również niezależności finansowej, oraz uzasadniałyby zakaz finansowania ze środków banku centralnego.

Luksemburg dwukrotnie konsultował z EBC projekt ustawy nowelizującej ramy prawne Luksemburga jako centrum finansowego oraz zmieniającej ustawę w sprawie statusu monetarnego i Banque centrale du Luxembourg<sup>46</sup>. W wydanej opinii EBC przychylnie ustosunkował się do wzmocnienia roli Banque centrale du Luxembourg w zapewnieniu stabilności finansowej oraz do stworzenia podstawy prawnej dla ewentualnego rozszerzenia awaryjnego zasilania płynnością przez bank.

Polska zasięgała opinii z EBC – w kontekście systemów płatności i rozrachunku – w sprawie

projektu ustawy nowelizującej ustawę o obrocie instrumentami finansowymi oraz inne ustawy<sup>47</sup>. Tak jak w przypadku wcześniejszych opinii, EBC zalecił wprowadzenie jasnych przepisów dotyczących kompetencji krajowego banku centralnego w dziedzinie nadzoru nad systemami płatności i rozrachunku.

Jeżeli chodzi o nadzór finansowy, Finlandia konsultowała z EBC projekt regulacji prawnej dotyczącej integracji nadzoru finansowego i ubezpieczeniowego<sup>48</sup>. Europejski Bank Centralny poparł wzmocnienie struktury nadzorczej, podkreślając jednocześnie potrzebę ochrony ustaleń budżetowych, mechanizmu refundacji, audytu i sprawozdawczości. Zgodnie z wcześniejszymi opiniami EBC stwierdził, iż współpraca i wymiana informacji pomiędzy organami nadzorczymi a bankami centralnymi jest niezbędna z punktu widzenia prowadzenia monitoringu makroostrożnościowego oraz nadzoru nad systemami płatności. Jeżeli chodzi o stabilność finansową, Polska konsultowała z EBC projekt ustawy nowelizującej ustawę o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym<sup>49</sup>. Europejski Bank Centralny ponownie przedstawił kryteria pozwalające krajowym bankom centralnym na udzielanie kredytów krajowym systemom ochrony depozytów i podkreślił znaczenie skutecznej koordynacji tych systemów.

W sytuacji globalnego kryzysu finansowego EBC wydał wiele opinii<sup>50</sup> dotyczących krajowych działań ratunkowych, na które składają się gwarancje państwowe, rekapitalizacja dotkniętych kryzysem banków, nabywanie

43 CON/2008/31.

44 CON/2008/34.

45 CON/2008/13.

46 CON/2008/17 i CON/2008/42.

47 CON/2008/20.

48 CON/2008/16.

49 CON/2008/32.

50 CON/2008/44, CON/2008/46, CON/2008/48, CON/2008/50, CON/2008/51, CON/2008/52, CON/2008/54, CON/2008/55, CON/2008/56, CON/2008/57, CON/2008/58, CON/2008/59, CON/2008/60, CON/2008/61, CON/2008/62, CON/2008/65, CON/2008/66, CON/2008/67, CON/2008/68, CON/2008/69, CON/2008/74, CON/2008/75, CON/2008/76, CON/2008/79, CON/2008/80, CON/2008/81, CON/2008/88, CON/2008/89 oraz CON/2008/92.

aktywów banków oraz systemu gwarancji depozytów. Europejski Bank Centralny podkreślił w związku z tym znaczenie skoordynowanego podejścia, zgodnego ze wspólnym planem działań przyjętym 12 października 2008 r. przez rządy lub głowy państw strefy euro oraz zgodnego z prawodawstwem wspólnotowym (zwłaszcza w zakresie zapisów o pomocy państwa) oraz podkreślił, że rola państwa jako udziałowca powinna zostać ograniczona w czasie<sup>51</sup>.

Jeżeli chodzi o wprowadzenie euro w Słowacji, kraj ten konsultował krajowego aktu prawnego w sprawie podwójnego podawania cen oraz zasad ich zaokrąglania<sup>52</sup>. Europejski Bank Centralny przypomniał o znaczeniu zasad zmiany cen i ciągłości instrumentów prawnych oraz zalecił podobnego podejścia do metodologii i praktyki zaokrąglania cen, jakie zastosowano w innych krajach.

Począwszy od 2008 r. informacje dotyczące wyraźnych i istotnych przypadków nieprzestrzegania obowiązku konsultowania z EBC projektów krajowych i wspólnotowych uregulowań prawnych zawarto również w Raporcie rocznym. Oprócz reformy greckiego systemu ubezpieczeń społecznych, w której to sprawie EBC wydał opinię z własnej inicjatywy, tak jak to opisano powyżej, w 2008 r. wystąpiło 6 przypadków niekonsultowania z EBC proponowanych krajowych aktów prawnych.

W 2 przypadkach bułgarskie i cypryjskie władze nie konsultowały z EBC przepisów prawnych tworzących podstawę do zdymisjonowania prezesa banku centralnego, które są przepisami dodatkowymi oprócz przepisów zawartych w Statucie ESBC. Bułgarska ustawa w sprawie zapobiegania i ujawniania konfliktów interesów z 16 października 2008 r. przewiduje, że brak zgodności z przepisami prawa oraz istnienie konfliktu interesów dają podstawy do zwolnienia urzędników państwowych, w tym prezesa, wiceprezesów i członków Rady zarządzającej Българска народна банка (Bułgarskiego Banku Narodowego). Ustawa cypryjska z kolei nakłada ograniczenia dotyczące niektórych rodzajów działalności gospodarczej i korzyści.

Niezastosowanie się do powyższych ograniczeń stwarza podstawy do zwolnienia prezesa Centralnego Banku Cypru. Gdyby sprawa ta została skonsultowana z EBC, ten przedstawiłby istotne uwagi krytyczne dotyczące zgodności tych przepisów z art. 14.2 Statutu ESBC.

Władze francuskie nie skonsultowały z EBC 2 zmian w projekcie ustawy o modernizacji gospodarki, które jeszcze bardziej uprościły statut Banque de France, między innymi dzięki zlikwidowaniu komitetów ds. monetarnych działających w ramach Rady Ogólnej banku i przeniesieniu na prezesa odpowiedzialności za transpozycję wytycznych EBC. Wprawdzie EBC nie miały zastrzeżeń do powyższych zmian instytucjonalnych, jednak powinny one być zostać skonsultowane, ponieważ odnoszą się do Banque de France.

Władze holenderskie nie skonsultowały z EBC ustawy zmieniającej ustawę o nadzorze finansowym. Ustawa przewiduje, że w wyjątkowych okolicznościach De Nederlandsche Bank oraz holenderski urząd nadzoru (Autoriteit Financiële Markten) mogą przyjąć tymczasowe przepisy w celu ugruntowania stabilności finansowej sektora finansowego. W piśmie do holenderskiego Ministerstwa Finansów EBC stwierdził, że projekt ustawy dotyczył krajowego banku centralnego oraz zasad odnoszących się do instytucji finansowych mających znaczny wpływ na stabilność instytucji finansowych i rynku finansowego i dlatego projekt powinien zostać skonsultowany z EBC.

Władze portugalskie nie skonsultowały z EBC 3 aktów prawnych przyjętych w związku z zaburzeniami finansowymi. Jeden z tych aktów wyznacza Banco de Portugal takie zadania, jak ocenę wniosków instytucji kredytowych dotyczących podniesienia funduszy własnych i nadzorowanie zgodności z planami rekapitalizacji. Dwa pozostałe akty prawne przewidują, że państwo występuje jako gwarant w przypadku finansowania instytucji kredytowych

51 Bardziej szczegółowe informacje można znaleźć w części 5.  
52 CON/2008/23, CON/2008/25 i CON/2008/27.

zarejestrowanych w Portugalii, zaś Banco de Portugal występuje jako jeden z organów odpowiedzialnych za analizę wniosków i monitorowanie egzekwowania gwarancji państwa. Ponieważ przyjęte akty prawne dotyczą krajowego banku centralnego i określają zasady stosujące się do instytucji finansowych mających znaczny wpływ na stabilność instytucji finansowych i rynku finansowego projekt powinien zostać skonsultowany z EBC.

Władze Rumunii nie skonsultowały z EBC projektu przepisów prawnych transponujących do prawa rumuńskiego dyrektywę 2006/43/WE w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Pomimo faktu, że sprawa ta dotyczyła transpozycji dyrektywy wspólnotowej, powinna być skonsultowana z EBC, ponieważ dotyczyła Banca Națională a României.

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

Zgodnie z art. 123 ust. 2 Traktatu oraz art. 9 rozporządzenia Rady (WE) nr 332/2002 z 18 lutego 2002 r., EBC nadal odpowiada za administrowanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek przez Wspólnotę Europejską w ramach mechanizmu średnioterminowej pomocy finansowej (ang. *medium-term financial assistance mechanism*). W 2008 r. EBC otrzymał od wierzycieli Wspólnoty środki przeznaczone na pomoc finansową i wypłacił pożyczkę Węgrom. Nierozliczone saldo operacji kredytowych ogółem przeprowadzonych przez Wspólnotę z Węgrami wyniosło na dzień 31 grudnia 2008 r. 2 mld euro (dla porównania, na koniec 2007 r. nie odnotowano nierozliczonych sald).

### **6.4 USŁUGI W RAMACH ZARZĄDZANIA REZERWAMI W EUROSISTEMIE**

W 2008 r. w dalszym ciągu oferowano kompleksowy zestaw usług w ramach ustanowionych w 2005 r. zasad zarządzania denominowa-

nymi w euro aktywami rezerwowymi klientów Eurosystemu. Pełen zestaw usług – dostępnych dla banków centralnych, władz monetarnych, instytucji rządowych zlokalizowanych poza strefą euro oraz organizacji międzynarodowych – oferują poszczególne banki centralne Eurosystemu (usługodawcy Eurosystemu) na jednolitych warunkach, zgodnych z ogólnie przyjętymi zasadami rynkowymi. EBC pełni rolę ogólnego koordynatora, który zapewnia sprawne funkcjonowanie systemu. Liczba klientów utrzymujących relacje biznesowe z Eurosystemem nie zmieniała się w 2008 r. W samych usługach nastąpił znaczny wzrost całkowitego salda gotówki i papierów wartościowych klientów, zwłaszcza w drugiej połowie roku. W 2007 r. Eurosystem przeprowadził badania ankietowe, które potwierdziły ogólne zadowolenie klientów. W związku z tym w roku 2008 Eurosystem rozpoczął prace nad dalszym rozszerzeniem zakresu swoich usług oraz nad poprawą ich jakości.





Szkolenie kasjerów w Suomen Pankki – Banku Finlandii w Helsinkach we wrześniu 2001 r.

**CZĘŚĆ 3**

**WEJŚCIE  
SŁOWACJI DO  
STREFY EURO**

## I SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA NA SŁOWACJI

8 lipca 2008 r. Rada ECOFIN wydała decyzję zezwalającą Słowacji jako szesnastemu państwu na wejście do strefy euro z dniem 1 stycznia 2009 r. Decyzję wydano na podstawie raportów o konwergencji opracowanych przez EBC i Komisję Europejską w maju 2008 r., opinii Parlamentu Europejskiego i wniosku Komisji Europejskiej oraz po przeprowadzeniu dyskusji na forum Rady Unii Europejskiej obradującej w składzie szefów państw lub rządów. Tego samego dnia Rada ECOFIN wydała rozporządzenie ustalające nieodwołalny kurs wymiany korony słowackiej na euro na 30,1260 SKK, czyli centralny kurs ERM II w dacie decyzji. W dniu ustalenia parytetu notowanie korony było bliskie tego kursu. W okresie uczestnictwa w ERM II, czyli od 28 listopada 2005 r., centralny kurs korony wobec euro dwukrotnie zrewalutowano: o 8,5% w marcu 2007 r. i o 17,6472% w maju 2008 r.

Gospodarka słowacka w ostatnich latach rozwijała się bardzo prężnie, po okresie wolnego (poniżej 2%) wzrostu pod koniec lat 90. ubiegłego wieku. Poprawie wskaźników wzrostu gospodarczego w ostatniej dekadzie sprzyjały głębokie reformy strukturalne oraz wynikające z nich znaczny napływ kapitału zagranicznego. Najwyższe tempo wzrostu realnego PKB – ponad 10% – odnotowano w 2007 r. W roku 2008 tempo to nieco osłabło i wyniosło 6,4% (zob. tabela 13). Wyniki gospodarcze Słowacji w ostatnich latach były ściśle związane ze znacznym przyrostem mocy produkcyjnych, zwłaszcza w sektorze przemysłowym. Nowe zakłady, skupione przede wszystkim w branżach motoryzacyjnej i elektronicznej, są w większości nastawione na eksport. Jeśli chodzi o otoczenie zewnętrzne, przez większą część ostatniej dekady Słowacja notowała znaczny deficyt na połączonym rachunku obrotów bieżących i kapitałowym. Jednak deficyt ten był w znacznej mierze finansowany z napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, natomiast przepływy powodujące powstanie długu odgrywały w tym zakresie rolę drugorzędną. W pierwszej połowie ostatniej dekady duże inwestycje, zwłaszcza związane z importem nowych technologii, spowodowały pewne pogorszenie salda

rachunku obrotów bieżących i kapitałowego. Zjawisko to miało jednak charakter przejściowy, gdyż znaczna poprawa możliwości eksportowych przemysłu przyczyniła się do zmniejszenia deficytu. W ostatnich pięciu latach deficyt na rachunku obrotów bieżących i kapitałowym wynosił przeciętnie 5,5% PKB.

Sytuacja inflacyjna gospodarki słowackiej w ostatniej dekadzie była dość zmienna, do czego przyczyniły się głównie zmiany cen kontrolowanych i podatków pośrednich. Po okresie wysokiej inflacji roczny wskaźnik HICP od 2004 r. stopniowo się obniżał, a najniższy poziom (1,9%) osiągnął w 2007 r. Proces ten rozpoczął się po przyjęciu przez bank centralny Słowacji (Národná banka Slovenska) strategii celu inflacyjnego. Obniżaniu inflacji towarzyszyła stopniowa aprecjacja korony słowackiej wobec euro. Następnie inflacja znów skoczyła, głównie wskutek zmian światowych cen energii i żywności. We wrześniu 2008 r. wskaźnik HICP osiągnął najwyższy poziom 4,5%. W ostatnich miesiącach 2008 r. i na początku 2009 r., wskutek znacznych obniżek cen surowców na świecie, wskaźniki inflacji zaczęły ponownie maleć. Wskaźnik HICP za cały rok 2008 wyniósł 3,9%.

Rynek pracy, pomimo znacznych zmian na lepsze, nadal cechuje znaczna sztywność strukturalna. Na początku bieżącej dekady sytuacja na rynku pracy nie uległa poprawie pomimo relatywnie silnego wzrostu gospodarczego. Ten stan rzeczy zmienił się w 2004 r. wraz z wprowadzeniem istotnych reform w zakresie podatków, świadczeń społecznych i rynku pracy, które w połączeniu ze znacznym napływem kapitału zagranicznego przyczyniły się do dynamicznego powstawania nowych miejsc pracy. Stopa bezrobocia spadła także z powodu emigracji pracowników po wejściu Słowacji do Unii Europejskiej, które nastąpiło w maju 2004 r. Pomimo odnotowanej poprawy stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie blisko 10%, do czego przyczyniła się sztywność rynku pracy. Sztywność ta była przyczyną wysokiego odsetka osób pozostających bez pracy przez długi czas, niekorzystnego profilu kwalifikacji wśród bezrobotnych oraz istotnych rozbieżności między regionalnymi rynkami pracy.

**Tabela 13 Słowacja - podstawowe wskaźniki ekonomiczne**

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wzrost realnego PKB	0,0	1,4	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4
<i>Udział we wzroście realnego PKB (w punktach procentowych)</i>										
Popyt krajowy z wyłączeniem zapasów	-6,7	-0,6	7,5	4,0	1,1	3,3	8,7	7,6	6,0	5,8
Eksport netto	6,9	0,3	-5,0	0,4	5,7	-0,8	-2,2	2,2	4,6	0,0
Inflacja HICP <sup>1)</sup>	10,5	12,3	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Przeciętne wynagrodzenie	6,9	13,3	5,8	8,7	8,2	8,4	9,7	7,7	8,8	9,0
Nominalne jednostkowe koszty pracy (cała gospodarka)	4,1	9,6	2,9	3,9	4,4	2,9	4,3	1,5	0,6	5,2
Deflator importu (towary i usługi)	0,3	14,1	6,0	1,0	1,9	2,1	1,7	3,6	1,6	3,0
Saldo na rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowym (% PKB)	-	-	-1,8	-5,3	-4,1	-5,7	-6,7	-6,3	-4,2	-4,8
Zatrudnienie ogółem	-2,5	-2,0	0,6	0,1	1,1	-0,2	1,4	2,3	2,1	2,8
Stopa bezrobocia (% siły roboczej)	16,4	18,8	19,3	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,1	9,6
Nadwyżka (+)/Deficyt (-) sektora instytucji rządowych i samorządowych	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,7	-2,3	-2,8	-3,5	-1,9	-2,3
Zadłużenie brutto sektora instytucji rządowych i samorządowych	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,4	34,2	30,4	29,4	28,8
3-miesięczna stopa procentowa (% rocznie) <sup>1)</sup>	15,7	8,6	7,8	7,8	6,2	4,7	2,9	4,3	4,3	4,2
Rentowność długoterminowych 10-letnich obligacji skarbowych (% rocznie) <sup>1)</sup>	-	-	8,0	6,9	5,0	5,0	3,5	4,4	4,5	4,7
Kurs wymiany wobec euro <sup>1),2)</sup>	44,1	42,6	43,3	42,7	41,5	40,0	38,6	37,2	33,8	31,3

Źródła: EBC i Eurostat.

1) Średnie z poszczególnych okresów.

2) SKK/EUR.

W ostatnich latach polityka fiskalna na Słowacji zaczęła bardziej sprzyjać stabilności cen. Wskaźnik deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB obniżył się z bardzo wysokiego poziomu 12,3% notowanego w 2000 r. do 2,3% w 2008 r. Procedura w sprawie nadmiernego deficytu, wszczęta wobec Słowacji w momencie jej wejścia do UE w 2004 r., została uchylona w czerwcu 2008 r. Wskaźnik długu publicznego do PKB również obniżył się w ostatnich latach, z poziomu 50,3% w 2000 r. do 28,8% w 2008 r. Jednak gdy weźmie się pod uwagę bardzo wysoki wzrost gospodarczy Słowacji w ostatnich latach, wskaźniki deficytu budżetowego należy uznać za wysokie.

W przyszłości Słowacja musi konsekwentnie utrzymywać deficyt budżetowy na poziomie poniżej 3% PKB poprzez wdrożenie wiarygodnych i trwałych rozwiązań konsolidacyjnych, które pozwolą także na realizację średniookresowego celu budżetowego.

Istotną rolę w stabilizacji gospodarki słowackiej odegrała polityka pieniężna. Na jesieni 1998 r. w ramach reżimu kursowego korony słowackiej wprowadzono od stycznia 1999 r. system kierowanego kursu płynnego z euro jako walutą referencyjną, a bank centralny Słowacji przyjął w polityce pieniężnej strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. 1 stycznia 2005 r. strategię polityki pieniężnej banku centralnego Słowacji zmieniono na „strategię celu inflacyjnego w warunkach ERM II”. Korona słowacka weszła do ERM II w dniu 28 listopada 2005 r. Początkowo kurs centralny wobec euro ustalono na 38,4550 SKK przy standardowym paśmie wahań  $\pm 15\%$ . Wraz z poprawą fundamentów makroekonomicznych nastąpiła znaczna aprecjacja korony, wskutek czego już w trakcie jej uczestnictwa w ERM II centralny parytet dwukrotnie zrewalutowano.

W ramach strategii celu inflacyjnego obowiązującej w latach 2005-2008 polityka pieniężna banku

centralnego Słowacji była ukierunkowana na utrzymanie stabilności cen. Wskutek tego narastająca presja inflacyjna, która pojawiła się pod koniec 2005 r., dała początek okresowi zacieśniania polityki pieniężnej. Bank centralny Słowacji kilkakrotnie podnosił podstawową stopę procentową, w sumie o 175 punktów bazowych; we wrześniu 2006 r. wyniosła ona 4,75%. W późniejszym okresie stabilizacja wskaźników inflacji oraz zdecydowana realizacja przez nowo wybrany rząd pierwotnego harmonogramu wprowadzenia euro pomogły przezwyciężyć ten krótki epizod niestabilności gospodarczej. Ponadto podbudowana wiara w powodzenie planów wprowadzenia euro oraz dobra sytuacja makroekonomiczna korzystnie wpłynęły na kurs korony słowackiej, która zaczęła stopniowo umacniać się względem euro. W 2007 r. bank centralny Słowacji zaczął łagodzić nastawienie polityki pieniężnej i obniżył swoją podstawową stopę procentową w dwóch cięciach o łącznie 50 punktów bazowych do wartości 4,25%. W związku ze spodziewanym wprowadzeniem euro słowacki bank centralny, w ślad za decyzjami EBC z października 2008 r., obniżył stopę repo w trzech cięciach o łącznie 175 punktów bazowych, do wartości 2,5%. Stopy rynku pieniężnego na Słowacji kształtowały się zasadniczo zgodnie z podstawową stopą banku centralnego. W ostatnich miesiącach 2008 r. z powodu nadwyżki płynności w słowackim sektorze bankowym stopy rynku pieniężnego na Słowacji były niższe niż w strefie euro. W ostatnich latach ren-

towności długoterminowych obligacji rządowych spadały, co świadczyło o dużym zaufaniu rynków do sytuacji gospodarczej Słowacji.

Od czasu wprowadzenia euro Słowacja nie będzie już odnosić korzyści z tytułu aprecjacji swojej waluty względem euro, co w przeszłości pomagało w opanowaniu inflacji. Wraz z pojawieniem się wspólnej waluty rząd Słowacji powinien postawić sobie ambitne cele we wszystkich dziedzinach polityki gospodarczej. Za najważniejszy należy uznać dążenie do dalszej, trwałej konwergencji gospodarczej. Pod tym względem szczególnie ważne jest utrzymanie niskiej inflacji. Ograniczenie presji inflacyjnej w gospodarce będzie zależec od konsekwentnej i wiarygodnej realizacji polityki budżetowej zgodnie z postanowieniami paktu stabilności i wzrostu. Pomimo aktualnego spowolnienia gospodarczego rząd powinien wystrzegać się nadmiernego deficytu budżetowego i dalej prowadzić konsolidację fiskalną, tak by jak najszybciej zrealizować swój średniookresowy cel budżetowy. Słowacja powinna także nadal działać na rzecz poprawy konkurencyjności zewnętrznej i wzmocnienia odporności gospodarczej. Konieczna jest dalsza poprawa funkcjonowania słowackiego rynku pracy, w tym działania na rzecz obniżenia wysokiego bezrobocia strukturalnego. Potrzeba także poprawy otoczenia gospodarczego, tak by przyspieszyć wzrost wydajności i utrzymać atrakcyjność kraju dla kapitału zagranicznego.

## Ramka II

### KONSEKWENCJE STATYSTYCZNE ROZSZERZENIA STREFY EURO O SŁOWACJĘ

Wejście Słowacji do strefy euro 1 stycznia 2009 r. wiąże się z koniecznością dokonania po raz czwarty korekty szeregów statystycznych dotyczących strefy euro w celu uwzględnienia jej nowego członka. Prace nad przygotowaniem statystyk dla rozszerzonej strefy euro skoordynowano w koniecznym zakresie z Komisją Europejską.

Wejście Słowacji do strefy euro oznacza, że obywatele tego kraju stali się jej rezydentami. Wpływa to na statystyki, w przypadku których dane zagregowane dla strefy euro nie są prostą sumą danych krajowych (w tym na statystyki pieniężne, bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, a także na rachunki finansowe), ponieważ należy w nich od tej pory uwzględniać transakcje pomiędzy obywatelami Słowacji a innymi rezydentami strefy euro.

Od stycznia 2009 r. Słowacja musi spełniać wszystkie wymogi statystyczne EBC, tj. dostarczać w pełni zharmonizowane i porównywalne dane krajowe<sup>1</sup>. Ponieważ przygotowania do opracowania nowych statystyk zajmują dużo czasu, bank centralny Słowacji i EBC rozpoczęły je na długo przed tym, zanim kraj ten wszedł do UE. Po przystąpieniu do ESBC słowacki bank centralny przyspieszył prace nad spełnieniem wymogów EBC w zakresie statystyki pieniężnej, bankowej, bilansu płatniczego, finansów publicznych, rachunków finansowych i innych statystyk finansowych. Ponadto musiał poczynić niezbędne przygotowania do integracji słowackich instytucji kredytowych z systemem rezerw obowiązkowych EBC oraz spełnić wymogi statystyczne w tym zakresie.

Dla podmiotów sprawozdawczych i krajowych banków centralnych pozostałych państw członkowskich strefy euro jej rozszerzenie od stycznia 2009 r. oznacza konieczność przekazywania danych o transakcjach (lub przepływach pieniężnych) i saldach dotyczących rezydentów Słowacji w ramach danych dotyczących strefy euro, a nie jako transakcji i sald wobec nierezydentów strefy euro.

Ponadto Słowacja i pozostałe kraje strefy euro musiały przedstawić dane retrospektywne w rozbiu geograficznym i sektorowym o wystarczającym poziomie szczegółowości za okres od 2004 r., kiedy to Słowacja przystąpiła do UE.

Jeśli chodzi o publikację statystyk strefy euro, EBC udostępnił użytkownikom online dwa zestawy szeregów czasowych, z których jeden zawiera dane retrospektywne dotyczące strefy euro w obecnym składzie (tj. z uwzględnieniem Słowacji) za najdłuższy możliwy okres, a drugi obejmuje dane dotyczące strefy euro na poszczególnych etapach jej tworzenia, począwszy od 11 krajów w 1999 r.

<sup>1</sup> Zestawienie wymogów statystycznych EBC można znaleźć w dokumencie pt. „ECB statistics: an overview” z kwietnia 2008 r.

## 2 PRAWNE ASPEKTY INTEGRACJI BANKU CENTRALNEGO SŁOWACJI Z EUROSYSTEMEM

Zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu Europejski Bank Centralny dokonał przeglądu statutu banku centralnego Słowacji (Národná banka Slovenska) i innych istotnych słowackich aktów prawnych pod kątem ich zgodności z art. 109 Traktatu. EBC pozytywnie ocenił zgodność ustawodawstwa słowackiego z Traktatem i ze statutem ESBC, co odnotowano w raporcie o konwergencji dotyczącym tego kraju opublikowanym w maju 2008 r.

EBC i bank centralny Słowacji przyjęły szereg aktów prawnych mających zapewnić pełną integrację tego ostatniego z Eurosystemem z dniem 1 stycznia 2009 r. W następstwie decyzji Rady ECOFIN z 8 lipca 2008 r. w sprawie uchylecia derogacji Słowacji<sup>1</sup> zmodyfikowano ramy prawne Eurosystemu. Wprowadzenie euro na Słowacji oraz integracja jej banku centralnego z Eurosystemem wymogły również zmianę niektórych słowackich aktów prawnych.

Do końca 2007 r. statut banku centralnego Słowacji dostosowano do zaleceń zawartych w raportach o konwergencji wydanych przez Europejski Bank Centralny w latach 2004 i 2006. 20 lipca 2007 r. Słowacja przedstawiła EBC do konsultacji projekt zmian statutu. EBC wydał w związku z tym opinię zawierającą propozycje pewnych modyfikacji, które zostały uwzględnione w ostatecznej wersji statutu<sup>2</sup>.

W wyniku decyzji Rady ECOFIN z 8 lipca 2008 r. wprowadzono zmiany w rozporządzeniu Rady (WE) nr 974/98, tak by umożliwić wprowadzenie euro na Słowacji<sup>3</sup>, oraz przyjęto rozporządzenie Rady (WE) nr 694/2008<sup>4</sup>, zmieniające rozporządzenie Rady (WE) nr 2866/98, w którym ustanowiono nieodwołalny stały kurs wymiany euro wobec korony słowackiej. Rada skonsultowała swoje projekty rozporządzeń z EBC, który wydał w tej sprawie opinię<sup>5</sup>. Do konsultacji z EBC przedstawiono również przepisy krajowe dotyczące wymiany pieniądza, systemów płatności i rozrachunku, zasad zaokrąglania oraz obiegu waluty na Słowacji<sup>6</sup>.

W kwestii prawnych aspektów integracji banku centralnego Słowacji z Eurosystemem EBC

przyjął niezbędne akty prawne dotyczące wpłaty pozostałej części kapitału i przekazania rezerw walutowych do EBC<sup>7</sup>. EBC dokonał ponadto przeglądu własnych ram prawnych i wprowadził niezbędne zmiany związane z uczestnictwem banku centralnego Słowacji w Eurosystemie. W ramach tych działań dokonano przeglądu słowackich przepisów wdrażających ramy prawne Eurosystemu w zakresie polityki pieniężnej i systemu TARGET2, tak by umożliwić kontrahentom ze Słowacji udział w operacjach otwartego rynku Eurosystemu od 2 stycznia 2009 r. EBC przyjął również decyzję w sprawie przepisów przejściowych dotyczących rezerw obowiązkowych po wprowadzeniu waluty euro na Słowacji<sup>8</sup>. Poza tym bank centralny Słowacji przestał być stroną porozumienia w sprawie ERM II<sup>9</sup>.

1 Decyzja Rady 2008/608/WE z dnia 8 lipca 2008 r. zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu w sprawie przyjęcia przez Słowację jednej waluty w dniu 1 stycznia 2009 r., Dz.U. L 195 z 24.7.2008, s. 24.

2 CON/2007/43.

3 Rozporządzenie Rady (WE) nr 693/2008 z dnia 8 lipca 2008 r. zmieniające rozporządzenie Rady (WE) nr 974/98 w odniesieniu do wprowadzenia euro na Słowacji, Dz.U. L 195 z 24.7.2008, s. 1.

4 Rozporządzenie Rady (WE) nr 694/2008 z dnia 8 lipca 2008 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 2866/98 w odniesieniu do kursu wymiany na euro dla Słowacji, Dz.U. L 195 z 24.7.2008, s. 3.

5 CON/2008/28.

6 CON/2008/18, CON/2008/23, CON/2008/25, CON/2008/27, CON/2008/40 i CON/2008/86.

7 Decyzja EBC/2008/33 z dnia 31 grudnia 2008 r. w sprawie opłacenia przez Národná banka Slovenska kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw i odpisów Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 83.

8 Decyzja EBC/2008/14 z dnia 28 października 2008 r. dotycząca przepisów przejściowych w zakresie stosowania stóp rezerw obowiązkowych przez EBC po wprowadzeniu waluty euro na Słowacji, Dz.U. L 319 z 29.11.2008, s. 73.

9 Porozumienie z dnia 8 grudnia 2008 r. pomiędzy EBC a krajowymi bankami centralnymi państw członkowskich spoza strefy euro zmieniające porozumienie z dnia 16 marca 2006 r. pomiędzy EBC a krajowymi bankami centralnymi państw członkowskich spoza strefy euro określające procedury operacyjne mechanizmu kursów walutowych w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej, Dz.U. C 16 z 22.1.2009, s. 10.

### 3 OPERACYJNE ASPEKTY INTEGRACJI BANKU CENTRALNEGO SŁOWACJI Z EUROSYSTEMEM

Po przyjęciu przez Radę ECOFIN decyzji z dnia 8 lipca 2008 r. w sprawie wprowadzenia 1 stycznia 2009 r. waluty euro na Słowacji EBC poczynił przygotowania techniczne mające na celu pełną integrację słowackiego banku centralnego (Národná banka Slovenska) z Eurosystemem. Zgodnie z postanowieniami Traktatu słowacki bank centralny przystąpił do Eurosystemu na dokładnie takich samych prawach i mając dokładnie takie same obowiązki jak krajowe banki centralne państw członkowskich UE, które już wcześniej wprowadziły euro.

Przygotowania techniczne objęły szeroki zakres dziedzin, w tym zwłaszcza sprawozdawczość finansową i rachunkowość, operacje polityki pieniężnej, zarządzanie rezerwami walutowymi i operacje walutowe, systemy płatności, statystykę oraz produkcję banknotów. Przygotowania operacyjne objęły kompleksowe testy instrumentów i procedur oraz systemów technicznych wykorzystywanych w realizacji polityki pieniężnej i operacji walutowych.

#### 3.1 OPERACJE POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Wraz z wprowadzeniem euro na Słowacji z dniem 1 stycznia 2009 r. wymogami Eurosystemu dotyczącymi rezerwy obowiązkowej zostało objętych 26 słowackich instytucji kredytowych, których wykaz znajduje się w serwisie internetowym EBC. Wejście Słowacji do strefy euro jedynie nieznacznie zmieniło warunki płynnościowe w Eurosystemie. Suma rezerw obowiązkowych instytucji kredytowych strefy euro wzrosła o niecałe 0,5% (740 mln euro). Czynniki autonomiczne determinujące płynność na Słowacji w okresie od 1 do 20 stycznia 2009 r. spowodowały w ujęciu netto obniżenie zapotrzebowania systemu bankowego strefy euro na płynność o średnio 7,21 mld euro. Stało się tak mimo zaliczenia do czynników autonomicznych również absorbujących płynność operacji polityki pieniężnej rozpoczętych przez bank centralny Słowacji przed wejściem do strefy euro (z terminem zapadalności między 6 a 13 stycznia 2009 r.) oraz świadcstw dłużnych z terminem zapadalności 20 stycznia. Po uwzględnieniu

tych czynników należy stwierdzić, że wejście Słowacji do strefy euro spowodowało obniżenie całkowitego zapotrzebowania sektora bankowego strefy euro na płynność o 11 mld euro, co odpowiada w przybliżeniu 1% łącznego zapotrzebowania.

Z uwagi na nadwyżkę płynności oferty kontrahentów słowackich złożone w operacjach otwartego rynku na początku 2009 roku były relatywnie niskie: 1 mln euro w ramach podstawowej operacji refinansującej rozliczonej 14 stycznia i 15 mln euro w ramach obu dłuższych operacji refinansujących (trzy- i sześciomiesięcznej) rozliczonych 8 stycznia.

W momencie wejścia do strefy euro bank centralny Słowacji przyjął także ramowe zasady Eurosystemu dotyczące zabezpieczeń i zgłosił umiejscowione na Słowacji aktywa o wartości 17,6 mld euro, kwalifikujące się do wykorzystania w operacjach kredytowych Eurosystemu na dzień 1 stycznia 2009 r.

#### 3.2 PRZEKAZANIE NA RZECZ EBC WKŁADU KAPITAŁOWEGO, REZERW I REZERWOWYCH AKTYWÓW WALUTOWYCH

Przystępując do ESBC 1 maja 2004 r., bank centralny Słowacji przekazał na pokrycie kosztów operacyjnych EBC równowartość 7% objętych przez siebie udziałów w kapitale EBC. Zgodnie z art. 49 ust. 1 statutu ESBC oraz aktami prawnymi uchwalonymi przez Radę Prezesów 31 grudnia 2008 r. bank centralny Słowacji opłacił 1 stycznia 2009 r. pozostałą część objętych przez siebie udziałów. Całkowita wartość objętych udziałów kapitałowych to 39,9 mln euro, co stanowi 0,6934% objętego kapitału EBC, wynoszącego na dzień 1 stycznia 2009 r. 5761 mld euro.

Na początku 2009 roku, na podstawie art. 30 i art. 49 ust. 1 statutu ESBC, słowacki bank centralny przekazał do EBC rezerwowe aktywa walutowe stanowiące równowartość 443,1 mln euro, proporcjonalnie do swojego udziału w objętym kapitale EBC (w tym 85% w postaci aktywów



denominowanych w dolarach amerykańskich i 15% w złocie). Bank centralny Słowacji postanowił samodzielnie prowadzić działalność operacyjną w zakresie zarządzania przypadającą mu częścią rezerwowych aktywów EBC w dolarach amerykańskich przy pomocy portfela zarządzania rezerwami dolarowymi. W następstwie przekazania EBC rezerwowych aktywów walutowych słowacki bank centralny uzyskał oprocentowaną należność od EBC, zgodnie z art. 30 ust. 3 statutu ESBC.

## 4 WYMIANA PIENIĄDZA NA SŁOWACJI

### LOGISTYKA WYMIANY PIENIĄDZA

1 stycznia 2009 r. Słowacja wprowadziła euro. Najpierw przez dwa tygodnie w obiegu znajdowały się obie waluty, a następnie euro całkowicie zastąpiło koronę słowacką.

Aby wprowadzenie do biegu banknotów i monet euro przebiegło sprawnie, w przygotowania do wymiany pieniądza zaangażowano wszystkie zainteresowane podmioty rynkowe, a przede wszystkim sektor bankowy. Zgodnie z planem krajowym wszystkie firmy i osoby prywatne otrzymały harmonogram wymiany na długo przed dniem €.

Wcześniejsze doświadczenia z wymiany pieniądza w Słowenii w 2007 r. oraz na Malcie i Cyprze w 2008 r. posłużyły Radzie Prezesów do uchwalenia nowych wytycznych EBC w sprawie niektórych przygotowań do wymiany pieniądza gotówkowego związanych z wprowadzeniem waluty euro oraz w sprawie zaopatrzenia wstępного i zaopatrzenia wtórnego w banknoty i monety euro podmiotów poza strefą euro<sup>10</sup>. Wytyczne te przewidują między innymi, że obok dotychczasowej standardowej procedury dopuszcza się wstępne rozprowadzanie gotówki euro wśród mikroprzedsiębiorstw na bardzo prostych zasadach. Stosowanie tych wytycznych jest dobrowolne i zależy od decyzji krajowego banku centralnego przystępującego do Eurosystemu.

Po tym, jak Rada ECOFIN przyjęła decyzję z dnia 8 lipca 2008 r. w sprawie wprowadzenia euro na Słowacji z dniem 1 stycznia 2009 r., bank centralny Słowacji uzyskał prawo do pożyczania banknotów od Eurosystemu w celu przygotowania się do wymiany pieniądza oraz w celu pokrycia zapotrzebowania na banknoty w 2009 r. Ze względów geograficznych i logistycznych banknoty – w liczbie 196,2 mln sztuk i o wartości nominalnej 8,3 mld euro – dostarczył w imieniu Eurosystemu bank centralny Austrii.

Emisji początkowego nakładu monet liczącego 499 mln sztuk o wartości nominalnej 165,22 mln euro, dokonała Mennica Słowacka w Kremnicy.

Wstępna dystrybucja monet euro wśród instytucji finansowych rozpoczęła się we wrześniu 2008 r., a banknotów – miesiąc później. Natomiast wtórne zaopatrzenie przedsiębiorstw zaczęło się w listopadzie 2008 r. Ponadto bank centralny Słowacji, banki komercyjne i urzędy pocztowe z dniem 1 grudnia 2008 r. udostępniły obywatelom zestawy startowe monet (każdy o wartości nominalnej 16,60 euro). Dzięki temu w transakcjach detalicznych posługiwano się odliczonymi kwotami, co ograniczyło zapotrzebowanie na drobne wydawane jako reszta zaraz po dacie rozpoczęcia wymiany pieniądza.

Dzięki zaopatrzeniu wstępnemu i wtórnemu dostawa banknotów i monet euro została rozłożona w czasie, co pozwoliło uniknąć zatorów w cyklu dystrybucyjnym. Dostarczona gotówka posłużyła przede wszystkim do przystosowania bankomatów do obsługi euro. Począwszy od 1 stycznia 2009 r. praktycznie wszystkie bankomaty wydawały banknoty euro.

W związku z wprowadzeniem euro na Słowacji banki centralne krajów strefy euro od pierwszego dnia roboczego 2009 r. do 28 lutego nieodpłatnie wymieniały banknoty korony słowackiej na euro po wartości nominalnej<sup>11</sup>. Kwota wymiany była ograniczona do 1000 euro dziennie na osobę lub transakcję. Bank centralny Słowacji będzie prowadził wymianę banknotów korony bezterminowo, a monet – do końca 2013 r.

### KAMPANIA INFORMACYJNA W ZWIĄZKU Z WPROWADZENIEM EURO

EBC ściśle współpracował z bankiem centralnym Słowacji przy organizacji kompleksowej kampanii informacyjnej w ramach przy-

10 Wytyczne EBC/2008/4 zmieniające wytyczne EBC/2006/9 w sprawie niektórych przygotowań do wymiany pieniądza gotówkowego związanych z wprowadzeniem waluty euro oraz w sprawie zaopatrzenia wstępnego i zaopatrzenia wtórnego w banknoty i monety euro podmiotów poza strefą euro (EBC/2008/4).

11 Art. 52 statutu ESBC nakłada na Radę Prezesów EBC obowiązek podjęcia koniecznych działań w celu zapewnienia dokonywania przez krajowe banki centralne strefy euro wymiany banknotów denominowanych w walutach o nieodwołalnie ustalonym kursie walutowym na euro po kursie nominalnym. W związku z tym 24 lipca 2006 r. Rada Prezesów przyjęła wytyczne w sprawie wymiany takich banknotów.

gotowań do wprowadzenia euro na Słowacji z dniem 1 stycznia 2009 r.

W swoich działaniach informacyjnych związanych z wprowadzeniem euro bank centralny Słowacji wykorzystał logo „€ nasz pieniądz”, którego wcześniejszą wersją Eurosystem posługiwał się od czasu kampanii z roku 2002.

Celem kampanii informacyjnej o euro zorganizowanej przez EBC i bank centralny Słowacji było przybliżenie zwykłym obywatelom i osobom mającym zawodowo do czynienia z gotówką wizerunków i zabezpieczeń banknotów i monet euro, a także zasad organizacji wymiany pieniądza w ich kraju.

Do opracowania zestawu narzędzi komunikacyjnych użytych w kampanii wykorzystano doświadczenia z wcześniejszych operacji wymiany pieniądza i wybrano 17 publikacji, w tym materiały do szkolenia podmiotów zajmujących się obsługą gotówki. W czwartym kwartale 2008 roku bank centralny Słowacji rozprowadził ponad 7 milionów egzemplarzy różnego rodzaju publikacji (w tym ulotki informacyjne, karty przeliczeniowe oraz inne publikacje, w czterech wersjach językowych). W grudniu 2008 roku każde gospodarstwo domowe na Słowacji otrzymało jeden egzemplarz ulotki informacyjnej i dwie karty przeliczeniowe. Na karcie przeliczeniowej w zależności od kąta patrzenia widać różne obrazy. Na przedniej stronie znajduje się lista 28 cen podanych zarówno w euro, jak i w koronach słowackich, natomiast na odwrocie przedstawiono główne zabezpieczenia banknotu 20 €.

W ramach akcji medialnych i *public relations* odbyły się m.in.: seminarium dla mediów zorganizowane przez EBC 4 września 2008 r., wystawa o banknotach i monetach euro, której otwarcie nastąpiło 21 września 2008 r. w banku centralnym Słowacji, konferencja o euro w Bratysławie 22 września 2008 r. i uroczystości państwowe 8 stycznia 2009 r.

EBC był jednym z fundatorów największego baneru wyprodukowanego na Słowacji, który

umieszczono na elewacji budynku banku centralnego Słowacji w Bratysławie. Kopie baneru w zmniejszonej skali zawieszono na budynkach wszystkich oddziałów banku centralnego w całym kraju. Ponad 100 partnerom, głównie bankom i instytucjom publicznym, udostępniono wysokiej jakości pliki z publikacjami EBC gotowymi do druku, które mogli dostosować do własnych potrzeb i wykorzystać w działaniach informacyjnych.

Po konsultacji ze stowarzyszeniami dla niewidomych EBC zaprojektował kartkę audio dla osób niewidomych i niedowidzących, na której można wysłuchać podstawowych informacji o banknotach i monetach euro zapisanych w formacie MP3.





Willem F. Duisenberg przyjmuje Nagrodę Charlemagne przyznaną walucie euro – Akwizgran, 9 maja 2002 r.

**CZĘŚĆ 4**

**STABILNOŚĆ  
FINANSOWA I  
INTEGRACJA**

# I STABILNOŚĆ FINANSOWA

Eurosystem przyczynia się do sprawnej realizacji polityki w zakresie nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi przez odpowiednie władze krajowe oraz do 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

Europejski Bank Centralny, przy współpracy z Komitetem Nadzoru Bankowego (BSC) przy ESBC, stara się zapewnić stabilność systemu finansowego<sup>1</sup>. Do jego głównych działań należy monitorowanie zagrożeń dla stabilności finansowej i ocena zdolności systemu finansowego do absorpcji wstrząsów. W centrum uwagi znajdują się banki, ponieważ pozostają one głównymi pośrednikami w procesie transferu środków. Jednocześnie rosnące znaczenie rynków i innych instytucji finansowych oraz ich powiązania z bankami sprawiają, że ESBC monitoruje także słabe punkty tych elementów składowych systemu finansowego.

### ZMIANY KONIUNKTURALNE

Inwestycje w papiery wartościowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi typu *subprime* w Stanach Zjednoczonych przyniosły w 2007 r. straty instytucjom finansowym na całym świecie. Napięcia w systemie finansowym strefy euro, jakie zostały wyzwolone, uległy w 2008 r. dalszemu nasileniu. Na przestrzeni roku, w bankach strefy euro dalej rósł poziom odpisów aktualizujących z tytułu trwałej utraty wartości aktywów, należności kredytowych oraz kosztów kredytu, a jednocześnie istotnie zmniejszyły się przychody na działalności operacyjnej. Główne zmiany oraz wnioski płynące z tej tendencji opisano w niniejszym raporcie (zob. rozdział 2, część 1). Jak też w licznych, innych publikacjach EBC, w największym stopniu rozwijając je w *Przeglądzie Stabilności Finansowej*.

Wraz ze wzrostem niepewności dotyczącej perspektyw rozwoju gospodarczego na świe-

cie, bilans ryzyk coraz bardziej przechyla się w stronę spowolnienia, wśród uczestników rynku nasila się awersja do ryzyka, a w efekcie tanieje większość aktywów finansowych. W ciągu roku znacznie pogorszyła się płynność na rynku kredytowym oraz warunki finansowania, rynki sekurytyzacji natomiast popadły w mniejszy lub większy marazm. W efekcie utrzymujących się znaczących niedoborów płynności pogłębiły się niepokoje o wiarygodność i wystarczalność buforów kapitałowych. Inwestorzy i wierzyciele uświadomili sobie, że w takiej sytuacji część instytucji finansowych nie będzie w stanie realizować swoich zobowiązań. Dla wielu kluczowych firm finansowych oznaczało to utrudnienie dostępu do krótkoterminowego finansowania i rynków kapitałowych. Części największych instytucji finansowych obniżono ratingi, jednocześnie spadły ceny ich akcji i udziałów. W związku z opisywaną sytuacją kilka instytucji finansowych – międzynarodowych i strefy euro – zostało zmuszonych do konsolidacji lub ubiegania się o dodatkowe wsparcie ze strony akcjonariuszy lub państwa. Jednakże części z nich nie udało się uniknąć ogłoszenia upadłości.

Banki strefy euro z początku stawiały czoła zaburzeniom finansowym – dzięki dobrej sytuacji wypracowanej po kilku latach wysokiej rentowności – wykazując pozycje wypłacalności zazwyczaj znacznie powyżej ustawowego minimum. Pomimo że dokonane odpisy aktualizujące wartość strukturyzowanych dłużnych papierów wartościowych i wynikłe stąd napięcia rynkowe, jakie trwały przez ponad rok miały negatywne reperkusje dla niektórych dużych banków strefy euro, sektor – jak się wydaje – do września 2008 r. pozostał w zasadzie odporny na

<sup>1</sup> Od końca 2004 r. EBC publikuje *Przegląd Stabilności Finansowej (Financial Stability Review)*, raport półroczny dotyczący stabilności systemu finansowego strefy euro. W 2008 r. opublikowano także siódmą edycję raportu na temat struktur bankowych w UE (*EU banking structure*) oraz raporty *ad hoc* takie jak „*Commercial property markets, The incentive structure of the 'originale' and 'distribute' model, Covered bonds in the EU financial system* oraz *EU banks liquidity stress testing and contingency funding plans*”. Powyższe wydawnictwa przedstawiają kluczowe wnioski ustalone na podstawie systematycznej prowadzonej przez BSC obserwacji struktury i stabilności sektora bankowego i są dostępne na stronie internetowej EBC.

niekorzystne zakłócenia, kiedy to sytuacja uległa drastycznemu pogorszeniu.

W wyniku obciążenia stratami z tytułu wyceny rynkowej w pierwszym półroczu 2008 r. ogólnie obniżył się zwrot z kapitału banków strefy euro. Ponadto poważnie wzrosły odpisy aktualizacyjne z tytułu utraty wartości kredytów i pożyczek oraz papierów wartościowych, podczas gdy ze względu na trudne warunki na rynkach kapitałowych obniżeniu uległ dochód z tytułu opłat i prowizji oraz przychody na działalności operacyjnej. Choć rentowność spadła, w pierwszym półroczu 2008 r. wzrosły wskaźniki dotyczące kapitału obowiązkowego. Poprawa wynika po pierwsze z uznaniowego zmniejszania dźwigni finansowej aktywów ważonych ryzykiem przez poszczególne banki, szeroko zakrojonego pozyskiwania kapitału pomimo trudnych warunków prowadzenia działalności oraz, w pewnym stopniu, zarówno w wyniku wdrożenia postanowień Nowej Umowy Kapitałowej, jak i zastosowania filtrów ostrożnościowych.

Nie zapowiada się, by rentowność powróciła w krótkim czasie do swojego poziomu przed zaburzeń. Nie można wykluczyć dalszych znaczących spadków wartości pozostałych strukturyzowanych produktów finansowych – m.in. w segmencie papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami konsumpcyjnymi w USA i papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie w strefie euro. Sprawdzianem dla osiągnięcia wyników finansowych przez banki w 2009 r. jest spowolnienie dynamiki kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, faktyczny zastój w działalności sekurytyzacyjnej i ograniczony dochód z opłat, prowizji i działalności handlowej. W odpowiedzi banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów i pożyczek oraz obniżają koszty. W tej sytuacji, Eurosystem wraz z rządami krajów strefy euro podjął ożywione działania ukierunkowane na zwiększenie płynności rynku, podwyższenie zaufania i buforów kapitałowych.

Pierwsze półrocze 2008 r. przyniosło pogorszenie wyników finansowych głównych firm ubezpieczeniowych strefy euro. Większość ubez-

piezcycieli obniżyła wysokość swoich składek w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej. Złożył się na to przede wszystkim spadek popytu na produkty z segmentu ubezpieczeń na życie, jaki nastąpił po wystąpieniu zaburzeń na rynku instrumentów kapitałowych i rynku kredytowym. Zawirowania na rynku finansowym i przeniesienie ich na sferę gospodarki realnej w dalszym ciągu będą stanowiły wyzwania dla wielu firm ubezpieczeniowych. Ponadto wyzwania stojące przed sektorem bankowym będą również udziałem firm ubezpieczeniowych, które oferują usługi bankowe lub wchodzą w skład konglomeratu finansowego.

W całym spektrum strategii inwestycyjnych do końca września 2008 r. utrzymała się głęboko ujemna globalna stopa zwrotu z funduszy hedgingowych. Do słabych wyników przyczyniły się zmienność cen aktywów, wymuszone zmniejszanie dźwigni finansowej i uzupełnienia depozytu zabezpieczającego, niespodziewane zakazy krótkiej sprzedaży wprowadzone przez władze publiczne oraz wycofywanie środków przez inwestorów. O ile, jak wiadomo, znaczące zmniejszenie dźwigni finansowej zachodziło w sektorze funduszy hedgingowych od kiedy rozpoczęły się zaburzenia na rynku, przez co zmniejszało się zagrożenie ryzykami płynącymi z ustawicznego uzupełniania depozytu zabezpieczającego lub nieoczekiwanego ograniczenia bankowych linii kredytowych, o tyle, z drugiej strony, narażenie tego sektora na ryzyko wycofania środków przez inwestorów, jak się wydaje, wzrosło w 2008 r., gdyż transakcje tego rodzaju często odzwierciedlają wyniki funduszy hedgingowych. Jeśli fundusze hedgingowe w przyszłości nie zatrzymają odpływu swoich inwestorów, ewentualne dalsze znaczne wyprzedaże aktywów przez ten sektor mogą stanowić istotne ryzyko dla stabilności rynków finansowych.

#### ZMIANY STRUKTURALNE

Główne zmiany strukturalne w systemie bankowym UE są zgodne z tendencjami obserwowanymi w latach poprzednich<sup>2</sup>. Konsolidacja

<sup>2</sup> Dane w tym podrozdziale pochodzą z raportu EBC zatytułowanego *EU banking structures*, który zawiera jedynie dane do 2007 r.



utrzymała się pomimo oznak pewnego spowolnienia. Różnice zaznaczyły się w 15 państwach członkowskich „starej” UE. W krajach, które przystąpiły do UE w 2004 r., liczba instytucji kredytowych utrzymała się na niezmiennym poziomie. Warto jednak zauważyć, że wyjątkiem jest Cypr, gdzie właśnie konsoliduje się sektor bankowości spółdzielczej. Ogółem liczba instytucji kredytowych w UE zmniejszyła się o 166 w 2007 r. (z 8,514 do 8,348), dla porównania – w poprzednim roku ubyłoby 175 instytucji.

Jednocześnie w krajobrazie bankowym UE w dalszym ciągu dominowały krajowe instytucje kredytowe (z 71,3% udziałem w rynku), a pozostała część przypadła w równych proporcjach na oddziały i podmioty zależne instytucji zagranicznych. Należy jednak podkreślić, że pomiędzy poszczególnymi krajami zaznaczają się istotne różnice: w nowych państwach członkowskich główną rolę odgrywają podmioty zagraniczne, z których większość posiada swoje spółki dominujące w jednym ze starych państw członkowskich UE. Na uwagę zasługuje również fakt, że odwrotnie niż w roku 2006, oddziały instytucji zagranicznych w UE wykazały wzrost udziału w rynku, mierzony sumą ich aktywów ogółem. Uwidoczniło się to szczególnie w krajach, które przystąpiły do UE w 2004 r., gdzie udział w rynku oddziałów instytucji zagranicznych zwiększył się o 1 punkt procentowy, a podmiotów zależnych instytucji zagranicznych obniżył o ok. 4 punkty procentowe.

Jeśli chodzi o działalność w zakresie fuzji i przejęć (M&A), łączna liczba transakcji tego rodzaju obniżyła się w 2007 r. Odnotowano jednak istotny wzrost liczby przejętych przez instytucje kredytowe UE banków z krajów spoza UE, co przewyższyło liczbę tego typu transakcji krajowych z ostatnich trzech lat. Od 2003 r. wzrasta wartość transakcji fuzji i przejęć, a 2007 r. był drugim z rzędu rokiem, w którym łączna ich wartość przewyższyła poziom maksimum z 2000 r. Zwiększył się stopień koncentracji, co potwierdza, z jednej strony, trwający proces konsolidacji rynku, a z drugiej – dynamiczny wzrost niektórych grup bankowych, po części w wyniku prowadzonej

przez nie działalności w zakresie fuzji i przejęć. Warto nadmienić, że mniejsze kraje charakteryzuje z reguły wyższy stopień koncentracji sektorów bankowych. Znaczącymi wyjątkami są w tym przypadku dwa kraje: Austria i Luksemburg; pierwszy rozwinął prężny sektor banków spółdzielczych i oszczędnościowych, a drugi przyciągnął znaczną liczbę instytucji kredytowych z zagranicy.

Tytułem podsumowania, na wzmocnienie sektora pośrednictwa bankowego wskazuje wzrost sumy aktywów instytucji kredytowych ponad dynamikę PKB. Z drugiej jednak strony, wzrost aktywów ogółem na poziomie UE (10,7%) w 2007 r. spowolnił w porównaniu z ubiegłymi latami (2005: 13,7%; 2006: 11,9%)<sup>3</sup>. Zagregowane dane nie pokazują jednak gwałtownych wahań. O ile nowe Państwa Członkowskie UE odnotowały ponadprzeciętny wzrost na poziomie niemalże 25% w ujęciu nominalnym, o tyle suma aktywów w Wielkiej Brytanii, której sektor finansowy skoncentrował w przybliżeniu czwartą część aktywów całego sektora bankowego UE, zwiększyła się zaledwie o 2,3%. Wraz ze zmianami strukturalnymi w systemie finansowym i spadkiem znaczenia funduszy inwestycyjnych i hedgingowych zwiększył się udział banków komercyjnych w pośrednictwie kredytowym.

## 1.2 USTALENIA W ZAKRESIE STABILNOŚCI FINANSOWEJ

W odpowiedzi na niedociągnięcia, jakie zawirowania na rynku finansowym ujawniły w ogólnej strukturze stabilności finansowej, podjęto odpowiednie inicjatywy zarówno w skali międzynarodowej, jak też na poziomie UE.

3 Należy zauważyć, że analiza opiera się na zestawie danych bilansowych. Analiza trendów w zakresie sumy aktywów mogłaby zostać udoskonalona, gdyby był dostęp do danych o przepływach sekurytyzowanych aktywów (z oferty publicznej i prywatnej). Brak danych o sekurytyzowanych aktywach ma mniejszy wpływ na analizę w przypadku krajów, które przystąpiły do UE w 2004 r., gdzie sekurytyzacja aktywów nie jest tak rozwinięta. Ponadto, dla krajów spoza strefy euro, dane nie są skorygowane o wpływ kursu walutowego, sytuacja może być więc do pewnego stopnia uwarunkowana zmianami kursów walut miejscowych w stosunku do euro.

W kwietniu 2008 r. na Forum Stabilności Finansowej (Financial Stability Forum – FSF) zaproponowano rekomendacje ukierunkowane na podniesienie odporności rynku i instytucji. W tym kontekście oczekuje się, że władze wyjaśnią i sprecyzują krajowe i transgraniczne ustalenia dotyczące postępowania z niewydolnymi bankami, a w razie potrzeby także dokonają przeglądu rozwiązań z zakresu ubezpieczeń depozytów. Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) przeprowadził przegląd praktyk stosowanych w poszczególnych krajach pod kątem rozwiązań zawartych w postanowieniach banków i transgranicznego zarządzania kryzysowego. Jednocześnie FSF opracowuje zestaw ramowych zasad dotyczących zarządzania kryzysem finansowym.

W maju 2008 r. Rada ECOFIN zaktualizowała wytyczne UE o wzmocnieniu uzgodnień o stabilności finansowej przyjętych w październiku 2007 r. Na jej podstawie 1 czerwca 2008 r.<sup>4</sup> weszło w życie Porozumienie o współpracy (*Memorandum of Understanding – MoU*) o transgranicznej stabilności finansowej zawarte pomiędzy poszczególnymi organami władzy nadzorczej w państwach członkowskich UE, ministerstwami finansów i bankami centralnymi. Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego – poprzez oddelegowaną grupę zadaniową – pomaga władzom wdrożyć MoU, ze szczególnym uwzględnieniem dwóch dziedzin: wdraża wspólne, ogólne zasady analityczne do oceny systemowych efektów kryzysu finansowego i analizuje rolę transgranicznych grup stabilności w praktyce. Ponadto, Bazylejski Komitet dokonał przeglądu kluczowych funkcji zarządzania kryzysem, jakie wprowadziły państwa członkowskie. Zapewniło to dane, które można wykorzystać na potrzeby inicjatyw przeglądu instrumentów, jakimi dysponują władze.

W październiku 2008 r. Państwa Członkowskie UE podjęły wiele inicjatyw, chcąc zapobiec geograficznemu przenoszeniu zaburzeń, jakie mogłyby wywołać planowane przez nie na poziomie narodowym działania stabilizacyjne

mające na celu uspokojenie zawirowań na rynku finansowym oraz chcąc zapewnić wszystkim krajom równe szanse.

W pierwszym rządzie, 7 października Rada ECOFIN zdecydowała się podwyższyć przynajmniej na rok dolny limit gwarancji środków zgromadzonych na rachunkach osób fizycznych w UE do 50 000 euro. W rezultacie Komisja przyjęła 15 października 2008 r. propozycję zmian do dyrektywy w sprawie gwarantowania depozytów. Dyrektywa, wraz ze zmianami zatwierdzonymi przez Parlament Europejski i Radę UE, powinna zostać opublikowana w Dzienniku Urzędowym koło marca 2009 r. W szczególności, do czerwca 2009 r., dyrektywa zwiększy poziom obowiązkowej ochrony depozytów indywidualnych do 50 000 euro a następnie do wysokości 100 000 euro do końca 2010 r., chyba że Komisja stwierdzi, iż byłoby to niewłaściwe.

Po drugie, zdefiniowano zestaw wspólnych zasad UE, uzupełnionych bardziej szczegółowymi wytycznymi, jakie uzgodniono na szczycie krajów strefy euro w Paryżu 12 października, a zatwierdziło je wszystkie 27 państw członkowskich UE na posiedzeniu Rady Europejskiej w dniach 15-16 października 2008 r. Określono w nich, m.in. wspólne warunki dla interwencji państw członkowskich, także w zakresie gwarancji finansowania i rekapitalizacji banków.

W przypadku działań ukierunkowanych na wsparcie „wyplacalnych banków z ograniczoną płynnością”, do otrzymania gwarancji rządowych zdecydowano się kwalifikować nowe średnioterminowe (do 5 lat) długi uprzywilejowane (ang. *senior debt*) zaciągnięte w bankach. Kryteria określające, jakie instytucje finansowe kwalifikują się do uczestnictwa w programie gwarancyjnym, nie mogą mieć dyskryminującego charakteru; należy uwzględnić podmioty zależne zagranicznych instytucji prowadzące znaczące działania w dowolnym państwie członkowskim UE. Program winien być także ogra-

4 Zob. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mou-financialstability2008en.pdf>.

niczony kwotowo i zakończyć się 31 grudnia 2009 r. Co istotne, w myśl deklaracji paryskiej rządy winny „współpracować z Europejskim Bankiem Centralnym w celu zapewnienia spójności z zarządzaniem płynnością przez Eurosystem i ramami operacyjnymi Eurosystemu”.

Jeśli chodzi o działania w zakresie rekapitalizacji, państwa członkowskie zdecydowały udostępnić kapitał podstawowy odnośnym instytucjom finansowym, m.in. poprzez pozyskanie preferowanych akcji i udziałów. Pomimo że rządy zobowiązały się zapewnić w razie potrzeby odpowiedni kapitał, zawsze preferować będą opcję zebrania kapitału prywatnego.

Na posiedzeniu w dniach 15-16 października 2008 r. Rada Europejska podkreśliła znaczenie mechanizmów współpracy i ogłosiła powstanie „jednostki ds. kryzysu finansowego”. Jednostka ta, w której uczestniczy Prezes EBC, stawia sobie za cel optymalizację zarządzania kryzysowego w gronie państw członkowskich UE środkami takimi, jak nieformalne ostrzeżenia, wymiana informacji i mechanizm oceny. Rada Europejska podkreśliła też znaczenie regularnych spotkań krajowych władz nadzoru.

Wreszcie, Rada ECOFIN na spotkaniu 2 grudnia 2008 r. szczególnie podkreśliła konieczność bezzwłocznego ustanowienia narodowych planów wsparcia dla sektora bankowego w zakresie gwarancji, a zwłaszcza, planów rekapitalizacji. Poproszono Komisję Europejską o ścisłą współpracę z EBC w tych kwestiach.

W celu zwiększenia stabilności systemu finansowego i utrzymania równych szans, Eurosystem wydał rekomendacje w sprawie gwarancji rządowych dla zadłużenia banków oraz wyceny rekapitalizacji banków. W grudniu 2008 r. Komisja Europejska przyjęła komunikat w sprawie rekapitalizacji instytucji finansowych, który również odzwierciedlał rekomendacje EBC w tej kwestii<sup>5</sup>.

W lutym 2009 r. Rada ECOFIN zgodziła się, że w celu zapewnienia stabilności sektora bankowego, w szczególnych przypadkach instru-

menty wykorzystywane do aktywów o obniżonej jakości mogą uzupełniać gwarancje rządowe dotyczące zadłużenia i rekapitalizacji banków. Środki te powinny być spójne z zasadami z października 2008 r., w szczególności w odniesieniu do: a) działania na rzecz stabilności finansowej i przywrócenia dostępności kredytów i pożyczek dla gospodarki, b) zapewnienia równych szans w ramach Wspólnego Rynku oraz c) ograniczenia negatywnych następstw dla finansów publicznych. Komisja we współdziałaniu z EBC udzieliła w tym względzie wskazówek na poziomie Unii Europejskiej.

<sup>5</sup> Komunikat opublikowano w styczniu 2009 r. (OJ C 10, 15.1.2009, s. 2-10).

## 2 REGULACJE FINANSOWE I NADZÓR

### 2.1 ZAGADNIENIA OGÓLNE

Kiedy Komisja Europejska przy współudziale Eurosystemu zakończyła przegląd ramowej procedury Lamfalussy'ego<sup>6</sup> dotyczącej regulacji finansowych i nadzoru w 2008 r., nadrzędną kwestią stało się wdrożenie rekomendacji przyjętych przez Radę ECOFIN w grudniu 2007 r.

W pierwszej kolejności, Komitety Poziomu 3<sup>7</sup> znowelizowały swoje statuty, by wprowadzić możliwość głosowania większością kwalifikowaną. Chociaż członkowie komitetów nie są prawnie związani ich decyzjami, odrzucenie ich wymaga *de minimis* publicznego uzasadnienia.

Po drugie, Komitety Poziomu 3 poszerzyły zakres swoich kompetencji przekazując roczne programy swojej pracy do Komisji Europejskiej, Rady UE i Parlamentu Europejskiego, aby gremia te mogły wyrazić swoją opinię odnośnie kluczowych priorytetów i udzielić wsparcia doradczego w zakresie konwergencji i współpracy w obszarze nadzoru.

Po trzecie, państwa członkowskie wezwano do rozszerzenia zakresu uprawnień swoich krajowych organów nadzoru o perspektywę europejską. Europejski Bank Centralny uczestniczył w dyskusjach wielu komitetów europejskich poświęconych metodom wdrażania rekomendacji Rady ECOFIN. W dniu 14 maja 2008 r. Rada ECOFIN zleciła Komisji nowelizację Decyzji o ustanowieniu Komitetów Poziomu 3, celem uwzględnienia w niej konkretnych zadań dla rozwoju konwergencji i współpracy w obszarze nadzoru. W dniu 7 listopada 2008 r. Eurosystem przyjął opinię o nowelizacji Decyzji o ustanowieniu Komitetu Europejskich Kontrolerów Bankowych (CEBS). Europejski Bank Centralny zgłosił m.in. uwagi dotyczące odpowiedniego podziału zadań w zakresie oceny ryzyka sektora bankowego UE pomiędzy CEBS i BSC. O ile BSC, na podstawie swojego mandatu, koncentruje się na podstawowych ryzykach ostrożnościowych dla systemu finansowego i sektora bankowego, o tyle CEBS stawia na aktywne rozpoznawanie konkretnych rodzajów ryzyka,

kwestie nadzoru i kontroli oraz działania możliwe do przeprowadzenia w ramach prowadzonej polityki.

W odpowiedzi na niedociągnięcia systemowe, celem rozpoznania ewentualnych długoterminowych efektów propozycji polityki gospodarczej w związku z nowelizacją obecnych ogólnych zasad regulacyjnych i nadzorczych, władze nie tylko wzmocniły ogólne procedury Lamfalussy'ego, lecz także zainicjowały wiele konkretnych inicjatyw zarówno w skali międzynarodowej, jak też na poziomie UE. W skali międzynarodowej Forum Stabilności Finansowej podjęło prace nad analizą wyzwań, jakie stoją przed organami nadzoru i ustawodawczymi w związku z potencjalnymi, cyklicznymi skutkami działań systemu adekwatności kapitałowej, praktyk dokonywania odpisów na ewentualnie utracone kredyty i pożyczki, systemów rekompensat i stosowanych przez instytucje finansowe metod wyceny.

Na poziomie UE, w październiku 2008 r. przewodniczący Komisji Europejskiej ustanowił niezależną Grupę Wysokiego Szczebla ds. nadzoru finansowego w UE, która w lutym 2009 r. przedstawiła rekomendacje dotyczące wzmocnienia uzgodnień nadzorczych we wszystkich sektorach finansowych<sup>8</sup>. Na nieformalnym posiedzeniu Rady ECOFIN, które odbyło się 12-13 września powołano grupę roboczą, z udziałem EBC, z mandatem do oceny wielu posunięć z zakresu polityki gospodarczej, które pomogą zmniejszyć wahania koniunkturalne niedłacznie związane z funkcjonowa-

6 Metoda Lamfalussy'ego jest 4-poziomowym procesem przyjmowania aktów legislacyjnych dotyczących papierów wartościowych, bankowości i ubezpieczeń. Aby uzyskać bardziej szczegółowe informacje, zob. raport *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets* z 15 lutego 2001 r., dostępny na stronie internetowej Komisji Europejskiej. Por. „Raport Roczny” EBC za 2003 r., s. 111 [w wersji angielskiej].

7 Poziom trzeci procedury Lamfalussy'ego koncentruje się na wzmocnieniu konwergencji i współpracy w obszarze nadzoru. Zadanie to realizują 3 komitety: Komitet Europejskich Kontrolerów Bankowych (CEBS), Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Papierami Wartościowymi (CESR) i Komitet Europejskich Inspektorów ds. Ubezpieczeń i Emerytur Pracowniczych (CEIOPS).

8 [http://ec.europa.eu/commission\\_barroso/president/pdf/statement\\_20090225\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf).

niem systemu finansowego. Ponadto, w ramach Dyrektyw w sprawie wymogów kapitałowych (CRD) na EBC spoczęło zadanie tworzenia systematycznego raportu o możliwej cykliczności wymogów kapitałowych. W tym celu EBC blisko współpracuje z BSC i CEBS, a wstępny raport, oparty na jakościowych informacjach uzyskanych od kompetentnych władz, powstał – w oczekiwaniu na udostępnienie wielu danych nadzorczych – pod koniec 2008 r.

## 2.2 BANKOWOŚĆ

### DYREKTYWA W SPRAWIE WYMOGÓW KAPITAŁOWYCH

Dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych (CRD) zakłada zabezpieczenie sytuacji finansowej banków i firm inwestycyjnych poprzez ścisłe dostosowanie wymogów dotyczących kapitału regulacyjnego do podstawowych rodzajów ryzyka stojącego przed tymi instytucjami. W październiku 2008 r. Komisja Europejska przyjęła propozycję zmian niektórych zapisów CRD, tak żeby uwzględnić, m.in. wnioski płynące z kryzysu na rynkach finansowych. W związku z limitem koncentracji zaangażowań w skali całej grupy kapitałowej ulegną ograniczeniu zaangażowania banków wobec pojedynczego podmiotu, co skutkuje również ograniczeniami na rynku międzybankowym. Ponadto, dla poprawy jakości funduszy własnych banków w skali całej UE wprowadzi się jednoznaczne kryteria oceny kwalifikacji kapitału hybrydowego. W obszarze zarządzania ryzykiem wprowadza się korekty zarządzania ryzykiem płynności i modyfikuje podejście do produktów sekurytyzowanych. Pierwszą z tych kwestii uregulowano za pomocą wielu norm, odpowiednio do aktualnych działań BCBS i CEBS. Jeśli chodzi z kolei o drugą, celem zapisów jest wzmocnienie przejrzystości, usprawnienie procesów zarządzania ryzykiem zarówno inicjatorów (ang. *originators*), jak i inwestorów, a także optymalne dostosowanie zachęty do łańcucha sekurytyzacji. Reasumując, propozycja Komisji przewiduje, żeby poprzez utworzenie „kolegiów kontrolerów” (ang. *colleges of supervisors*) dla wszystkich banków transgranicznych i jed-

noznacznego wyjaśnienia roli kompetentnych władz wzmocnić nadzór nad transgranicznymi grupami bankowymi. Projekt propozycji Komisji Europejskiej skonsultowano z EBC. Wnosząc w to swój wkład, EBC skorzystał z prac realizowanych przez BSC w związku z dwoma raportami opublikowanymi przez BSC w czwartym kwartale 2008 r.

W listopadzie BSC opublikował raport o testach płynności w warunkach skrajnych przeprowadzanych w bankach UE oraz awaryjnych planach finansowania (ang. *contingency funding*). Raport szczegółowo opisuje techniki przeprowadzania testów płynności w warunkach skrajnych oraz awaryjne plany finansowania płynności, które są bardzo zróżnicowane w bankach UE. Analizuje też adekwatność techniki przeprowadzania testów płynności w warunkach skrajnych oraz awaryjne plany finansowania płynności w związku z amortyzacją wstrząsów płynnościowych, zwłaszcza podczas zawirowań na rynku. We wnioskach zauważono, że w obu tych obszarach istnieją zaległości do nadrobienia.

W grudniu BSC opracował raport o modelu usług bankowych świadczonych na zasadzie „udzielasz i uciekasz”, (ang. *„originate and distribute” model*), gdzie przeanalizował zmiany tegoż z jednej strony w czasie, kiedy zyskiwał on popularność oraz z drugiej – w kontekście zawirowań na rynkach finansowych. Raport opisuje strukturę motywacyjną i konflikty interesów pomiędzy podmiotami uczestniczącymi w modelu. Proponuje wiele rozwiązań rynkowych i działań z zakresu polityki gospodarczej, jakie mogą odegrać ważną rolę w ograniczeniu następstw konfliktów interesu.

### RACHUNKOWOŚĆ

Zaburzenia na rynku finansowym potwierdziły, jak ważne z perspektywy stabilności finansowej są standardy rachunkowości. W momencie gdy rynki weszły w fazę zastoju lub niepłynności, na szczególną uwagę – jak podkreśla Rada ECOFIN w swoich wytycznych, a także FSF – zasługują kwestie związane z poszerzeniem zakresu informacji o zaangażowaniu w segmen-

cie produktów strukturyzowanych, sposobem traktowania instrumentów pozabilansowych i rachunkowość według wartości godziwej.

W odpowiedzi na wniosek FSF, Rada ds. Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Board – IASB) ustanowiła Eksperski Panel Doradczy (Expert Advisory Panel), z udziałem EBC, który opublikował wytyczne dotyczące stosowania rachunkowości według wartości godziwej, gdy koniec października 2008 r. przyniósł zastój na rynkach.

Następne zagadnienie łączy się z istotną kwestią zapewnienia całościowo równych warunków w zakresie standardów rachunkowości po obu stronach Atlantyku. W tym kontekście, IASB przyjął decyzje zmierzające do osiągnięcia spójności pomiędzy Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (International Financial Reporting Standards – IFRS) i Ogólnie Przyjętymi Zasadami Rachunkowości USA (US Generally Accepted Accounting Principles – US-GAAP) odnośnie zmian ujęcia pozycji pomiędzy rachunkami. Dodatkowo IASB powołał Ogólną Grupę Doradczą (High-Level Advisory Group), aby zapewnić międzynarodową koordynację przy rozpatrywaniu kwestii sprawozdawczości wynikłych z kryzysu gospodarczego na świecie. Oprócz tego Komisja Europejska określiła kluczowe obszary rozbieżności pomiędzy IFRS a US-GAAP i zaleciła, by jednostki normalizacyjne w dziedzinie rachunkowości zajęły się tymi sprawami w pierwszej kolejności. W następstwie pozytywnych opinii Rady ECOFIN, Parlamentu Europejskiego i Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych, Komisja Europejska zdecydowała 12 grudnia 2008 r., że ogólnie przyjęte zasady rachunkowości Stanów Zjednoczonych, Japonii, Chin, Kanady, Korei Południowej i Indii zostaną uznane za równoważne zasadom IFRS począwszy od stycznia 2009 r. Komisja ogłosiła także, że sytuacja będzie stale kontrolowana, a wnioski zostaną opublikowane najpóźniej do 2011 r. w przypadku ostatnich 4 z wymienionych krajów. Europejski Bank Centralny bacznie monitoruje zachodzące zmiany.

## 2.3 PAPIERY WARTOŚCIOWE

Od wybuchu zaburzeń na rynku finansowym, agencje ratingowe spotykają się z powszechną krytyką z powodu swoich wstępnych ratingów dotyczących strukturyzowanych instrumentów finansowych. W odbiorze społecznym ratingi te nie w pełni oddawały ryzyko związane z tym rodzajem instrumentu. W raporcie Forum Stabilności Finansowej z 7 kwietnia 2008 r. o zwiększeniu odporności rynku i instytucji<sup>9</sup> wypunktowano kilka usterek modeli i metodologii ratingowych oraz opracowano wiele zaleceń dotyczących następnych działań dla poprawy jakości procesu ratingowego. Celem podjęcia tego zagadnienia 31 lipca 2008 r. Komisja Europejska opublikowała i przekazała do konsultacji projekt rozporządzenia o agencjach ratingowych. Projekt ten przedstawia warunki upoważnienia, działania i nadzoru nad agencjami ratingowymi. Przyświeca mu dążenie do zagwarantowania, że przy realizacji swoich zadań agencje spełniają wysokie standardy niezależności, uczciwości i profesjonalizmu. Eurosystem odpowiedział na konsultacje społeczne 25 września 2008 r.<sup>10</sup>, w zasadzie przyjmując projekt aktu prawnego. Podkreślał on, że celem rozporządzenia UE o agencjach ratingowych powinno być zwiększenie przejrzystości wystawiania ratingów, bieżący nadzór nad tymi ratingami, zapewnienie, że ramy legislacyjne nie kolidują z zawartością informacyjną ratingów oraz zagwarantowanie uczciwości i niezależności agencji poprzez rozwiązywanie konfliktów interesów. W myśl propozycji, jaką wysunął Eurosystem odnośnie struktur regulacyjnych i nadzorczych UE, krajowe organy nadzoru oficjalnie zachowałyby kompetencje licencyjne i kontrolne nad agencjami ratingowymi, niemniej uprawnienia byłyby warunkowane wspólnie przeprowadzonym procesem oceny i uzupełnione wspólnym procesem nadzorczym. Komitet CESR mógłby odegrać pewną rolę w koordynowaniu działań właściwych władz krajowych przy wydawaniu zezwo-

9 [http://www.fsforum.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf).

10 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/regulationcreditratingagencies2008en.pdf>.

leń i wdrażaniu działań związanych z egzekwowaniem prawa.

Tytułem podsumowania, Eurosystem podkreślił, że przy wszelkich działaniach koordynacyjnych na rzecz regulowania i nadzoru nad agencjami ratingowymi należy umożliwić odpowiedni poziom zaangażowania Eurosystemu, ze względu na ustanowione przez niego ogólne zasady oceny kredytowej w Eurosystemie (ang. *Eurosystem credit assessment framework*) dla monitorowania wyników i działań agencji w kontekście wykonywania operacji polityki pieniężnej.

Po przeprowadzeniu konsultacji społecznych, w listopadzie 2008 r. Komisja Europejska opublikowała projekt rozporządzenia o agencjach ratingowych.

### 3 INTEGRACJA FINANSOWA

Eurosystem jest żywo zainteresowany integracją finansową w Europie, ponieważ dobrze zintegrowany system finansowy wspomaga płynną i skuteczną transmisję impulsów polityki pieniężnej w obrębie całej strefy euro oraz przyczynia się do stabilności finansowej, której zapewnienie należy do zadań Eurosystemu. Integracja finansowa sprzyja także skutecznemu działaniu i sprawnemu funkcjonowaniu systemów płatności i rozrachunku papierów wartościowych. Ponadto integracja finansowa, która jest priorytetowym celem UE, może wspomóc rozwój systemu finansowego, zwiększając tym samym potencjał wzrostu gospodarczego.

Eurosystem rozróżnia 4 rodzaje działań, poprzez które przyczynia się do większej integracji finansowej w Europie: a) zwiększanie świadomości w zakresie integracji finansowej i jej monitorowanie, b) występowanie w roli katalizatora i wspieranie wspólnych działań na rzecz inicjatyw sektora prywatnego, c) opiniowanie ram prawnych i regulacyjnych systemu finansowego oraz bezpośrednio tworzenie zasad oraz d) świadczenie przez banki centralne usług sprzyjających integracji finansowej. W 2008 r. EBC kontynuował działania we wszystkich czterech wymienionych dziedzinach.

#### ZWIĘKSZANIE ŚWIADOMOŚCI W ZAKRESIE INTEGRACJI FINANSOWEJ I JEJ MONITOROWANIE

W kwietniu 2008 r. EBC opublikował drugą edycję rocznego raportu *Financial integration in Europe*<sup>11</sup>. Głównym celem tego raportu jest przyczynienie się do rozwoju integracji finansowej w Europie oraz zwiększenie świadomości opinii publicznej w zakresie roli Eurosystemu we wspieraniu procesu integracji finansowej. Raport, w oparciu o wiele jakościowych wskaźników publikowanych także półrocznie na stronach internetowych EBC, przedstawia przede wszystkim ocenę EBC stanu integracji finansowej w strefie euro. W 2008 r. rozszerzono zakres wskaźników, dążąc do całościowego przedstawienia infrastruktury rynku w Europie. Raport zawiera także pogłębione analizy wybranych problemów. Listę tych tematów ustala się na podstawie ich znaczenia dla programu integracji finansowej UE oraz dla realizacji zadań EBC.

W 2008 r. specjalne analizy problemowe dotyczyły 4 obszarów: koncepcje i mierniki sytuacji finansowej, inicjatywa w sprawie krótkoterminowych europejskich dłużnych papierów wartościowych (STEP), integracja i rozwój rynków kredytów hipotecznych w Europie oraz integracja wysokokwotowych płatności i transakcji papierami wartościowymi. Wreszcie, raport przedstawia przeglądowo wkład Eurosystemu w integrację i rozwój europejskich rynków finansowych na przestrzeni poprzedniego roku kalendarzowego.

Ponieważ oczekuje się, że integracja finansowa będzie miała wpływ na rozwój systemu finansowego oraz na wzrost gospodarczy, działania EBC w zakresie integracji finansowej są ściśle powiązane z szerszą analizą czynników wspomagających poprawne funkcjonowanie systemów finansowych. W 2008 r.<sup>12</sup> kontynuowano prace w tym zakresie celem wypracowania założeń koncepcyjnych dla stałego monitorowania i oceny potencjalnych tarć w systemach finansowych.

W 2008 r. EBC nadal był zaangażowany w prace sieci badawczej ds. rynków kapitałowych oraz integracji finansowej w Europie, którą prowadzi wspólnie z Centrum Studiów Finansowych na Uniwersytecie we Frankfurcie nad Menem. W ramach sieci zorganizowano serię konferencji z udziałem naukowców, uczestników rynku i decydentów, przy aktywnym wsparciu poszczególnych krajowych banków centralnych. W 2008 r. sfinalizowano realizację drugiego etapu sieci, podsumowując go na drugim sympozjum poświęconym rynkom kapitałowym i integracji finansowej w Europie, zorganizowanym we Frankfurcie w dniach 13-14 lutego 2008 r. Trzeci etap został zainicjowany przez jedenastą konferencję nt. sieci, zorganizowaną przez Česką národní bankę w Pradze w dniach 20-21 października 2008 r.,

11 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf>.

12 W celu uzyskania szczegółowych informacji, zob. rozdział *Financial development: concepts and measures* w części 2 opracowania *Financial integration in Europe* z kwietnia 2008 r.



poświęconą tematyce rynku detalicznych usług finansowych: rozwój, integracja i efekty gospodarcze (*The market for retail financial services: development, integration, and economic effects*). W 2008 r., wzorem lat ubiegłych, EBC w ramach działania sieci przyznał pięciu młodym naukowcom „stypendia Lamfalussy’ego”. W chwili obecnej kluczowe zagadnienia, jakimi zajmuje się sieć, obejmują: a) systemy finansowe w roli menedżerów ryzyka, dystrybutorzy i inicjatorzy ryzyka, b) integracja i rozwój detalicznych usług finansowych i promocja innowacyjnych przedsiębiorstw oraz c) finansowa modernizacja i zarządzanie oraz integracja europejskich systemów finansowych z globalnymi rynkami kapitałowymi.

#### **WYSTĘPOWANIE W CHARAKTERZE KATALIZATORA DZIAŁAŃ SEKTORA PRYWATNEGO**

Postępy w europejskiej integracji finansowej zależą w dużej mierze od inicjatyw sektora prywatnego dotyczących wykorzystania istniejących możliwości w zakresie działalności transgranicznej. Organy władzy publicznej wspierają tego rodzaju wysiłki sektora prywatnego.

W 2008 r. Eurosystem w dalszym ciągu aktywnie wspierał inicjatywę Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (SEPA), dzięki której osoby fizyczne i prawne oraz administracja publiczna będą mogły dokonywać obrotu bezgotówkowego w euro na obszarze strefy euro i innych krajów SEPA pomiędzy dowolnymi rachunkami prowadzonymi wewnątrz SEPA, za pomocą jednolitego zestawu instrumentów płatniczych, równie łatwo, sprawnie i bezpiecznie jak dotychczas na obszarze własnego kraju. Inicjatywa SEPA przybliży Europę do zintegrowanego rynku płatności, a jej obywatelom przyniesie znaczne korzyści gospodarcze. Stanowi ona logiczną konsekwencję wprowadzenia euro, które jest obecne już w 16 krajach w Europie.

Pierwszym momentem przełomowym dla tej inicjatywy stało się pomyślne udostępnienie poleceń przelewu SEPA w styczniu 2008 r. Od tego momentu pojawiły się pierwsze korzyści z SEPA dla banków, i co ważniejsze, zaczęli je

odczuwać końcowi użytkownicy usług płatniczych. Eurosystem nakazał operatorom infrastruktury regularną ocenę ich zgodności z SEPA. Większość zautomatyzowanych izb rozliczeniowych, przetwarzających przelewy w euro przystosowała się do systemu poleceń przelewu. Niektóre z nich zdecydowały się odejść od ściśle krajowych operacji i postawiły na świadczenie usług na poziomie paneuropejskim. Jednakże, jak pokazuje szósty raport nt. postępów w realizacji SEPA opublikowany przez Eurosystem w listopadzie 2008 r., proces migracji jest wciąż zbyt wolny i należy podjąć działania w celu przyspieszenia go.

Również w styczniu 2008 r. gotowe były już ogólne zasady SEPA dla systemu płatności kartowych, kwestia ta wymaga jednak pewnego dopracowania. Poprzez stopniową eliminację barier prawnych, technicznych i systemowych, a z drugiej strony przez zaostrzenie konkurencji w zakresie wydawania, nabywania, zatwierdzania i przetwarzania, ogólne zasady SEPA dla obsługi kart płatniczych powinny przyczynić się do zwiększenia możliwości wyboru i podwyższenia wydajności. W 2008 r. postępował postępował proces przechodzenia na karty chipowe z osobistym numerem identyfikacyjnym (PIN) – ważny element składowy SEPA. Kilka systemów kart płatniczych przystosowało swoje zasady do wymogów SEPA. Pozostały jednak wątpliwości, czy wszystkie systemy kart płatniczych realnie rozdzieliły swoje funkcje związane z przetwarzaniem płatności od funkcji zarządczych. Jak przewiduje Eurosystem, w najbliższych latach w Europie ma pojawić się przynajmniej jeden dodatkowy system kart płatniczych, który sprosta wymogom Eurosystemu, posiadaczy kart, banków, sektora handlowego oraz organów władz ds. konkurencji. Od kwietnia 2008 r. Eurosystem omawia tę kwestię z głównymi europejskimi bankami i pozostałymi udziałowcami i odnotowuje, że cieszy się ona rosnącym poparciem. Uruchomiono kilka inicjatyw rynku na rzecz utworzenia europejskiego systemu kart płatniczych. Eurosystem uznaje to za wyraźny sygnał, że rynek widzi potrzebę utworzenia systemu o takim charakterze.

Nadal obserwowano duży postęp w zakresie przygotowań do uruchomienia systemu polecenia zapłaty SEPA zaplanowanego na dzień 1 listopada 2009 r. Znalazło to swoje potwierdzenie w przyjęciu 2 zbiorów zasad regulujących usługi na poziomie podstawowym i w obrocie pomiędzy przedsiębiorstwami (ang. *business-to-business*). Utrzymuje się jednak wysoki poziom niepewności, co do uruchomienia tego systemu. Wątpliwości wymagają szybkiego wyjaśnienia, przede wszystkim w odniesieniu do zastosowania wielostronnej opłaty *interchange* (ang. *multilateral interchange fee*), którą centra rozliczeniowe przekazują do organizacji płatniczych. Starając się o terminowe uruchomienie systemu, we wrześniu 2008 r. EBC w porozumieniu z Komisją Europejską, zgłosił propozycję tymczasowego rozwiązania, w ramach którego od poleceń zapłaty SEPA pobierano by obowiązującą w danym momencie wielostronną prowizję międzybankową. W okresie przejściowym, który potrwałby tylko kilka lat, banki byłyby zobowiązane do zmiany swoich modeli działalności i odpowiedniego poinformowania o tym swoich klientów. Europejski Bank Centralny kontynuował wysiłki zmierzające do zapewnienia terminowego uruchomienia nowych usług płatniczych na poziomie europejskim. W listopadzie 2008 r. Eurosystem opublikował szósty raport nt. postępów w realizacji SEPA, w którym zgłosił propozycje celów priorytetowych i wezwał do dalszej pracy nad tym projektem.

Europejski rynek krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych ma w znacznej mierze charakter krajowy. Inicjatywa STEP, realizowana przez uczestników rynku pod auspicjami Europejskiej Federacji Bankowej (European Banking Federation) oraz Stowarzyszenie Rynków Finansowych (ACI – The Financial Markets Association), zarządzana przez Komitet ds. Rynku (STEP Market Committee), zajęła się wspomnianą luką w zakresie integracji finansowej, opracowując zestaw wspólnie uzgodnionych standardów i praktyk rynkowych, do których dobrowolnie stosują się uczestnicy rynku.

Od momentu utworzenia w 2001 r., inicjatywa STEP cieszyła się poparciem Eurosystemu,

który ułatwiał kontakty pomiędzy uczestnikami rynku, przyczyniał się do rozwoju Konwencji Rynkowej STEP (STEP Market Convention) i zwiększał świadomość społeczną dotyczącą tej inicjatywy. Od pomyślnego uruchomienia rynku STEP w czerwcu 2006 r. Eurosystem wnosi swój wkład do tej inicjatywy na dwóch poziomach. Po pierwsze, EBC zapewnia dane statystyczne dla rynku STEP. Po drugie, Eurosystem zapewnia Sekretariatowi STEP pomoc w procesie przyznawania znaku STEP. Ten drugi rodzaj działalności ma charakter tymczasowy i dobiegnie końca w czerwcu 2010 r.

Dążąc do ułatwienia dostępu do merytorycznych funkcji systemu dla większej liczby rynków, a jednocześnie utrzymywania, a nawet podniesienia standardów Konwencji Rynkowej, Komitet Rynku STEP zainicjował proces przeglądu Konwencji Rynkowej STEP. Europejski Bank Centralny pozytywnie przyjmuje tę decyzję. Po pierwsze, odpowiednią nowelizację Konwencji Rynkowej wymuszają zmiany na rynku. Po drugie, przegląd stanowi właściwą okazję, by zrobić bilans procesów i procedur stosowanych od uruchomienia rynku STEP w czerwcu 2006 r. oraz wprowadzić stosowne korekty do Konwencji Rynkowej.

Europejski Bank Centralny codziennie ogłasza dane statystyczne o rentowności nowych emisji papierów wartościowych STEP denominowanych w euro, a w trybie miesięcznym o zasobach papierów wartościowych STEP. Pomimo niepokojów rynkowych, w czwartym kwartale 2008 r. ilość dłużnych papierów wartościowych STEP wzrosła, w ujęciu rok do roku, o 24%.

#### **OPINIOWANIE RAM PRAWNYCH I REGULACYJNYCH SYSTEMU FINANSOWEGO ORAZ BEZPOŚREDNIE TWORZENIE ZASAD**

Eurosystem regularnie uczestniczy w pracach nad tworzeniem unijnych ram prawnych i ustawodawczych poprzez opiniowanie najważniejszych zmian i podejmowanych inicjatyw.

W 2008 r. głównym przedmiotem działań dotyczących ram prawnych UE w zakresie nadzoru finansowego, w których swój udział miał

również Eurosystem, był kompleksowy przegląd procedury Lamfalussy'ego (zob. rozdział 2 tej części). Ponadto, w ramach swojej funkcji doradczej, EBC, zgodnie z art. 105 ust. 4 Traktatu, regularnie opiniuje propozycje legislacyjne Komisji (por. rozdział 2).

Europejski Bank Centralny wniósł również swój wkład, opiniując kwestie związane z integracją systemów rozrachunku papierów wartościowych i systemów płatności. Szczególnie mocno zaangażował się w prace nad Kodeksem postępowania w obszarze rozliczeń i rozrachunków (*Code of Conduct for Clearing and Settlement*). Celem Kodeksu jest promowanie konkurencji opartej na przejrzystości cen, dostępności i współpracy operacyjnej oraz rozdzielność usług i rachunkowości. Mając na uwadze fakt, że Kodeks jest instrumentem samoregulującym się, utworzono rygorystyczny mechanizm monitorujący, aby zapewnić właściwe i terminowe wdrożenie wszystkich działań. Mechanizm działa w oparciu o zewnętrznych audytorów i doraźnej Grupy Monitorującej, w której skład wchodzi Komisja Europejska, CESR i EBC. W 2008 r. odbyły się cztery posiedzenia Grupy Monitorującej. Europejski Bank Centralny i Stowarzyszenie Europejskich Centralnych Depozytów Papierów Wartościowych (European Central Securities Depositories Association) po przeanalizowaniu przejrzystości cen przedstawiły propozycje, jak wzmacnić ich porównywalność.

Kodeks postępowania ma docelowo wprowadzić wolność wyboru. Stąd też, jego wprowadzeniu powinien towarzyszyć całkowity demontaż „przeszkód Giovanniniego” w zakresie efektywnych rozliczeń i rozrachunków (nazwa pochodzi od grupy, która je zidentyfikowała w 2001 r.). Przeszkody wynikają z różnic w normach technicznych i praktykach biznesowych, niepewności prawnej i z różnic w procedurach podatkowych. Europejski Bank Centralny dalej uczestniczył w Eksperckiej Grupie Doradczą-Monitorującej ds. Rozliczeń i Rozrachunków (Settlement Advisory Monitoring Expert Group – CESAME), gdzie omawiano, jak zlikwidować pierwszą grupę przeszkód. Utrzymał także swój udział w Grupie ds. Pewności Praw-

nej (Legal Certainty Group), która w sierpniu 2008 r. przedstawiła 15 rekomendacji dotyczących usunięcia przeszkód prawnych w rozliczaniu i regulowaniu transakcji finansowych (ang. *post-trading*).

Eurosystem żywo interesował się wspólnotową działalnością ustawodawczą w tym przedmiocie; ujednoczenie europejskich ram prawnych tworzy wszak podstawy dla SEPA. W listopadzie 2007 r. oficjalnie przyjęto Dyrektywę o usługach płatniczych<sup>13</sup>. Wedle Komisji Europejskiej, państwa członkowskie znajdują się na zaawansowanym etapie swoich prac nad transpozycją Dyrektywy do krajowego prawa przed 1 listopada 2009 r. W grupie roboczej Komisji Europejskiej ds. transpozycji uczestniczy EBC. Również doniosłe konsekwencje dla SEPA, a w szczególności dla systemu polecenia zapłaty SEPA miała zmiana Rozporządzenia (WE) nr 2560/2001 w sprawie płatności transgranicznych w euro<sup>14</sup>. W efekcie Rozporządzenia – jak się powszechnie uznaje – sektor bankowy zdecydował o rozpoczęciu prac nad SEPA w 2002 r. Propozycja Komisji<sup>15</sup> ma na celu dostosowanie Rozporządzenia do bieżących uwarunkowań rynku usług płatniczych, na przykład poprzez zastosowanie go do polecenia zapłaty. Innymi słowy, ceny transgranicznego polecenia zapłaty w SEPA nie przekroczą poziomu analogicznych transakcji krajowych. W prace Komisji nad projektem rozporządzenia zaangażował się EBC i opublikował opinię odnoszącą się do tych prac<sup>16</sup>.

Europejski Bank Centralny miał także udział w przygotowaniu przez Komisję zmiany Dyrektywy o pieniądzu elektronicznym (*E-Money Directive*). Ustanawia ona ramy prawne dla

13 Dyrektywa 2007/64/WE Parlament Europejskiego i Rady z dnia 13 listopada 2007 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego zmieniająca dyrektywy 97/7/WE, 2002/65/WE, 2005/60/WE i 2006/48/WE i uchylająca dyrektywę 97/5/WE.

14 Rozporządzenie (WE) nr 2560/2001 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 grudnia 2001 r. w sprawie płatności transgranicznych w euro.

15 Zob. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/crossborder/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/crossborder/index_en.htm).

16 Opinia w sprawie nowych regulacji dotyczących płatności transgranicznych we Wspólnocie (CON/2009/1).

działalności instytucji zajmujących się pieniądzem elektronicznym<sup>17</sup>. Komisja stoi na stanowisku, że nie widać oczekiwanych postępów w obszarze wprowadzania i użytkowania pieniądza elektronicznego. Proponuje więc wnieście poprawek do przedmiotowej dyrektywy. Z perspektywy EBC zmiana jest pożądana, niemniej niektóre elementy propozycji Komisji budzą niepokój, szczególnie te powiązane z ramami ostrożnościowymi i statusem instytucjonalnym podmiotów przetwarzających pieniądz elektroniczny<sup>18</sup>.

#### **ŚWIADCZENIE PRZEZ BANKI CENTRALNE USŁUG SPRZYJAJĄCYCH INTEGRACJI FINANSOWEJ**

TARGET2, system płatności Eurosystemu drugiej generacji dla płatności wysokokwotowych, pomyślnie uruchomiono 19 listopada 2007 r. W pełni zastąpił on system płatności pierwszej generacji TARGET w dniu 19 maja 2008 r. Nowy system zaprojektowano z myślą o udostępnieniu rynkom pieniężnym i finansowym strefy euro efektywnego i bezpiecznego mechanizmu dokonywania w czasie rzeczywistym rozrachunków płatności w euro w walucie banku centralnego. System TARGET2 wyraźnie pokazuje, jak Eurosystem przyczynia się do procesu budowania europejskiej integracji finansowej. Nigdy wcześniej nie osiągnięto tak całkowitej integracji i harmonizacji infrastruktury rynkowej na poziomie europejskim. Zlikwidowano tym samym wcześniejszy problem związany z rozdrobnionym procesem zarządzania płynnością banku centralnego i realizacji płatności wysokokwotowych. Dzięki nowym funkcjonalnościom systemu rozpoczęły się i nabrały dynamiki zmiany organizacyjne w sektorze instytucji kredytowych, jakie prowadzą działalność w kilku krajach europejskich. Pojawiła się możliwość, by wspomniane podmioty udoskonaliły swoje funkcje związane z wprowadzaniem danych i skonsolidowały proces zarządzania płynnością w euro (zob. podrozdział 2.1, rozdział 2).

Ponadto Eurosystem i uczestnicy rynku kontynuowali swoją pracę nad projektem systemu TARGET2-Securities (T2S). T2S stanie się wielowalutową platformą wykorzystywaną przez

europejskie centralne depozyty papierów wartościowych dla prowadzenia rozrachunków transakcji papierami wartościowymi w pieniądzu banku centralnego. W dniu 17 lipca 2008 r. Rada Prezesów zdecydowała o budowie T2S i powierzyła odpowiedzialność za opracowanie systemu i jego funkcjonowanie Deutsche Bundesbankowi, Banco de España, Banque de France i Banca d'Italia. Poprzez umożliwienie zharmonizowanych, transgranicznych i odmiejszczonych usług rozrachunków tak w euro, jak i w innych walutach, T2S zasadniczo przybliży perspektywę osiągnięcia zintegrowanego rynku papierów wartościowych i w znacznym stopniu przyczyni się do rozwoju integracji finansowej w Europie (zob. podrozdział 2.2, rozdział 2).

Tytułem zakończenia, w lipcu 2008 r. Rada Prezesów zdecydowała o utworzeniu wspólnej dzielonej platformy (CCBM2) w obszarze zarządzania zabezpieczeniami dla krajowych banków centralnych strefy euro celem konsolidacji i zwiększenia wydajności wewnętrznych systemów Eurosystemu i optymalizacji zarządzania płynnością i zabezpieczeniami przez kontrahentów. Rada Prezesów wyznaczyła Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique i De Nederlandsche Bank do rozwoju i obsługi platformy z ramienia Eurosystemu. W chwili obecnej trwają nad nią prace przy ścisłej współpracy z uczestnikami rynku (zob. podrozdział 2.3, rozdział 2).

17 Zob. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/emoney/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/emoney/index_en.htm).

18 Opinia nt. dyrektywy w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością (CON/2008/84).

## 4 NADZÓR NAD SYSTEMAMI PŁATNOŚCI I INFRASTRUKTURĄ RYNKOWĄ

Systemy rozliczeń płatności oraz systemy rozrachunku papierów wartościowych stanowią rdzeń infrastruktury niezbędnej do właściwego funkcjonowania gospodarek rynkowych. Są one nieodzowne do zapewnienia efektywnego przepływu płatności za towary, usługi i aktywa finansowe. Muszą sprawnie funkcjonować w interesie polityki pieniężnej banków centralnych, zachowania stabilności i zaufania do waluty, systemu finansowego i całej gospodarki.

W ramach swojej odpowiedzialności nadzorczej Eurosystem dąży do zapewnienia bezpieczeństwa i skuteczności systemów rozliczeń płatności i rozrachunku papierów wartościowych oraz kontrahentów na szczeblu centralnym, którzy prowadzą działalność w euro. Stosuje do tego celu m.in. minimalne standardy i wymogi. Celem sprawowanej funkcji nadzorczej jest w szczególności utrzymanie globalnej stabilności systemów płatności poprzez ograniczenie narażenia na ryzyko systemowe. W tym kontekście, organy nadzoru z reguły zajmują się zarówno poszczególnymi systemami płatności i rozrachunku papierów wartościowych, jak też – mając na uwadze istniejące pomiędzy nimi współzależności – całą infrastrukturą rynku. Instrumenty płatnicze również wchodzą w zakres obowiązków nadzoru Eurosystemu, który koncentruje się przede wszystkim na ich bezpieczeństwie i sprawnym działaniu.

Na mocy Traktatu odpowiedzialność nadzorcza spoczywa na Eurosystemie. W celu skutecznego i sprawnego nadzoru, EBC i wchodzące w skład Eurosystemu krajowe banki centralne sprawują funkcje nadzorcze w taki sposób, aby zdecentralizowane struktury działały na rzecz Eurosystemu, a jednocześnie, aby zapewnić koordynację działań nadzorczych i zrównoważone wykorzystywanie całości środków, jakie mają do dyspozycji w ramach prowadzonej przez siebie polityki. Polityka i wymogi Eurosystemu stanowią odzwierciedlenie uznanych na całym świecie standardów precyzyjnie dostosowanych do konkretnych warunków i potrzeb Eurosystemu.

### 4.1 SYSTEMY WYSOKOKWOTOWYCH PŁATNOŚCI I DOSTAWCY USŁUG INFRASTRUKTURALNYCH

Eurosystem nadzoruje wszystkie systemy wysokowotowych płatności, w których dokonuje się rozrachunku transakcji w euro, również te, którymi sam zarządza. Stosuje on jednolite standardy nadzorcze zarówno do swoich własnych systemów, jak i tych, które znajdują się w rękach prywatnych operatorów. Wspomniane standardy to *Podstawowe zasady dla systemowo ważnych systemów płatności (Core Principles for Systemically Important Payment Systems)*, określone przez Komitet ds. Płatności i Systemów Rozrachunku grupy G10 i przyjęte przez Radę Prezesów w 2001 r. Dopełniają je oczekiwania Eurosystemu dotyczące utrzymania ciągłości działalności operacyjnej w odniesieniu do systemów płatności o znaczeniu systemowym przyjęte przez Radę Prezesów w 2006 r., a które mają zostać wdrożone przez wszystkie ważne z systemowego punktu widzenia systemy płatności w strefie euro do czerwca 2009 r.

Co warto podkreślić, kluczowa infrastruktura płatnicza dla rozrachunków transakcji denominowanych w euro (TARGET2, EURO1 i CLS), dostawcy usług infrastrukturalnych (jak system SWIFT) oraz infrastruktura prowadząca rozliczenia i rozrachunki w euro papierów wartościowych sprostali wyzwaniom związanym z zaburzeniami, jakie utrzymywały się w 2008 r. na rynkach finansowych. Patrząc z perspektywy nadzoru z wydarzeń tych można się wiele nauczyć, zwłaszcza jeśli chodzi o znaczenie właściwych kompetencji zarządczych operatorów systemu i dobrze opracowanych zasad komunikacji kryzysowej pomiędzy organami nadzoru, pozostałymi istotnymi organami władzy i dostawcami infrastruktury rynkowej.

#### TARGET2 (TRANSEUROPEJSKI ZAUTOMATYZOWANY BŁYSKAWICZNY SYSTEM ROZRACHUNKU BRUTTO W CZASIE RZECZYWISTYM)

Zainicjowane w listopadzie 2007 r. stopniowe przejście od systemu TARGET do systemu

TARGET2 przebiegło sprawnie i terminowo, gdyż trzecia i ostatnia grupa krajowych sektorów bankowych pomyślnie przystąpiła do systemu TARGET2 19 maja 2008 r. Całość działań nadzorczych w ramach systemu TARGET2 prowadzi i koordynuje EBC, w ścisłej współpracy z zaangażowanymi krajowymi bankami centralnymi, które nadzorują funkcjonowanie systemu TARGET2 na poziomie lokalnym i dobrowolnie wnoszą swój wkład w nadzór nad działaniem systemu TARGET2 na szczeblu centralnym.

Na początku 2007 r., jeszcze przed sfinalizowaniem prac nad systemem TARGET2, organy nadzoru nad systemem TARGET2 zapoczątkowały proces kompleksowej oceny struktury systemu TARGET2 pod kątem jego zgodności z podstawowymi zasadami dla systemowo ważnych systemów płatności oraz oczekiwaniami nadzorczymi Eurosystemu w zakresie ciągłości działania systemowo ważnych systemów płatności. Pierwsze wyniki oceny były zachęcające. Na zakończenie 2007 r. organy nadzoru nad systemem TARGET2 uznały, że spełni on prawdopodobnie istotne podstawowe zasady, o ile na przestrzeni 2008 r. operatorzy systemu zgodnie z ustalonym planem działania zastosują się do wielu wniosków dotyczących nadzoru. W listopadzie 2008 r. operatorzy systemu przedłożyli organom nadzoru raport zawierający szczegółowy opis pracy nad zagadnieniami poruszonymi w planie działalności. Organy nadzoru nad systemem TARGET2 zapoznaly się z tym raportem i działaniami podjętymi przez operatorów systemu TARGET2 i w marcu 2009 r. przedstawiły organom decyzyjnym EBC raport końcowy dotyczący oceny struktury systemu TARGET2. Raport wraz oceną zostanie upubliczniony. Zdaniem organów nadzoru nad systemem TARGET2 działanie systemu było zgodne z oczekiwaniami. Tylko jeden poważniejszy incydent, jaki miał miejsce 30 czerwca 2008 r., wymagał specjalnej uwagi i działania ze strony organów nadzoru nad systemem TARGET2. Niektóre rekomendacje nadzorcze związane z tym incydentem zostały omówione z operatorem systemu i wprowadzono pewne środki zaradcze.

## **EURO1**

System EURO1 jest systemem płatności wysokokwotowych dla transakcji transgranicznych i krajowych w euro pomiędzy bankami prowadzącymi działalność w UE. Operatorem tego systemu jest spółka rozliczeniowa Euro Banking Association, EBA CLEARING. System EURO1 działa na zasadzie wielostronnego rozrachunku netto. Pozycje uczestników systemu EURO1 na koniec dnia są ostatecznie rozliczane w pieniądzu banku centralnego za pośrednictwem systemu TARGET2, przy czym w roli agenta rozliczeniowego występuje EBC. Działania nadzorcze w 2008 r. koncentrowały się, m.in. na migracji rozliczonych na koniec dnia pozycji z systemu EURO1 do systemu TARGET2 przeprowadzonej w maju 2008 r., kiedy poprzedni system TARGET zakończył swoją pracę. Migracja rozrachunków do systemu TARGET2 została zakończona bez zakłóceń.

W dniu 7 lipca 2008 r. w ramach funkcjonalności elastycznego rozrachunku (Flexible Settlement Capability) (tzw. pomostu płynności – ang. *liquidity bridge*), EBA CLEARING wprowadził dwie dodatkowe sesje dystrybucji płynności w systemie EURO1, jedną o 13.00, a drugą – o 15.30. Dzięki funkcji pomostu płynności sprawniej przebiega jej przetwarzanie. W innym przypadku musiałyby one zostać zawieszane ze względu na to, że banki wykorzystywały swoje limity uznania lub obciążenia w systemie EURO1. Celem dwóch dodatkowych sesji dystrybucji płynności jest ograniczenie salda utrzymywanego na przejściowym koncie technicznym (ang. *pre-settlement account*) w aplikacji EURO1, prowadzonym w systemie TARGET2 i maksymalizacja recylingu nierozliczonej płynności (ang. *pre-funded liquidity*). Utworzenie takich dodatkowych sesji spotkało się z pozytywną oceną organów nadzoru, zarówno tych odpowiedzialnych za aplikację EURO1, jak i za system TARGET2.

## **ZINTEGROWANY SYSTEM ROZRACHUNKU CIĄGŁEGO**

Zintegrowany system rozrachunku ciągłego (Continuous Linked Settlement – CLS) zapew-

nia wielowalutowe usługi jednoczesnego, tj. realizowanego na zasadzie płatność za płatność (ang. *payment vs payment – PvP*), rozrachunku z nieodwracalnością poleceń płatniczych z tytułu transakcji walutowych. Poprzez mechanizm płatność za płatność, CLS praktycznie eliminuje ryzyko rozrachunku walutowego, tzn. ryzyko, że jedna ze stron transakcji walutowej wypłaci środki, ale nie otrzyma waluty, jaką nabyła.

System CLS uruchomiono w 2002 r. i w początkowym okresie służył do rozrachunków transakcji walutowych w 7 głównych walutach, m.in. w euro. Od kiedy organy nadzoru nad systemem CLS wyraziły zgodę na dopuszczenie w 2008 r. do rozrachunku w systemie CLS meksykańskiego peso i izraelskiego szekela, system w chwili obecnej obsługuje 17 walut. Ponadto CLS prowadzi rozrachunek jednowalutowych transakcji płatniczych powiązanych z ograniczonym zestawem instrumentów finansowych, pozagieldowych transakcji pochodnymi instrumentami kredytowymi (ang. *over-the-counter - OTC*) i terminowych transakcji nie podlegających dostawie (ang. *non-deliverable forward<sup>19</sup> transactions*).

Organem zarządzającym systemem CLS jest CLS Bank International (CLS Bank) z Nowego Jorku. CLS Bank stanowi własność banków i innych instytucji finansowych sektora prywatnego. Na podstawie wspólnych uzgodnień nadzorczych, obejmujących banki centralne państw z grupy G10 oraz banki centralne państw z krajów, których waluty podlegają rozrachunkowi w systemie CLS, nadrzędna odpowiedzialność nadzorcza nad CLS spoczywa na Systemie Rezerwy Federalnej USA. W ramach powyższych uzgodnień nadzorczych nadrzędna odpowiedzialność nadzorczą nad CLS w zakresie rozrachunków w euro sprawuje EBC (w ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnym państw strefy euro).

W ujęciu wartościowym system CLS jest największym poza strefą euro systemem płatności dokonującym rozrachunku transakcji w euro. Eurosystem poświęca więc wiele uwagi

kwestiom bezpieczeństwa i wydajności tego systemu, a także jego zgodności z zasadami polityki Eurosystemu<sup>20</sup>. W grudniu 2008 r. w systemie CLS dokonano dziennie rozrachunku średnio 473 000 transakcji walutowych, o średniej dziennej wartości równorzędnej 3,3 bln euro<sup>21</sup>. Stanowi to istotny wzrost w porównaniu z grudniem 2007 r., kiedy to średnia dzienna liczba transakcji wynosiła 381 436, a ich wartość odpowiadała 2,9 bln euro. Dzięki 21% udziałowi we wszystkich transakcjach objętych rozrachunkiem w systemie CLS, euro wciąż było drugą – po dolarze amerykańskim (około 44%) – najważniejszą walutą w rozrachunkach. W 2008 r. średnia dzienna wartość transakcji przeprowadzanych w systemie CLS rozliczanych w euro wynosiła 560 mld euro.

W 2008 r. BIS opublikował raport, w którego powstanie zaangażował się Eurosystem, *Progress in reducing foreign exchange settlement risk<sup>22</sup>*. Wynika z niego, że zatwierdzona w 1996 r. przez banki centralne krajów należących do grupy G10 kompleksowa długoterminowa strategia znacząco zmniejszyła ryzyko systemowe z tytułu procedur rozrachunku transakcji walutowych. Z drugiej jednak strony podkreślono, że poszczególne instytucje, grupy przemysłowe i banki centralne mogą i powinny zintensyfikować działania na rzecz opanowania pozostałego ryzyka i czuwać, by nie zaprzepaścić dotychczasowych osiągnięć.

19 Określone jako „gotówka poddana rozrachunkowi netto” terminowe transakcje walutowe, gdzie obie strony ustalają, że przystąpią do dwóch referencyjnych transakcji walutowych i przeprowadzą rozrachunek różnicy pomiędzy obiema referencyjnymi transakcjami walutowymi w gotówce lub w uzgodnionej walucie. Waluty określone dla obu referencyjnych transakcji walutowych nie podlegają fizycznej wymianie pomiędzy stronami transakcji terminowej nie podlegającej dostawie.

20 *The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions*, EBC, lipiec 2007.

21 Rozrachunek gotówkowy dla każdej operacji walutowej obejmuje 2 transakcje płatności, po jednej dla każdej z uczestniczących walut. W ten sposób w grudniu 2008 r. w systemie CLS przeprowadzono rozrachunek 236 396 operacji o średniej dziennej wartości odpowiadającej ok. 1,65 bln. euro.

22 <http://www.bis.org/publ/cps83.htm>.

## SWIFT

Wraz z pozostałymi bankami centralnymi krajów należących do grupy G10 EBC uczestniczy we wspólnym nadzorze nad systemem SWIFT. W charakterze nadrzędnego organu nadzoru w tej grupie występuje Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique. Wspólny nadzór G10 nad systemem SWIFT koncentruje się na kwestiach bezpieczeństwa, sprawności operacyjnej, ciągłości działania i odporności infrastruktury systemu SWIFT. Aby zapewnić realizację powyższych celów przez ten system, grupa nadzorcza przeprowadziła w 2008 r. kontrolę, sprawdzając, czy wprowadza on odpowiednie zasady zarządzania, struktury, procesy, procedury zarządzania ryzykiem oraz systemy kontroli pozwalające efektywnie zarządzać potencjalnym ryzykiem, jakie może zagrażać właściwemu działaniu infrastruktury rynku i, ogólnie, stabilności finansowej.

W 2008 r. organy nadzoru nad systemem SWIFT szczególną uwagę poświęcały projektowi przeniesienia go do wieloobszarowej architektury komunikacyjnej (ang. *multi-zone messaging architecture*). Działanie systemu SWIFT zostanie podzielone na dwa obszary: transatlantycki i europejski, przez co zwiększą się możliwości operacyjne jego infrastruktury, poprawi odporność, tym samym sprosta on europejskim wymogom w zakresie ochrony danych. W ramach projektu w okresie 2010-2013 w dwóch etapach powstanie nowe globalne centrum operacyjne z siedzibą w Europie, obejmujące swoim zakresem działalności oba powyższe obszary: transatlantycki i europejski. Europejscy klienci systemu SWIFT automatycznie zostaną przypisani do strefy europejskiej, a wszystkie dokonywane przez nich płatności wewnątrz strefy euro będą przetwarzane i archiwizowane w Europie. Organ nadzoru spoza Europy analizują procesy systemu SWIFT pod kątem jego architektury i dostosowania jej do lokalnych uwarunkowań, jednocześnie sprawdzają, czy zwraca się należyta uwaga na utrzymanie odporności systemu SWIFT i dostępność jego usług, które determinują zachowanie stabilności finansowej na świecie.

## 4.2 SYSTEMY I INSTRUMENTY PŁATNOŚCI DETALICZNYCH

Prowadzony przez Eurosystem nadzór obejmuje również systemy i instrumenty płatności detalicznych. W 2008 r. EBC w dalszym ciągu monitorował sprawne funkcjonowanie systemu STEP2, systemu płatniczego dla detalicznych płatności transgranicznych w euro, obecnie przetwarzającego coraz większą liczbę płatności krajowych, prowadzonego przez EBA CLEARING. W 2008 r. należało ocenić pod kątem przyjętych standardów nadzoru wiele zmian wprowadzonych do systemu.

EBA CLEARING 28 stycznia 2008 r. udostępniło, w ramach systemu STEP2, usługę paneuropejskiego polecenia przelewu (ang. *SEPA credit transfer service*). Umożliwi to przetwarzanie poleceń przelewu wedle przyjętych przez Europejską Radę ds. Płatności (European Payments Council – EPC) zasad i procedur dla tego rodzaju operacji. W odpowiedzi na zapotrzebowanie wynikłe z migracji krajowych płatności krajów strefy euro, w maju 2008 r. nową usługę uzupełniono o dodatkowy cykl śróddzienny. Istotną zmianę wprowadzono 8 grudnia 2008 r., wraz przeniesieniem rozrachunku paneuropejskiego polecenia przelewu do systemu TARGET2. Wcześniej paneuropejskie polecenia przelewu podlegały rozrachunkom w systemie EURO1, tak jak to ma miejsce do tej pory w przypadku innych usług systemu STEP2. Zmiany nie miały wpływu na poziom zgodności systemu STEP2 z przyjętymi standardami nadzoru.

W styczniu 2008 r. Rada Prezesów zatwierdziła ogólne zasady nadzoru nad systemami płatności działającymi w strefie euro, uwzględniając przy tym uwagi wynikające z konsultacji publicznych, jakie odbyły się w 2007 r. W maju 2008 r. Eurosystem zastosował nowo wprowadzone standardy nadzoru do własnej oceny struktury funkcjonujących w strefie euro systemów płatności kartowych. Procesowi oceny podlega 26 systemów, w tym 4 międzynarodowe. Międzynarodowe systemy kart płatniczych przeprowadzają oceny partnerskie (ang. *peer reviews*),



których dokonuje bank centralny posiadający nadrzędne kompetencje w dziedzinie nadzoru i inne zgłaszające się banki centralne<sup>23</sup>. Celem zapewnienia równorzędnego stosowania standardów nadzorczych, grupy weryfikują nawzajem wystawione przez siebie wszystkie oceny poszczególnych krajowych i międzynarodowych systemów kartowych. Jak się przewiduje, zostanie opublikowany całościowy raport zawierający ocenę i wszystkie kluczowe wyniki na poziomie zagregowanym.

W 2008 r. Eurosystem rozpoczął prace nad ogólnymi zasadami nadzoru nad nowymi instrumentami płatniczymi systemu SEPA opracowanymi przez EPC, a mianowicie systemem paneuropejskiego polecenia przelewu udostępnionym od 28 stycznia 2008 r. i zaplanowanym na 2009 r. instrumentem polecenia zapłaty. Po przygotowaniu ogólnych zasad nadzoru przewiduje się opublikowanie ich w celu poddania konsultacjom społecznym.

#### 4.3 ROZLICZENIE I ROZRACHUNEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

Eurosystem poświęca dużo uwagi sprawnemu funkcjonowaniu systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, ponieważ zakłócenia w rozliczaniu, rozrachunku i przechowywaniu zabezpieczeń mogłyby zagrozić realizacji polityki pieniężnej, sprawnemu funkcjonowaniu systemów płatniczych oraz utrzymaniu stabilności finansowej.

Będąc użytkownikiem systemów rozrachunku papierów wartościowych (SSS) w strefie euro, Eurosystem ocenia ich zgodność ze standardami użytkownika Eurosystemu oraz połączenia pomiędzy nimi<sup>24</sup>. Systemy rozrachunku papierów wartościowych oraz połączenia pomiędzy nimi mogą być wykorzystywane do prowadzenia operacji kredytowych Eurosystemu, jeśli spełniają te standardy. Kryterium powyższe stanowi również podstawę do oceny przez Eurosystem nowych systemów tego rodzaju i połączeń pomiędzy nimi oraz

istotnych aktualizacji systemów już funkcjonujących.

W 2008 r. oceniono i uznano za zgodne ze standardami użytkownika Eurosystemu nowy system (VP Lux) oraz jedno nowe połączenie pośrednie (ang. *relayed links*). Rada Prezesów, w ramach przygotowań do przystąpienia Słowacji do strefy euro w dniu 1 stycznia 2009 r., oceniła systemy rozrachunku papierów wartościowych na Słowacji. Uznano, że systemy rozrachunku papierów wartościowych w tym kraju spełniają standardy użytkownika i kwalifikują się do wykorzystania w charakterze zabezpieczeń przy prowadzeniu polityki pieniężnej Eurosystemu i w śróddziennych operacjach kredytowych. Eurosystem przeprowadził też po raz pierwszy kompleksową ocenę wszystkich funkcjonujących już systemów rozrachunku papierów wartościowych, połączeń między nimi oraz połączeń pośrednich. Wyniki tej oceny są oczekiwane na wiosnę 2009 r.

W 2008 r. Eurosystem ocenił nowe rozwiązanie dotyczące utrzymywania międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych w globalnie rejestrowanej formie (ang. *global registered form*), emitowanych wspólnie przez 2 międzynarodowe depozyty papierów wartościowych szczebla centralnego; Euroclear Bank (Belgia) i Clearstream Banking Luxembourg. Nowe porozumienie – jakie ma zostać wprowadzone w połowie 2010 r. – powieli podstawowe zapisy porozumienia dotyczące globalnego papieru dłużnego (ang. *New Global Note*) wprowadzonego w 2006 r. dla międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych w ujednoliconej formie na okaziciela (ang. *global bearer form*). Ze względu na spadek emisji międzynarodowych dłużnych papierów wartościowych w formie imiennej (ang. *indi-*

23 Europejski Bank Centralny jest nadrzędnym organem nadzoru Eurosystemu dla VISA, American Express i Diners/Discover. W charakterze członka grupy oceniającej uczestniczy on we wspólnym nadzorze nad MasterCard, podczas gdy Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique występuje jako bank centralny z nadrzędnymi kompetencjami w dziedzinie nadzoru.

24 *Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations*, Europejski Instytut Walutowy, styczeń 1998.

*vidual note form*), zmiana struktury ich przechowywania nie była uzasadniona. W efekcie zdecydowano się na wycofanie tej kategorii papierów wartościowych z listy aktywów kwalifikowanych do wykorzystania w operacjach kredytowych Eurosystemu. Ustalono okres przejściowy upływający 30 września 2010 r., w którym papiery wartościowe tej kategorii, wyemitowane przed tą datą, będzie można nadal wykorzystywać w charakterze zabezpieczeń.

#### **REKOMENDACJE ESBC-CESR W ZAKRESIE ROZLICZEŃ I ROZRACHUNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ**

W 2001 r. Rada Prezesów zatwierdziła ramy współpracy pomiędzy ESBC a CESR (Committee of European Securities Regulators – Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych) w dziedzinie rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych. W tym samym roku powstała wspólna grupa robocza. Miała ona za zadanie przenieść na grunt UE rekomendacje Komitetu ds. Systemów Płatności i Rozrachunku (Committee for Payment and Settlement Systems – CPSS) oraz Międzynarodowej Organizacji [Wysokich] Urzędników Komisji ds. Papierów Wartościowych (International Organization of Securities Commissioners – IOSCO) dotyczące systemów rozrachunku papierów wartościowych (rekomendacje CPSS-IOSCO), a od 2004 r. – także rekomendacje dla kontrahentów szczebla centralnego. Konieczność uregulowania 3 kwestii dotyczących zakresu, zawartości i podstaw prawnych dla rekomendacji ESBC-CESR wstrzymała pracę nad tym projektem w 2005 r.

Rada ECOFIN 3 czerwca 2008 r. oficjalnie wezwała ESBC i CESR do przyjęcia i sfinalizowania projektu Standardy użytkowania systemów rozrachunku papierów wartościowych UE w operacjach kredytowych ESBC do jesieni 2008 r., z uwzględnieniem wielu zasad, a mianowicie: a) przyjęty tekst powinien przybrać formę niewiążących rekomendacji adresowanych wyłącznie do organów władzy publicznej, nie zaś do uczestników rynku, b) jego

zakres powinien objąć międzynarodowe depozyty papierów wartościowych szczebla centralnego, pominąć natomiast banki powiernicze oraz c) w odniesieniu do kontroli ryzyka kredytowego i ryzyka płynności należy przyjąć wzorce zatwierdzone w grupie G10 – tzn. dziewiątą rekomendacją CPSS-IOSCO dotyczącą systemów rozrachunku papierów wartościowych.

W odpowiedzi na wniosek Rady ECOFIN grupa robocza ESBC-CESR podjęła wstrzymane uprzednio prace i przygotowała pakiet projektów rekomendacji, poddanych pod konsultacje społeczne w okresie od 23 października 2008 r. do 23 stycznia 2009 r. W tym czasie wysłuchano głosu zainteresowanych stron.

W prace nad projektem na różnych etapach jego realizacji zaangażował się Parlament Europejski, Komisja Europejska, CEBS (Committee of European Banking Supervisors – Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego), uczestnicy rynku i partnerzy społeczni. Oczekuje się, że na zakończenie pierwszego kwartału 2009 r. CESR, Rada Prezesów i krajowe banki centralne spoza strefy euro ostatecznie zatwierdzą zaktualizowane rekomendacje. Jednocześnie CEBS prowadzi działania o charakterze analitycznym w celu ustalenia obszarów, gdzie mogą być potrzebne dalsze działania zmniejszające rozdźwięk między rekomendacjami ESBC-CESR a regulacjami bankowymi mającymi zastosowanie w bankach prowadzących wewnętrzną działalność rozliczeniowo-rozrachunkową.

W swoim docelowym kształcie rekomendacje posłużą organom nadzoru banków centralnych i jednostkom regulacyjnym ds. papierów wartościowych do zagwarantowania bezpieczeństwa i sprawności rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych w UE, a jednocześnie także do zapewniania równych warunków działania dla różnych infrastruktur. Rekomendacje ESBC-CESR uzupełniają działalność pozostałych forów UE. Uznaje się je za jeden z filarów polityki dotyczącej sektora rozliczania transakcji finansowych, obok systemu TARGET2-Se-

curities, kodeksu postępowania dotyczącego rozliczeń i rozrachunku oraz demontażu przeskód Giovanniego.

#### **OGRANICZENIE RYZYKA KONTRAHENTA W SWAPACH NA ZWŁOKĘ W SPŁACIE KREDYTU**

Jak podają statystyki BIS, w czerwcu 2008 r. kwota referencyjna otwartych swapów na zwłokę w spłacie kredytu (ang. *credit default swaps*) na poziomie 57 bln USD i stanowiła ok. 8% wszystkich pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Potrzeba wprowadzenia odporniejszych procedur operacyjnych dla uporządkowania procesu przetwarzania pozagiełdowych transakcji instrumentami pochodnymi, zauważona w raporcie CPSS z marca 2007 r. na temat nowych rozwiązań w rozliczeniach i rozrachunku (*New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*), stała się bardziej paląca w następstwie zaburzeń na rynku finansowym w 2008 r. W takim kontekście 3 listopada 2008 r. EBC spotkał się z udziałowcami europejskimi, żeby omówić powołanie partnerów centralnych (ang. *central counterparty – CCP*) dla swapów na zwłokę w spłacie kredytu. W spotkaniu uczestniczyli potencjalni dostawcy partnerów centralnych, pośrednicy, użytkownicy i regulatorzy. Posiedzenie było dopełnieniem inicjatyw podjętych w tym przedmiocie przez Bank Rezerwy Federalnej z Nowego Jorku i Komisję Europejską. EBC uczestniczył także w grupie roboczej powołanej przez Komisję Europejską do spraw krótko- i długoterminowego nadzoru, regulacji i konkurencji na rynku instrumentów pochodnych w celu promowania stabilności finansowej. Interesariusze podkreślili zalety modelu opartego na większej liczbie rozwiązań, w tym przynajmniej jednego o wymiarze europejskim. W dniu 18 grudnia 2008 r. Rada Prezesów podkreśliła znaczenie wzmocnienia infrastruktury obrotu pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi oraz potrzebę funkcjonowania przynajmniej jednego europejskiego partnera centralnego w przypadku kredytowych instrumentów pochodnych. Zważywszy na potencjalne znaczenie systemowe, taki partner centralny powinien znajdować się na terenie strefy euro.

Eurosystem podziela opinię Forum Stabilności Finansowej (Financial Stability Forum) i Komisji Europejskiej, że należy ograniczyć ryzyko kontrahenta oraz zwiększyć przejrzystość rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych, przede wszystkim w obszarach o znaczeniu systemowym (tj. kredytowych instrumentów pochodnych). Dołączenie partnerów centralnych do pozagiełdowych instrumentów pochodnych uznaje się za korzystne rozwiązanie. Partnerzy centralni koncentrują otwarte pozycje w jednym obszarze, dzięki czemu a) zmniejsza się ryzyko kontrahenta, na jakie narażeni są uczestnicy rynku, i usprawnia zarządzanie ryzykiem; b) rynek staje się bardziej spójny i przejrzysty, a informacja bardziej dostępna; c) ujednolicają się kryteria oceny narażenia na ryzyko oraz d) uwalnia się zabezpieczenia. Eurosystem ogłosił swój zamiar współpracy z innymi organami władzy w dążeniu do większej skuteczności wspólnego działania, jakie w przedmiotowym zakresie podejmuje sektor prywatny. W grudniu 2008 r. w odpowiedzi na ryzyko związane z pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi Rada ECOFIN poprosiła ESBC i CESR o przyjęcie projektu rekomendacji w sprawie partnerów centralnych.

#### **4.4 POZOSTAŁE DZIAŁANIA**

Dążąc do informowania organów władzy publicznej, dostawców infrastruktury rynkowej i uczestników rynku, jak też ogółu społeczeństwa o zmianach w zakresie ogólnych zasad nadzoru i działań nadzorczych, jakie prowadzi w odniesieniu do poszczególnych systemów płatności, 11 lipca 2008 r. EBC opublikował raport nt. nadzoru nad systemami płatności i infrastrukturą rynkową za 2007 r. (*Payment systems and market infrastructure oversight report 2007*). Był on pierwszą publikacją poświęconą działalności nadzorczej realizowanej przez EBC. Zakres raportu zostanie poszerzony. Kolejne edycje przyjmą formę raportu z działalności nadzorczej prowadzonej przez Eurosystem.

Mając na uwadze, że infrastruktury płatności i papierów wartościowych mają podsta-

wowe znaczenie dla właściwego funkcjonowania gospodarek rynkowych, ważne jest, aby te infrastruktury, w tym ich uczestnicy oraz strony trzecie będące dostawcami usług, wdrażały skuteczne i efektywne procedury zarządzania ryzykiem i zapewnienia ciągłości działania oraz by były one zgodne z odpowiednimi normami krajowymi oraz międzynarodowymi. Pamiętając o wielu zależnościach, jakie istnieją pomiędzy infrastrukturami poszczególnych rynków, jak też konieczności zapewnienia ożywionej wymiany informacji i wzajemnego zrozumienia, EBC oraz krajowe banki centralne państw członkowskich UE uzgodniły, że będą upowszechniać wzajemne dzielenie się informacją o krajowych i międzynarodowych standardach o istotnym znaczeniu dla odporności operacyjnej, a w szczególności dla ciągłości działania. W lutym 2008 r. EBC udostępnił stronę internetową poświęconą ciągłości działania infrastruktury rynkowej<sup>25</sup>. Zainteresowane strony mogą tam znaleźć informację o obowiązujących standardach dotyczących ciągłości działania dla funkcjonujących w Europie infrastruktur, glosariusz fachowej terminologii oraz aktualne informacje o ostatnich zmianach w omawianym zakresie w Europie. Stronę zaopatrzone w odnośniki do banków centralnych i innych organów regulacyjnych, które ustanawiają istotne standardy i praktyki rynkowe w swoich krajach (m.in. w krajach pozaeuropejskich, takich jak Stany Zjednoczone, Hong Kong i Japonia).

W celu zapewnienia, że we wszystkich publikacjach ESBC dotyczących płatności, rozliczeń i rozrachunku używane jest jednolite słownictwo, 30 września 2008 r. EBC opublikował do konsultacji społecznych glosariusz terminologii z zakresu technicznych aspektów systemów płatności, rozliczeń i rozrachunku w UE. Aby przyczynić się do zaakceptowania terminów, które weszły do glosariusza, opatrzone je definicjami napisanymi przystępnym językiem pozbawionym prawniczych zwrotów. Ostateczną wersję glosariusza EBC opublikuje na swojej stronie internetowej.

Tytułem podsumowania, co roku EBC publikuje dane statystyczne dotyczące jego transakcji płat-

niczych, obrotu papierami wartościowymi, rozrachunku i rozliczeń. Dane za 2007 r., w podziale krajowym i wyłącznie w formie elektronicznej, są udostępnione na stronie internetowej EBC poprzez Hurtownię Danych Statystycznych. Dane za 2007 r. opublikowano 26 listopada 2008 r.

25 Strona internetowa znajduje się pod adresem: <http://www.ecb.europa.eu/paym/pol/bc/html/index.en.html>.



Willem F. Duisenberg na swoim przyjęciu pożegnalnym w dn. 22 października 2003 r. wręcza Jeanowi-Claude'owi Trichetowi dzwon używany w czasie posiedzeń Rady Prezesów

**CZĘŚĆ 5**

# **STOSUNKI EUROPEJSKIE I MIĘDZYNARODOWE**

# I ZAGADNIENIA EUROPEJSKIE

W 2008 r. EBC nadal utrzymywał regularne kontakty z instytucjami i organami UE, w szczególności z Parlamentem Europejskim (zob. część 6), Radą ECOFIN, Eurogrupą oraz Komisją Europejską. Prezes EBC uczestniczył w posiedzeniach Rady ECOFIN, podczas których omawiano sprawy związane z zadaniami i celami ESBC, oraz w posiedzeniach Eurogrupy. Prezes Eurogrupy oraz Komisarz ds. Gospodarczych i Walutowych uczestniczyli, gdy uznali to za stosowne, w spotkaniach Rady Prezesów.

## I.1 ZAGADNIENIA STRATEGICZNE

### PAKT STABILNOŚCI I WZROSTU

W 2008 r. początkowo korzystne środowisko makroekonomiczne sprzyjało poprawie sald budżetowych w większości krajów, co doprowadziło do uchylecia procedur nadmiernego deficytu w przypadku pięciu z sześciu państw członkowskich posiadających nadmierny deficyt na koniec 2007 r. W czerwcu 2008 r. Rada ECOFIN zakończyła procedury nadmiernego deficytu w stosunku do Czech, Portugalii, Słowacji oraz Włoch i dokonała tego samego kroku w stosunku do Polski w lipcu 2008 r. W przypadku Słowacji usunięto w ten sposób najpoważniejszą przeszkodę wprowadzenia w tym kraju waluty euro w 2009 r. Zwiększenie deficytu w Grecji w 2007 r. z 2,8% do 3,5% PKB nie spowodowało podjęcia czynności proceduralnych w ramach procedury nadmiernego deficytu.

Pogorszenie otoczenia makroekonomicznego w ciągu roku oraz wpływ kryzysu finansowego na dochody podatkowe stworzyły jednak presję na finanse publiczne i doprowadziły do ponownego pojawienia się wysokich deficytów, zwłaszcza w krajach szczególnie narażonych ze względu na niewystarczający zakres konsolidacji w okresie dobrej koniunktury. W lipcu 2008 r. Rada ECOFIN wszczęła procedurę nadmiernego deficytu w stosunku do Wielkiej Brytanii, zalecając, zgodnie z art. 104 ust. 7 Traktatu, zmniejszenie deficytu do wysokości poniżej 3% PKB do roku obrachunkowego 2009/2010. W 2008 r. Węgry były w dalszym ciągu objęte procedurą nadmiernego deficytu, przy czym termin

skorygowania nadmiernego deficytu wyznaczono na najpóźniej 2009 r. W maju 2008 r. Komisja wydała ponadto „zalecenie w zakresie polityki gospodarczej i budżetowej” dla Francji, wzywając ten kraj do przeprowadzenia koniecznej konsolidacji finansów publicznych i wdrożenia reform strukturalnych. Rozważając potrzebę wprowadzenia wiążących średnioterminowych ram fiskalnych i ryzyko przekroczenia poziomu deficytu wynoszącego 3% PKB, Komisja w czerwcu 2008 r. wydała również zalecenie dla Rumunii.

W maju Eurogrupa zatwierdziła ramy strategiczne ustanowione przez Pakt Stabilności i Wzrostu. Ministrowie zauważyli, że w kilku państwach potrzebne będą bardziej ambitne strategie w celu wypełnienia postanowień prewencyjnej części Paktu i osiągnięcia celów budżetowych zawartych w ustaleniach przyjętych w Berlinie w 2007 r., a mianowicie zobowiązania, że państwa członkowskie osiągną cele średniookresowe w roku 2008 lub 2009, a wszystkie państwa najpóźniej do roku 2010.

W miarę jak zwiększały się zawirowania finansowe w ciągu roku, doprowadzając do zmniejszenia zaufania do sektora finansowego, Rada ECOFIN wezwała w październiku do prowadzenia ostrożnej polityki fiskalnej w celu zwiększenia poziomu zaufania. Ministrowie podkreślili ponownie, że Pakt tworzy odpowiednie ramy działania i powinien być w pełni stosowany. Automatyczne stabilizatory w szczególności powinny pomóc zamortyzować oczekiwane spowolnienie. Jeśli chodzi o długoterminową równowagę finansów publicznych, Rada omówiła propozycje uwzględniania obciążeń fiskalnych spowodowanych starzeniem się społeczeństwa przy określaniu celów średnioterminowych.

### STRATEGIA LIZBOŃSKA

Strategia lizbońska – szeroko zakrojony unijny program reform gospodarczych, społecznych i dotyczących środowiska naturalnego – weszła w 2008 r. w nowy trzyletni cykl strategiczny, który jest drugim cyklem od czasu przeglądu strategii w 2005 r.

Wiosną 2008 r. Rada Europejska potwierdziła znaczenie „Zintegrowanych wytycznych” przyjętych na lata 2005-2008 i podkreśliła, że w obecnym cyklu należy skoncentrować się na realizacji uzgodnionych celów. Rada Europejska uzupełniła wytyczne, wydając zalecenia dla poszczególnych państw członkowskich oraz wytyczne horyzontalne przeznaczone dla krajów strefy euro. Komisję Europejską wezwano do kontynuowania wspólnie z państwami członkowskimi prac nad czytelną i przejrzystą metodologią monitorowania i oceny reform lizbońskich. Aby zagwarantować stałe zaangażowanie na rzecz reform strukturalnych, Rada Europejska wezwała ponadto Komisję, Radę UE i krajowych koordynatorów ds. strategii lizbońskiej do rozpoczęcia refleksji nad jej przyszłością po 2010 r.

Jesienią 2008 r. państwa członkowskie przedstawiły krajowe programy reform. Zawierają one opis postępów, jakie poczyniły państwa członkowskie we wdrażaniu strategii reform strukturalnych. Strategie te mają na celu zapewnienie równowagi i wysokiej jakości finansów publicznych, poprawę otoczenia regulacyjnego dla przedsiębiorstw, wzrostu inwestycji w badania, rozwój i innowacje oraz podjęcie działań zwiększających aktywność zawodową oraz elastyczność rynku pracy. Pod koniec 2008 r. Komisja Europejska opublikowała swój pierwszy dokument oceniający realizację przyjętego pod koniec 2007 r. wspólnotowego programu lizbońskiego na lata 2008-2010, który uzupełnia krajowe programy reform, wyszczególniając działania, które należy podjąć na szczeblu UE. Komisja sugerowała również podjęcie dodatkowych działań w celu wzmocnienia strategii lizbońskiej w ramach Europejskiego planu naprawy gospodarczej<sup>1</sup>.

Europejski Bank Centralny wielokrotnie podkreślał znaczenie wdrażania reform strukturalnych mających na celu zwiększenie wzrostu i zatrudnienia. Zwłaszcza kraje strefy euro powinny podejmować działania reformatorskie w sposób kompleksowy, aby wzmocnić płynne funkcjonowanie UGW.

## ZMIANY NA RYNKU FINANSOWYM I INTEGRACJA FINANSOWA

Polityka realizowana przez UE w 2008 r. w obszarze rynku finansowego w dużym stopniu była zdeterminowana przez kryzys finansowy. W drugiej połowie 2007 r. Rada UE przyjęła trzy dokumenty zawierające wytyczne w odpowiedzi na zawirowania na rynku finansowym, które pojawiły się w sierpniu tego roku. Określały one działania, które należy podjąć w odniesieniu do a) reakcji na zawirowania finansowe, b) wzmocnienia ustaleń UE w zakresie stabilności finansowej oraz c) przeglądu procedury Lamfalussy’ego w zakresie regulacji finansowych i nadzoru.

W 2008 r. dokonano znacznych postępów w zakresie wszystkich tych wytycznych. Jeśli chodzi o reakcje na zawirowania finansowe, w lipcu Komisja Europejska opublikowała swoje propozycje dotyczące warunków autoryzacji, działania i nadzoru nad agencjami ratingowymi. W październiku Komisja przedstawiła propozycję zmiany dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (aby uzyskać więcej szczegółów, zob. rozdział 2 części 4). Aby wzmocnić ustalenia UE w zakresie stabilności finansowej, organy nadzoru, banki centralne i ministrowie finansów UE przyjęli porozumienie (ang. *Memorandum of Understanding*) w sprawie współpracy w zakresie transgranicznej stabilności finansowej, które weszło w życie w czerwcu. Dokonano również znaczących postępów w zakresie przeglądu procedury Lamfalussy’ego, co doprowadziło do ustalenia, że mandaty krajowych organów nadzorczych powinny uwzględniać wymiar unijny do połowy 2009 r. oraz, że dla największych transgranicznych grup finansowych powinny zostać utworzone „kolegia organów nadzorczych”.

<sup>1</sup> Działania te obejmują: a) przyspieszenie realizacji działań poprawiających warunki prowadzenia działalności gospodarczej, b) poprawę funkcjonowania rynków pracy, c) ograniczenie niedoborów wykwalifikowanej siły roboczej i d) dokonywanie inwestycji w infrastrukturę publiczną. Europejski plan naprawy gospodarczej podkreśla również znaczenie poprawy dostępu do rynków międzynarodowych oraz intensyfikację współpracy międzynarodowej organów regulacyjnych.



Gdy kryzys finansowy przybrał na sile jesienią 2008 r., instytucje unijne i państwa członkowskie zwiększyły koordynację działań mających na celu zmierzenie się z nowymi wyzwaniami. Głowy państw lub szefowie rządów strefy euro przyjęli 12 października wspólny plan działania. Rada Europejska zatwierdziła 15 października zasady uzgodnione przez państwa strefy euro i wezwała państwa UE do podjęcia krajowych działań zgodnych z tym planem. W obu spotkaniach uczestniczył Prezes EBC.

Do głównych celów wspólnego planu działania należało zapewnienie właściwych warunków płynnościowych dla instytucji finansowych, ułatwienie finansowania banków, dostarczenie instytucjom finansowym dodatkowych zasobów kapitałowych, umożliwienie skutecznego dokapitalizowania banków dotkniętych problemami oraz zapewnienie wystarczającej elastyczności we wdrażaniu zasad rachunkowości. Utworzono ponadto komórkę ds. kryzysu finansowego w celu umożliwienia przeprowadzenia szybkich i efektywnych działań w sytuacjach kryzysowych. W skład komórki wchodzi przedstawiciele państwa sprawującego prezydencję w UE, przewodniczącego Komisji Europejskiej, prezesa EBC (we współpracy z innymi bankami centralnymi UE), przewodniczącego Eurogrupy, a także rządów państw członkowskich.

#### INNE OBSZARY POLITYKI UE

Europejski Bank Centralny monitorował rozwój wydarzeń w obszarze unijnej polityki w zakresie zmiany klimatu i polityki energetycznej, w obli-

czu ich potencjalnego wpływu na zmiany makroekonomiczne, stabilność cen i pozycję fiskalną. W obszarze polityki energetycznej można oczekiwać, że poprawa funkcjonowania wewnętrznego rynku energii UE będzie miała pozytywny wpływ na zmiany cen energii i zwiększy przewidywalność dostaw energii. W obu tych sferach polityki w roku 2008 koncentrowano się na przekształceniu ambitnych zobowiązań UE w przepisy prawne<sup>2</sup>. Europejski Bank Centralny monitorował również zmiany wspólnej polityki rolnej (WPR), zwłaszcza w zakresie ich wpływu na ceny żywności. W odpowiedzi na gwałtowny wzrost cen żywności Rada UE uzgodniła kilka działań mających na celu poprawę sytuacji w zakresie podaży żywności, takich jak sprzedaż publicznych zapasów, zawieszenie obowiązku pozostawiania przez rolników części ziemi uprawnej odłogiem, zwiększenie kwot mlecznych oraz zawieszenie ceł przywozowych na zboża. Po wprowadzeniu przez Komisję Europejską oceny stanu WPR, w listopadzie 2008 r. Rada UE osiągnęła porozumienie dotyczące modernizacji i usprawniania WPR oraz zniesienia pozostałych ograniczeń dla rolników w odpowiedzi na rosnący popyt na żywność.

2 Zgodnie z pakietem ustaw energetyczno-klimatycznych, przyjętym przez Radę Europejską w 2007 r., UE powinna do roku 2020 ograniczyć emisję gazów cieplarnianych o 20% w porównaniu do roku 1990 oraz zwiększyć wykorzystanie odnawialnych źródeł energii do 20% całkowitego zużycia energii w UE. Unia powinna ponadto zwiększyć efektywność energetyczną o 20%.

#### Ramka 12

##### DZIESIĘĆ LAT UGW

W roku 2008 przypadła dziesiąta rocznica powstania EBC, Eurosystemu i Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Rocznicą ta była okazją do dokonania przeglądu pierwszej dekady istnienia UGW oraz wyciągnięcia wniosków z doświadczeń zdobytych w tym okresie.

W maju 2008 r. EBC opublikował specjalne wydanie Biuletynu Miesięcznego zawierające opis pracy i dokonań Eurosystemu, jak również wyzwań stojących przed Eurosystemem i strefą euro na progu drugiej dekady. Pierwsze dziesięć lat istnienia UGW pokazało zdolność EBC

do wypełniania w pełni mandatu powierzonego mu przez Traktat. Pomimo trudnych warunków zewnętrznych, charakteryzujących się znacznym wzrostem cen surowców, udało się osiągnąć stabilność cen w szerokim zakresie. W strefie euro w latach 1999-2007 ceny konsumpcyjne rosły średnio o 2,1% rocznie, czyli znacznie poniżej średniej rocznej inflacji cen konsumpcyjnych w latach 1990-1998, która wynosiła 3%. Europejskiemu Bankowi Centralnemu udało się również utrzymać długookresowe oczekiwania inflacyjne na poziomie zgodnym z definicją stabilności cen. Unia Gospodarcza i Walutowa sprzyjała również tworzeniu miejsc pracy. Zatrudnienie w strefie euro wzrosło o około 16 mln osób w latach 1999-2007, w porównaniu do wzrostu o około 6 mln osób w latach 1990-1998.

Komisja Europejska wydała w maju komunikat wraz ze sprawozdaniem zatytułowanym *10 lat dziesięć lat istnienia unii gospodarczej i walutowej – sukcesy i wyzwania*, w którym podkreśliła, że dziesięć lat po wprowadzeniu euro odniosło sukces. Komisja przedstawiła też kilka propozycji usprawnienia koordynacji i nadzoru w ramach UGW, zwiększenia międzynarodowej roli strefy euro i promowania efektywnego zarządzania UGW.

Rada ECOFIN omówiła pierwsze dziesięć lat istnienia UGW na spotkaniu 7 października 2008 r. Ministrowie doszli do wniosku, że UGW przyczyniła się do zachowania stabilności makroekonomicznej w ciągu ostatnich dziesięciu lat i że po przeprowadzeniu reform UGW, Unia Europejska jest obecnie lepiej przygotowana do radzenia sobie ze wstrząsami ekonomicznymi. Aby dalej czerpać korzyści z UGW i poprawić wyniki ekonomiczne państw członkowskich, Rada ECOFIN uzgodniła kilka propozycji, w tym a) udoskonalone monitorowanie zmian konkurencyjności (zwłaszcza w państwach należących do strefy euro i ERM II), b) nadanie priorytetów zaleceniom reform strukturalnych w celu uwzględnienia sytuacji gospodarczej oraz c) działania ukierunkowane na lepsze uwzględnienie wpływu cykli koniunkturalnych i powiązanych cykli cen aktywów na dochody podatkowe.

Parlament Europejski również przyjął uchwałę w sprawie pierwszych dziesięciu lat istnienia UGW (zob. część 6).

Ogólny wniosek płynący z refleksji na temat pierwszych dziesięciu lat istnienia UGW jest taki, że struktura instytucjonalna UGW działa dobrze. Aby jednak UGW wciąż odnosiła sukcesy, decydenci muszą być mocno zaangażowani w realizację celów uzgodnionych na szczepku europejskim i energicznie realizować niezbędne strategie.

## 1.2 ZAGADNIENIA INSTYTUCJONALNE

### TRAKTAT LIZBOŃSKI

Po podpisaniu traktatu lizbońskiego przez głowy państw lub szefów rządów państw członkowskich 13 grudnia 2007 r. państwa członkowskie rozpoczęły procedurę ratyfikacji, zgodnie z własnymi wymogami konstytucyjnymi. Do tej pory 23 państwa członkowskie ratyfikowały traktat lizboński. Niemcy i Polska zbliżają się do formalnego zakończenia procesu ratyfikacji. W Czechach trwa procedura ratyfikacji przez parlament.

W Irlandii traktat lizboński został poddany pod głosowanie w wiążącym referendum i nie uzyskał poparcia większości. W tej sytuacji Rada Europejska na spotkaniu w dniach 19-20 czerwca 2008 r. podkreśliła raz jeszcze, że należy realizować traktat lizboński, którego celem jest „pomoc rozszerzonej Unii w bardziej efektywnym i demokratycznym działaniu”. Na posiedzeniu Rady Europejskiej w dniach 11-12 grudnia 2008 r. głowy państw lub szefowie rządów uzgodnili przyznanie Irlandii „gwarancji prawnych” po odrzuceniu traktatu lizbońskiego. Rząd Irlandii zobowiązał się do

zabiegania o ratyfikację traktatu lizbońskiego przed końcem obecnej kadencji Komisji Europejskiej.

### **RAPORTY O KONWERCENCJI**

Zgodnie z art. 122 Traktatu, EBC i Komisja Europejska opracowały raporty o konwencji dotyczące postępów Bułgarii, Czech, Estonii, Litwy, Łotwy, Polski, Rumunii, Słowacji, Szwecji i Węgier w zakresie spełniania przez nie warunków wymaganych do przystąpienia do strefy euro. W raportach opublikowanych 7 maja 2008 r. Słowacja została poddana nieco dokładniejszej ocenie niż inne państwa z uwagi na fakt, że władze słowackie złożyły wniosek o przeprowadzenie badania ze względu na chęć przyjęcia przez Słowację euro jako waluty z dniem 1 stycznia 2009 r. Na podstawie wniosku Komisji, Rada ECOFIN uznała 8 lutego 2008 r., że Słowacja spełnia warunki przystąpienia do strefy euro z dniem 1 stycznia 2009 r. (zob. część 3).

### **1.3 SYTUACJA W PAŃSTWACH KANDYDUJĄCYCH DO CZŁONKOSTWA W UE ORAZ KONTAKTY Z NIMI**

Europejski Bank Centralny kontynuował dialog w zakresie polityki z bankami centralnymi państw kandydujących poprzez spotkania dwustronne oraz w ogólnych ramach instytucjonalnych procesu rozszerzenia stworzonych przez UE.

Negocjacje akcesyjne z Chorwacją rozpoczęły się w październiku 2005 r. Negocjacje w sprawie poszczególnych rozdziałów *acquis communautaire* rozpoczęto w czerwcu 2006 r. i sprawnie posuwały się naprzód w ciągu roku 2008. Przed końcem tego roku rozpoczęto negocjacje w sprawie 21 rozdziałów i tymczasowo zamknięto negocjacje dotyczące czterech rozdziałów. Europejski Bank Centralny w dalszym ciągu rozwijał owocne kontakty dwustronne z Chorwackim Bankiem Narodowym, na przykład w ramach dialogu strategicznego wysokiego szczebla.

Po rozpoczęciu negocjacji akcesyjnych z Turcją w październiku 2005 r., w czerwcu 2006 r. Komisja rozpoczęła negocjacje w sprawie poszczególnych rozdziałów *acquis communautaire*. W grudniu 2006 r. Rada Europejska podjęła decyzję o zawieszeniu rozmów w sprawie 8 z 35 rozdziałów w ramach procesu akcesji do UE z powodu braku postępów w rozszerzaniu unii celnej na państwa członkowskie. Instytucje unijne kontynuują badanie zgodności prawa tureckiego z *acquis communautaire* i czynią postępy na drodze do otwarcia innych rozdziałów. Europejski Bank Centralny kontynuował prowadzony od dawna strategiczny dialog na wysokim szczeblu z Centralnym Bankiem Republiki Turcji.

Chociaż Była Jugosłowiańska Republika Macedonii uzyskała status kandydata w 2005 r., musi jeszcze spełnić wiele kryteriów instytucjonalnych przed rozpoczęciem negocjacji o członkostwie, w tym pewne kryteria dotyczące kluczowych obszarów reform politycznych. Kontynuowano ożywione kontakty między pracownikami EBC i Narodowego Banku Republiki Macedonii.

## 2 ZAGADNIENIA MIĘDZYNARODOWE

### 2.1 NAJWAŻNIEJSZE KIERUNKI ROZWOJU MIĘDZYNARODOWEGO SYSTEMU MONETARNEGO I FINANSOWEGO

#### NADZÓR NAD POLITYKĄ MAKROEKONOMICZNĄ W GOSPODARCE GLOBALNEJ

W warunkach znacznej integracji gospodarczej i finansowej globalne środowisko ekonomiczne staje się niezwykle istotne dla prowadzenia polityki gospodarczej w strefie euro. W związku z tym Eurosystem uważnie monitoruje i analizuje politykę makroekonomiczną i rozwój sytuacji w krajach leżących poza tą strefą. Europejski Bank Centralny również odgrywa znaczącą rolę w procesie międzynarodowego, wielostronnego nadzoru nad polityką makroekonomiczną, uczestnicząc w spotkaniach organizacji międzynarodowych, takich jak Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) oraz w forach, takich jak spotkania ministrów finansów i prezesów banków centralnych państw z grup G7 i G20. W 2008 r. szczególnie istotna była ocena kierunków rozwoju międzynarodowego w celu działania na rzecz stabilności środowiska makroekonomicznego oraz właściwej polityki makroekonomicznej i finansowej.

Międzynarodowe otoczenie gospodarcze w 2008 r. było w dużej mierze zdominowane przez globalne zawirowania finansowe, odzwierciedlając zarówno niekontrolowane wystąpienie stanów nierównowagi krajowej i zewnętrznej, które narastały we wcześniejszych latach, oraz urzeczywistnienie się związanych z tym zagrożeń.

Problemy wynikające z realizacji tych zagrożeń szybko objęły swym zasięgiem cały świat ze względu na globalny charakter systemów regulacyjnych, rachunkowości i biznesowych, które przyczyniły się do powstania praktyk, które następnie okazały się nieprzejrzyste i nietrwale, oraz ze względu na siłę transgranicznych powiązań finansowych i handlowych. Pierwszy wstrząs, który wystąpił na amerykańskim rynku kredytów mieszkaniowych o podwyższonym ryzyku, uległ znacz-

nemu wzmocnieniu między innymi z powodu dużego stopnia regulowania zobowiązań za pomocą dźwigni finansowej przez instytucje finansowe oraz zaniżonego ryzyka na poziomie globalnym. Chociaż zaburzenia rynkowe, które wystąpiły w okresie od sierpnia 2007 r. do września 2008 r., miały charakter krótkotrwały i dotyczyły niewielkiej liczby instytucji finansowych, trudności, które wystąpiły w dużych instytucjach działających w skali globalnej, spowodowały poważne wstrząsy w okresie od września 2008 r. Te z kolei wywołały: napięcia na rynkach międzybankowych i na innych kluczowych rynkach, na których pozyskiwane są środki finansowe, istotne zmiany światowych kursów wymiany i cen ropy naftowej, znaczący spadek cen aktywów na całym świecie i zauważalne spowolnienie aktywności w sferze gospodarki realnej (zob. również część 1). Chociaż obecny kryzys finansowy zaczął się w Stanach Zjednoczonych, to oddziałuje on na coraz większą liczbę państw, zarówno na kraje z dobrze rozwiniętą gospodarką rynkową, jak i – od niedawna – na kraje rynków wschodzących. Kilka państw zwróciło się o pomoc do MFW (zob. podrozdział poniżej na temat międzynarodowej architektury finansowej). Banki centralne innych państw również otrzymały pomoc w utrzymaniu płynności od największych banków centralnych na świecie, w tym od EBC i Systemu Rezerwy Federalnej. Ten ostatni uruchomił na przykład linie swapowe z bankami centralnymi czterech gospodarek o znaczeniu systemowym (Brazylia, Meksyk, Korea Płd. i Singapur) pod koniec 2008 r., dążąc do odmrożenia rynków pieniężnych na rynkach wschodzących<sup>3</sup>.

Głównie dzięki tym działaniom bilans na rachunku bieżącym uległ wyraźnej zmianie w roku 2008. Po pierwsze, deficyt na rachunku bieżącym w USA zmniejszył się o 0,7 punktu procentowego PKB do 4,6% PKB, głównie w wyniku mniejszego popytu krajowego<sup>4</sup>. Po drugie, w niektórych państwach posiadają-

3 Więcej informacji o liniach swapowych uruchomionych przez EBC znajduje się w rozdziale 1 części 2.

4 Wartości podane w tym akapicie pochodzą z raportu MFW *World Economic Outlook* z października 2008 r.

cych nadwyżkę na rachunku bieżącym nastąpił istotny spadek tej nadwyżki: Chiny odnotowały spadek o 1,9 punktu procentowego, a Japonia o 0,8 punktu procentowego. Jednocześnie rozpatrywane jako całość państwa eksportujące ropę naftową odnotowały wzrost nadwyżek na rachunkach bieżących w 2008 r.; pomimo silnego spadku cen ropy naftowej pod koniec roku, nadwyżki te osiągnęły poziom wyższy niż w roku 2007 r. W 2008 r. strefa euro odnotowała deficyt na rachunku obrotów bieżących na poziomie 0,5% PKB, co oznaczało spadek w porównaniu z rokiem 2007, kiedy to odnotowano nadwyżkę.

W roku 2008 Eurosystem wielokrotnie zwracał uwagę na ryzyko i zakłócenia związane z utrzymaniem się stanu nierównowagi globalnej. Potwierdził on także swoje pełne poparcie dla wspólnych wysiłków zmierzających do przeprowadzenia uporządkowanej korekty globalnych stanów nierównowagi. Eurosystem wielokrotnie wzywał do prowadzenia polityki mającej na celu zwiększenie oszczędności prywatnych i publicznych w krajach wykazujących deficyt na rachunku bieżącym, przeprowadzenia dalszych reform strukturalnych w krajach o dojrzałej gospodarce, ale stosunkowo niskim potencjale wzrostu, a także działań mających na celu zwiększenie popytu krajowego na rynkach wschodzących wykazujących duże nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, poprawy alokacji kapitału w tych państwach oraz większego dostrzegania ryzyka. W kontekście trwających rozważań na temat sposobów udoskonalenia międzynarodowej architektury finansowej (zob. poniżej), w której uczestniczy EBC i inne banki centralne należące do Eurosystemu, Eurosystem podkreślił znaczenie zagwarantowania, że takie udoskonalenie zwiększy również dyscyplinę polityki makroekonomicznej, jednocześnie zwiększając dyscyplinę rynku finansowego. Wzmocnienie ram wielostronnego nadzoru gospodarczego powinno pomóc w ukierunkowaniu polityki gospodarczej na stabilność i zapewnienie jej trwałości, zwłaszcza w państwach o znaczeniu systemowym.

Przedmiotem nadzoru międzynarodowej polityki gospodarczej jest również sama strefa

euro. W 2008 r. zarówno MFW, jak i OECD dokonywały regularnych przeglądów polityki pieniężnej, finansowej i gospodarczej strefy euro w ramach uzupełnienia przeglądów poszczególnych państw strefy. Konsultacje MFW, przeprowadzone w ramach Artykułu IV, oraz przegląd dokonany przez Komitet Przeglądów Gospodarczych i Rozwoju OECD doprowadziły do wartościowej wymiany poglądów pomiędzy tymi międzynarodowymi organizacjami a EBC, prezydencją Eurogrupy i Komisją Europejską. W wyniku tych dyskusji MFW i OECD opracowały swoje raporty przedstawiające ocenę polityki strefy euro<sup>5</sup>.

#### **MIĘDZYNARODOWA ARCHITEKTURA FINANSOWA**

Zawirowania finansowe doprowadziły do szeroko zakrojonej debaty na temat struktury i funkcjonowania międzynarodowego systemu monetarnego i finansowego. Głowy państw lub szefowie rządów UE uzgodnili na nieformalnym spotkaniu w Brukseli 7 listopada 2008 r., że będą koordynować reakcje na kryzys finansowy i wdrażać wspólne zasady, na których należy budować nowy międzynarodowy system finansowy. Dnia 15 listopada liderzy państw grupy G20 spotkali się w Waszyngtonie na pierwszym w historii szczycie dotyczącym rynków finansowych i gospodarki światowej. Wezwali oni do działań w obszarze regulacji finansowych i polityki makroekonomicznej i podkreślili swoje zaangażowanie na rzecz wolnego handlu. Prace, które były uzupełnieniem tego szczytu, zorganizowano w czterech grupach roboczych, które przedstawiają sprawozdania wiceministrom państw G20 oraz wiceprezesom banków centralnych członków grupy, którzy przygotowali spotkanie ministrów finansów i prezesów banków centralnych G20. Spotkanie odbędzie się wiosną 2009 r.

W odpowiedzi na wezwanie członków MFW wprowadzono konkretne zmiany do zestawu narzędzi Funduszu służących wsparciu finansowemu. W październiku stworzono nowy instru-

<sup>5</sup> Raport MFW: *Euro Area Policies; 2008 Article IV consultation staff report*, MFW, sierpień 2008 r. oraz *Economic Survey of the Euro Area*, OECD, styczeń 2008 r.

ment finansowy, instrument płynności krótkoterminowej. Jego celem jest dostarczanie szybko dostępnego finansowania państwom prowadzącym solidną politykę i osiągającym dobre wyniki w przeszłości, które przeżywają czasowe problemy z płynnością wynikające z wydarzeń na zewnętrznych rynkach kapitałowych. Poza ustanowieniem tego nowego instrumentu, Fundusz rozpoczął przegląd wielu aspektów swojej funkcji kredytowej. Ponadto, Fundusz zapewnił finansowanie niektórym państwom członkowskim, takim jak Białoruś, Islandia, Łotwa, Pakistan, Ukraina i Węgry, poprzez zwykłe porozumienia o promesie kredytowej.

W 2008 r. kontynuowano różne wysiłki zmierzające do reformy MFW. Do kluczowych obszarów wymagających zreformowania, które były przedmiotem dyskusji, zaliczono nadzór MFW, jego rolę kredytodawcy, zarządzanie Funduszem (w tym udziały oraz prawo głosu), jego dochody i wydatki. Porozumienie w tych kwestiach starano się osiągnąć w ramach dyskusji zarówno wewnątrz MFW, jak i na innych forach, takich jak grupy G7 i G20, przy czym ESBC i Eurosystem odgrywały tu swoją rolę, monitorując i wnosząc wkład do dyskusji, kiedy to było konieczne.

Po przyjęciu nowej decyzji w sprawie dwustronnego nadzoru nad polityką państw członkowskich w połowie 2007 r., MFW skoncentrował się na jej wdrożeniu w ramach konsultacji z państwami członkowskimi na mocy Artykułu IV. Nowa decyzja ma na celu zwrócenie większej uwagi na międzynarodowe konsekwencje działań poprzez zastosowanie stabilności zewnętrznej jako organizacyjnej zasady nadzoru. Stabilność zewnętrzna definiowana jest w odniesieniu do kursu walutowego, którego analiza staje się kluczowym składnikiem procesu nadzoru. W październiku Fundusz przyjął pierwsze „Zestawienie priorytetów nadzoru” (ang. *Statement of surveillance priorities*), które ma kierować działaniami MFW w zakresie nadzoru do roku 2011. W ramach zestawienia określono cztery priorytety nadzoru, sprawowanego przez Fundusz: rozwiązywanie napięć na rynkach finansowych, wzmocnienie globalnego

systemu finansowego, dostosowanie do gwałtownych zmian cen surowców i wspieranie uporządkowanego niwelowania stanów globalnej nierównowagi. W ramach wspierania tych priorytetów Fundusz zamierza usprawnić system wczesnego ostrzegania o ryzyku i podatności na zagrożenia, między innymi przez analizę powiązań makrofinansowych, i rozszerzyć przeprowadzaną przez siebie ocenę podatności na zagrożenia na gospodarki o zaawansowanym rozwoju. Fundusz w dalszym ciągu koncentrował się na kwestiach związanych z sektorem finansowym i związanych z nimi doświadczeniami strategicznymi oraz na poprawie współpracy z Forum Stabilności Finansowej.

Ponadto, Rada Gubernatorów MFW uzgodniła kompleksowy pakiet dotyczący reformy udziałów i prawa głosu, który uwzględnia głównie nową formułę rozdziału udziałów; drugą turę zwiększenia udziałów ad hoc opartą o nową formułę; potrojenie głosów podstawowych, by zwiększyć siłę głosów państw o niskich dochodach oraz wprowadzenie dodatkowego zastępcy dyrektora wykonawczego na dwa miejsca, które w Zarządzie przypadają Afryce. Dwoma kluczowymi celami reform było dostosowywanie udziałów do relatywnej wagi państw członkowskich i ich roli w gospodarce światowej oraz rozszerzenie prawa głosu i udziału w MFW państw uzyskujących niskie dochody. Prace nad zarządzaniem Funduszem będą kontynuowane w oparciu o m.in. raport z 2008 r. na temat Niezależnego Biura Ewaluacji MFW (Independent Evaluation Office) i raportu Komitetu Wybitnych Osobistości (Committee of Eminent Persons) w sprawie reformy zarządzania Funduszem, który ma zostać wydany wiosną 2009 r.

Rada Gubernatorów MFW uzgodniła również działania w sprawie zapewnienia solidniejszych podstaw finansowania dla tej instytucji. Jeśli chodzi o dochody, Fundusz w przyszłości będzie korzystał z szerszych i bardziej zrównoważonych źródeł dochodów. Obejmują one rozszerzenie uprawnień inwestycyjnych Funduszu i ustanowienie dofinansowania z zysków pochodzących ze ściśle limitowanej sprzedaży złota, zgodnie z Umową banków centralnych o złocie (Central

Bank Gold Agreement). Po stronie wydatków, rozważenie misji Funduszu i ostrożny wybór priorytetów to kluczowe propozycje nowych ram wydatków zakładających znaczne redukcje budżetowe. Ponadto, w kontekście występujących zaburzeń finansowych, toczą się dyskusje, których przedmiotem jest adekwatność zasobów MFW.

Forum Stabilności Finansowej wniosło ważny wkład w dzieło wzmocnienia odporności globalnego systemu finansowego, polegający na ułatwieniu koordynacji różnych inicjatyw krajowych i międzynarodowym oraz na nadzorowaniu ich realizacji. Forum to wydało zalecenia oraz dokonało przeglądu procesu realizacji tych zaleceń w pięciu kluczowych obszarach dotyczących nadzoru ostrożnościowego, przejrzystości i wyceny, ratingów kredytowych, wrażliwości władz na ryzyko oraz procedur rozwiązywania napięć w systemie finansowym.

Zadania międzynarodowej społeczności finansowej obejmowały również promocję mechanizmów przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym oraz działanie na rzecz rozwiązywania ich w sposób systematyczny. W tym kontekście poczyniono dalszy postęp we wdrażaniu zasad stabilnego przepływu kapitałów i sprawiedliwej restrukturyzacji długów rynków wschodzących, które zostały zatwierdzone przez ministrów finansów i gubernatorów banków centralnych państw grupy G20 w roku 2004. Celem tych rynkowych i dobrowolnych zasad jest dostarczenie wytycznych dotyczących zachowań emitentów państwowych oraz ich prywatnych wierzycieli w zakresie wymiany informacji, dialogu i ścisłej współpracy. Coraz większa liczba instytucji finansowych, jak i państw-emitentów wyraziła swoje poparcie dla tych zasad i wyrażała szczególne zainteresowanie postępami w ich wdrażaniu. Podczas ostatniego spotkania Grupy Doradczej (Group of Trustees), w skład której wchodzi wybitni przedstawiciele świata finansów, które odbyło się w październiku 2008 r. w Waszyngtonie, dokonano analizy postępu, jaki poczyniono w ramach międzynarodowej architektury finansowej i wydano wskazówki dotyczące przyszłych prac.

Inną inicjatywą rynku finansowego podjętą w 2008 r. było opracowanie tzw. zasad z Santiago przez międzynarodową grupę roboczą ds. państwowych funduszy majątkowych (ang. *sovereign wealth funds*). Zasady, uzgodnione wspólnie przez państwowe fundusze majątkowe z państw rozwiniętych, rynków wchodzących i państw rozwijających się, stanowią wspólne wysiłki na rzecz określenia kompleksowych ram umożliwiających zwiększenie zrozumienia działań państwowych funduszy majątkowych. Celem tych dobrowolnych zasad jest zwiększenie roli stabilizacyjnej odgrywanej przez fundusze majątkowe na rynkach finansowych i pomoc w utrzymaniu swobodnego przepływu inwestycji transgranicznych. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) udziela wskazówek dotyczących polityki realizowanej przez państwa będące odbiorcami inwestycji państwowych funduszy majątkowych.

## 2.2 WSPÓŁPRACA Z KRAJAMI SPOZA UE

Eurosystem, w ramach swojej działalności międzynarodowej, nadal rozwijał kontakty z bankami centralnymi spoza UE, organizując seminaria i warsztaty. Ponadto, pomoc techniczna świadczona przez Eurosystem w dalszym ciągu była istotnym narzędziem wzmacniającym zdolność instytucjonalną banków centralnych, zwłaszcza w regionach sąsiadujących z UE, i zwiększającym dostosowanie do standardów europejskich i międzynarodowych. Europejski Bank Centralny również aktywnie uczestniczył wraz z Komisją Europejską w dialogu UE z Chinami, Indiami i Rosją dotyczącym kwestii makroekonomicznych.

Europejski Bank Centralny nadal zacieśniał swoje relacje z państwami zachodnich Bałkanów. Dnia 1 września 2008 r. EBC i 17 krajowych banków centralnych UE<sup>6</sup> rozpoczęło realizację dziewięciomiesięcznego programu pomocy technicznej dla Narodowego Banku

<sup>6</sup> Narodowe banki centralne Austrii, Belgii, Bułgarii, Cypru, Czech, Danii, Estonii, Francji, Grecji, Holandii, Łotwy, Niemiec, Polski, Rumunii, Węgier, Wielkiej Brytanii i Włoch.

Serbii. Program, finansowany przez Europejską Agencję Odbudowy, zapewni Narodowemu Bankowi Serbii raport z analizą potrzeb dokonania postępów w kilku należących do bankowości obszarach przygotowań do przystąpienia do UE. Do takich obszarów należą nadzór nad bankami, harmonizacja prawa z *acquis communautaire* w ramach uprawnień Narodowego Banku Serbii, liberalizacja przepływów kapitałowych, prowadzenie polityki monetarnej i systemu kursów wymiany, statystyki monetarne, finansowe i bilansu płatniczego oraz ochrona odbiorców usług finansowych.

Współpraca techniczna z Bankiem Rosji nabrała tempa wraz z rozpoczęciem 1 kwietnia 2008 r. realizacji nowego programu współpracy banków centralnych finansowanego przez Komisję Europejską. Program ten obejmuje EBC w współpracy partnerskiej z Deutsche Bundesbankiem, centralnym bankiem Grecji, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bankiem, Oesterreichische Nationalbankiem i Suomen Pankki – centralnym bankiem Finlandii we współpracy z Rahotustarkastus (organem fińskiego nadzoru finansowego). Zakończenie realizacji programu planowane jest na grudzień 2010 r. Celem tego programu jest dzielenie się z centralnym bankiem Rosji wiedzą i doświadczeniami związanymi z audytem wewnętrznym oraz wspieranie centralnego banku Rosji w stopniowym wdrażaniu zasad nadzoru bankowego zawartych w Nowej Umowie Kapitałowej (Bazylea II).

Piąte seminarium wysokiego szczebla Eurosystemu z udziałem prezesów banków centralnych partnerów UE z południowego i wschodniego basenu Morza Śródziemnego, współorganizowane przez EBC i centralny bank Egiptu, odbyło się w dniach 26 i 27 listopada 2008 r. w Aleksandrii. Prezesi banków dokonali przeglądu sytuacji gospodarczej i finansowej w regionie i omówili kwestie dotyczące strategii polityki pieniężnej i systemów kursów wymiany, jak również kwestie związane z sektorem bankowym w państwach basenu Morza Śródziemnego. Przedstawiciele EBC uczestniczyli również w wielu spotkaniach dotyczących

kwestii gospodarczych i finansowych w ramach procesu barcelońskiego: Unii na rzecz regionu Morza Śródziemnego.

Kontynuacja współpracy z centralnym bankiem Egiptu zaowocowała rozpoczęciem 1 stycznia 2009 r. nowego trzyletniego programu finansowanego przez Komisję Europejską. W programie będą uczestniczyli eksperci z Българска народна банка (Bułgarski Bank Narodowy), Česká národní banka, Deutsche Bundesbanku, centralnego banku Grecji, Banque de France, Banca d'Italia i Banca Națională a României. Trzy główne cele programu to: opracowanie wytycznych pomagających centralnemu bankowi Egiptu opracowanie nowych regulacji zgodnych z systemem Nowej Umowy Kapitałowej (Bazylea II), sfinalizowanie regulacji i organizacja ich wdrażania oraz opracowanie nowego programu sprawozdawczości danych przekazywanych z banków do centralnego banku Egiptu w celu wdrożenia nowych regulacji.

Po raz pierwszy odbyło się seminarium wysokiego szczebla Eurosystemu, współorganizowane przez Deutsche Bundesbank i EBC, z udziałem banków centralnych i władz monetarnych państw należących do Rady Współpracy Państw Zatoki Perskiej (Gulf Cooperation Council – GCC)<sup>7</sup>. Odbyło się ono w dniach 11 i 12 marca 2008 r. w Moguncji. Głównym tematem dyskusji był rozwój gospodarczy i struktury ekonomiczne w państwach GCC oraz rola GCC w gospodarce światowej, zwłaszcza w odniesieniu do rynku pieniężnego i finansowego, jak również energii i handlu.

Europejski Bank Centralny, Ludowy Bank Chin i Banca d'Italia wspólnie zorganizowały czwarte seminarium wysokiego szczebla banków centralnych w regionie Azji Wschodniej i Pacyfiku i strefy euro w siedzibie Banca d'Italia w Rzymie w dniach 26-27 lipca. Celem seminarium była wymiana poglądów na temat kwestii, przed którymi stoją decydenci w krajach tych regionów, a dotyczących zaburzeń na

<sup>7</sup> Arabia Saudyjska, Bahrajn, Katar, Kuwejt, Oman i Zjednoczone Emiraty Arabskie.



rynku finansowym, nierównowagi światowej oraz perspektyw wzrostu gospodarczego.

W roku 2008 EBC nadal zacieśniał stosunki z Ludowym Bankiem Chin, odnawiając porozumienie (ang. *Memorandum of Understanding*) zawarte w 2002 r. Współpraca między tymi instytucjami nabrała w ostatnich latach tempa, obejmując zarówno spotkania wysokiego szczebla, jak i intensywną współpracę na poziomie kadr. Prezes EBC i prezes Ludowego Banku Chin spotkali się 5 września w siedzibie EBC, by omówić kwestie dotyczące prowadzonej polityki.





Byli prezydent Włoch Carlo Azeglio Ciampi (z prawej) oraz Jean-Claude Trichet w drodze na uroczystość z okazji dziesiątej rocznicy powstania EBC w Alte Oper we Frankfurcie w dn. 2 czerwca 2008 r.

**CZĘŚĆ 6**

# **ODPOWIEDZIALNOŚĆ**

## I ODPOWIEDZIALNOŚĆ WOBEC SPOŁECZEŃSTWA I PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO

W ciągu ostatnich dziesięcioleci niezależność banków centralnych stała się nieodłącznym elementem ram polityki pieniężnej w gospodarkach dojrzałych i wschodzących. Decyzja o przyznaniu niezależności bankom centralnym jest mocno osadzona w teorii ekonomicznej i potwierdzona zebraniem doświadczeniem co sprzyja utrzymaniu stabilizacji cenowej. Jednocześnie, zgodnie z podstawową zasadą społeczeństwa demokratycznego niezależne instytucje pełniące funkcje publiczne powinny stosować zasadę odpowiedzialności wobec społeczeństwa i jego wybranych przedstawicieli. W przypadku niezależnego banku centralnego odpowiedzialność jest rozumiana jako obowiązek wyjaśniania i uzasadniania swoich decyzji społeczeństwu i jego wybranym przedstawicielom politycznym. Odpowiedzialność stanowi, zatem ważną przeciwwagę dla niezależności banku centralnego.

Od momentu powstania EBC zawsze w pełni uznawał nadrzędną wagę odpowiedzialności za decyzje w zakresie prowadzonej polityki. Zgodnie z wymogami Traktatu, EBC prowadzi regularny dialog ze społeczeństwem UE i z Parlamentem Europejskim. O dużym zaangażowaniu EBC w tym zakresie świadczy wiele publikacji wydanych w 2008 r. oraz liczne przemówienia wygłoszone przez członków Rady Prezesów w ciągu roku.

Traktat dokładnie określa wymogi dotyczące sprawozdawczości w stosunku do EBC, do których należy publikacja raportów kwartalnych, tygodniowych sprawozdań finansowych i raportu rocznego. Europejski Bank Centralny wykracza nawet poza te zobowiązania publikując np. „Biuletyn Miesięczny” (zamiast wymaganego raportu kwartalnego) oraz organizując comiesięczne konferencje prasowe po pierwszym spotkaniu Rady Prezesów w każdym miesiącu.

Parlament Europejski jako organ, którego legitymacja pochodzi bezpośrednio od obywateli UE, odgrywa kluczową rolę w egzekwowaniu odpowiedzialności EBC. W 2008 r., zgodnie z postanowieniami Traktatu, Prezes EBC przedstawił na sesji plenarnej Parlamentu Europejskiego

Raport Roczny EBC za 2007 r. Ponadto Prezes EBC regularnie zdawał sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej i innych zadań EBC podczas kwartalnych wystąpień przed Komisją Gospodarczą i Monetarną (ang. *Committee on Economic and Monetary Affairs*) Parlamentu Europejskiego. Prezes wystąpił także na wspólnym spotkaniu Parlamentu Europejskiego i parlamentów krajowych, poświęconemu wymianie poglądów na temat ram UE zapewniających stabilność finansową.

Inni członkowie Zarządu byli również wielokrotnie zapraszani do występowania na forum Parlamentu Europejskiego. Wiceprezes przedstawił Komisji Gospodarczej i Monetarnej Raport Roczny EBC za 2007 r. Gertrude Tumpel-Gugerell dwa razy wystąpiła przed Komisją udzielając informacji na temat ostatnich wydarzeń związanych z rozliczaniem i rozrachunkiem papierów wartościowych oraz postępów w realizacji projektu Eurosystemu – mianowicie, systemu TARGET2-Securities. Jürgen Stark przedstawił Komitetowi „Raport EBC o Konwergencji 2008 r.” uczestniczył w dyskusji na temat przystąpienia Słowacji do strefy euro. Lorenzo Bini Smaghi uczestniczył w dyskusji panelowej zorganizowanej przez Komitet na temat pierwszych dziesięciu lat istnienia Unii Gospodarczej i Walutowej i wyzwań w tym zakresie w przyszłości.

Odbyły się również dyskusje pomiędzy pracownikami EBC a członkami Parlamentu Europejskiego na tematy, w których EBC dysponuje specjalistyczną wiedzą (np. fałszowanie euro, wymogi kapitałowe i statystyka). Zgodnie z ustaloną praktyką, delegacja Komisji Gospodarczej i Monetarnej odwiedziła EBC, aby wymienić poglądy z członkami Zarządu. Europejski Bank Centralny kontynuował także praktykę dobrowolnego odpowiadania na pisemne pytania przedstawiane przez członków Parlamentu Europejskiego, dotyczące kwestii leżących w kompetencjach EBC.

## 2 WYBRANE TEMATY PORUSZANE PODCZAS SPOTKAŃ Z PARLAMENTEM EUROPEJSKIM

Wymiana poglądów między EBC a Parlamentem Europejskim dotyczyła wielu tematów. Poniżej przedstawiono kluczowe zagadnienia poruszone w toku dyskusji.

### UCHWAŁA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO W SPRAWIE RAPORTU ROCZNEGO EBC ZA 2007 R.

Zgodnie z ustaloną praktyką, Parlament Europejski przyjął 9 lipca 2008 r. z własnej inicjatywy uchwałę w sprawie Raportu Roczne EBC za 2007 r. W uchwale Parlament Europejski uznał pełną niezależność EBC i stwierdził, że publikowanie protokołów z posiedzeń Rady Prezesów mogłoby doprowadzić do wywierania presji politycznej na członków Rady. W uchwale doceniono sprawność, z jaką EBC odpowiadał na zaburzenia na rynkach finansowych i podkreślono fakt, że główne banki centralne, w tym EBC, ostrzegały przed niedocenianiem zagrożeń jeszcze przed wystąpieniem kryzysu finansowego. W uchwale podkreślono również korzyści płynące z dwóch filarów polityki pieniężnej Eurosystemu.

### REGULACJE FINANSOWE

Parlament Europejski i EBC kontynuowały bliski dialog na temat kwestii dotyczących regulacji finansowych. W uchwałach dotyczących tej kwestii Parlament Europejski wezwał do wprowadzenia odpowiednich wymogów kapitałowych o charakterze równoważącym w stosunku do cyklu dla wszystkich podmiotów działających na rynkach finansowych. Parlament Europejski dostrzegł również potrzebę odpowiedniego ujawniania i przedstawiania w księgach rachunkowych pozycji pozabilansowych oraz wezwał do poszerzenia zakresu i optymalizacji jakości informacji na temat produktów złożonych i procesu sekurytyzacji. Jeśli chodzi o agencje ratingowe, Parlament opowiedział się za stworzeniem unijnego mechanizmu oceny i kładł nacisk na środki zmierzające zarówno do poprawy przejrzystości metodologii ratingu jak i systemów zapewniania jakości.

W wystąpieniu na wspólnym posiedzeniu Parlamentu Europejskiego i parlamentów krajowych 23 stycznia 2008 r., Prezes ostrzegł, że rosnąca złożoność instrumentów finansowych i brak

jasności dotyczącej narażenia instytucji finansowych na ryzyko mogą spowodować zwiększenie niepewności dotyczącej poziomu ryzyka i podmiotu, który ostatecznie to ryzyko ponosi, co może doprowadzić do rozprzestrzenienia się ryzyka. Prezes podkreślił potrzebę zwiększenia przejrzystości i nadania ramom regulacyjnym charakteru w większym stopniu równoważącego w stosunku do cyklu. Wezwał również instytucje finansowe do udoskonalenia praktyki zarządzania ryzykiem. Prezes kilkakrotnie podkreślał potrzebę szybkiego wdrożenia strategicznej mapy drogowej Rady ECOFIN określającej niezbędne działania polityczne w odpowiedzi na zaburzenia finansowe.

### RAMY UE W ZAKRESIE NADZORU FINANSOWEGO I STABILNOŚCI

Ramy UE w zakresie nadzoru finansowego i stabilności stanowiły ważny punkt dyskusji pomiędzy EBC i Parlamentem Europejskim. W różnych uchwałach na ten temat Parlament Europejski zauważył, że nadzór finansowy w Europie nie nadążał za integracją unijnych rynków finansowych. Parlament Europejski dostrzegł potrzebę stworzenia „kolegów organów nadzoru” dla największych transgranicznych grup finansowych oraz wzmocnienia i wyraźnego określenia statusu i odpowiedzialności komitetu poziomu 3 procedury Lamfalussy’ego (zob. podrozdział 2 w części 4 w celu uzyskania dalszych informacji na temat procedury Lamfalussy’ego). Parlament Europejski wezwał również EBC i ESBC do odegrania aktywnej roli w opracowaniu i wdrażaniu polityki UE w sprawie nadzoru makroostrożnościowego i stabilności finansowej oraz wezwał organy nadzoru i banki centralne do dostarczania EBC za pośrednictwem Komitetu Nadzoru Bankowego odpowiednich informacji dotyczących nadzoru mikroostrożnościowego. Parlament opowiedział się też za podjęciem działań legislacyjnych w celu wzmocnienia ustaleń dotyczących zapobiegania kryzysom i zarządzania sytuacjami kryzysowymi.

W wystąpieniach na forum Parlamentu Prezes podkreślał, że potencjał procedury Lamfalussy’ego powinien być dalej wykorzystywany

a decyzje przewidziane w mapie drogowej dotyczącej przeglądu tych procedur powinny być szybko wdrożone. Prezes wezwał również do szybkiego wdrożenia działań przewidzianych w mapie drogowej dotyczącej wzmocnienia ustaleń UE na rzecz stabilności finansowej. Podkreślił zwłaszcza potrzebę współpracy i odpowiedniej wymiany informacji pomiędzy organami nadzoru i bankami centralnymi.

### **DZIESIĘĆ LAT UGW**

Parlament Europejski również wniósł wkład do dyskusji na temat pierwszych dziesięciu lat UGW (zob. ramka 12). 18 listopada 2008 r. Parlament przyjął uchwałę wyrażającą pogląd, że pierwsze dziesięć lat istnienia UGW okazało się być sukcesem, a wspólna waluta zwiększyła stabilność gospodarczą i integrację w państwach strefy euro. Jednocześnie Parlament uznał, że należy zrobić jeszcze więcej, aby umożliwić wykorzystanie wszystkich zalet wynikających z UGW, zwłaszcza w odniesieniu do realizacji reform strukturalnych i wiarygodnej polityki fiskalnej.

Prezes EBC zgodził się z poglądem, że reformy strukturalne i ostrożna polityka fiskalna mają kluczowe znaczenie dla zapewnienia płynnego funkcjonowania UGW. Wyraził również swoje zaniepokojenie spowolnieniem procesu wdrażania reform strukturalnych i działań na rzecz konsolidacji fiskalnej.







Jean-Claude Trichet dzieliący tort urodzinowy na uroczystości z okazji dziesiątej rocznicy powstania EBC w Alte Oper we Frankfurcie w dn. 2 czerwca 2008 r. Od lewej: José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker, Jean-Claude Trichet, Aline Trichet, Hans-Gert Pötering, Gretta Duisenberg, Janez Jansa

**CZĘŚĆ 7**

# **KOMUNIKACJA ZEWNĘTRZNA**

## I POLITYKA KOMUNIKACJI

Komunikacja zewnętrzna w EBC ma na celu poprawę zrozumienia decyzji i polityki EBC w społeczeństwie. Stanowi integralną część polityki pieniężnej EBC oraz jego działalności w innych dziedzinach. W działaniach komunikacyjnych EBC kieruje się dwiema kluczowymi zasadami – otwartości i przejrzystości, co przyczynia się do skuteczności, efektywności oraz wiarygodności polityki pieniężnej Banku. Zasady te sprzyjają również staraniom EBC mającym na celu wyczerpujące informowanie o prowadzonej działalności, co szczegółowo omówiono w części 6.

Wdrażana od 1999 r. koncepcja bieżącej, systematycznej i wszechstronnej prezentacji ocen oraz decyzji w zakresie polityki pieniężnej odzwierciedla szczególne podejście EBC do kwestii prowadzenia otwartej i przejrzystej komunikacji. Decyzje dotyczące polityki pieniężnej są przedstawiane na konferencji prasowej bezpośrednio po ich podjęciu przez Radę Prezesów. Prezes składa szczegółowe oświadczenie wstępne na konferencji prasowej i wyjaśnia decyzje Rady Prezesów. Następnie Prezes i Wiceprezes odpowiadają na pytania dziennikarzy. Od grudnia 2004 r. decyzje podejmowane przez Radę Prezesów, oprócz decyzji dotyczących stóp procentowych, są również publikowane co miesiąc w serwisach internetowych banków centralnych Eurosystemu.

Akty prawne EBC są publikowane we wszystkich językach urzędowych UE, podobnie jak skonsolidowane sprawozdania finansowe Eurosystemu<sup>1</sup>. Raport Roczny EBC oraz kwartalne wydania Biuletynu Miesięcznego także są publikowane w całości we wszystkich językach urzędowych UE<sup>2</sup>. Raport o Konwergencji udostępniany jest w całości lub w formie podsumowania we wszystkich językach urzędowych UE<sup>3</sup>. W ramach przejrzystości działań i odpowiedzialności EBC publikuje także – obok publikacji statutowych – inne dokumenty w niektórych lub we wszystkich językach urzędowych, w szczególności komunikaty prasowe o decyzjach dotyczących polityki pieniężnej, projekcje makroekonomiczne<sup>4</sup> opracowywane przez ekspertów oraz stanowiska w kwestiach

gospodarczych istotnych dla szerszych kręgów społecznych. Przygotowanie, publikacja i dystrybucja najważniejszych publikacji EBC w różnych wersjach językowych podejmowane są w ścisłej współpracy z krajowymi bankami centralnymi.

1 Wyjątek stanowi język irlandzki objęty derogacją UE.

2 Z wyjątkiem języka irlandzkiego (objętego derogacją UE) i maltańskiego (na mocy porozumienia z Central Bank of Malta w następstwie uchylecia tymczasowej derogacji UE w maju 2007 r.).

3 Zob. przypis 2.

4 Projekcje ekspertów EBC od września 2004 r. oraz projekcje ekspertów Eurosystemu od grudnia 2000 r.

## 2 DZIAŁALNOŚĆ KOMUNIKACYJNA

Europejski Bank Centralny zwraca się do wielu odbiorców – ekspertów finansowych, dziennikarzy, rządów, parlamentów oraz społeczeństw – o różnym poziomie wiedzy finansowej i ekonomicznej. Zadania oraz decyzje Banku są zatem objaśniane przy wykorzystaniu szerokiego zestawu narzędzi i działań komunikacyjnych, które są stale udoskonalane w celu osiągnięcia ich jak największej skuteczności, przy uwzględnieniu różnych odbiorców oraz otoczenia i potrzeb komunikacyjnych.

Europejski Bank Centralny publikuje wiele studiów i raportów, takich jak Raport Roczny, który stanowi przegląd działalności EBC w poprzednim roku, przyczyniając się w ten sposób do realizacji zasady odpowiedzialności Banku. Biuletyn Miesięczny przedstawia regularnie uaktualniane oceny EBC w zakresie sytuacji gospodarczej i monetarnej oraz szczegółowe informacje leżące u podstaw decyzji podejmowanych przez Bank, natomiast „Financial Stability Review” ocenia stabilność systemu finansowego strefy euro pod kątem jego zdolności do absorpcji wstrząsów.

Wszyscy członkowie Rady Prezesów bezpośrednio uczestniczą w przedsięwzięciach mających na celu popularyzowanie wiedzy o zadaniach i polityce Eurosystemu, składając oświadczenia przed Parlamentem Europejskim i parlamentami krajowymi, wygłaszając publiczne przemówienia oraz przekazując informacje do mediów. W 2008 r. miało miejsce pięć wystąpień prezesa EBC przed Parlamentem Europejskim, a członkowie Zarządu wygłosili około 300 przemówień i udzielili około 200 wywiadów mediom, jak również publikowali artykuły w periodykach naukowych, czasopiśmie i gazetach.

Krajowe banki centralne strefy euro odgrywają ważną rolę w upowszechnianiu informacji i komunikatów na temat Eurosystemu wśród społeczeństw oraz zainteresowanych podmiotów, zwracając się do różnorodnych grup odbiorców na szczeblu regionalnym i krajowym w ich własnym języku i środowisku.

W 2008 r. EBC zorganizował 12 seminariów mających na celu poszerzenie wiedzy i zrozumienia, skierowanych do przedstawicieli mediów krajowych i międzynarodowych, samodzielnie lub we współpracy z krajowymi bankami centralnymi UE i Europejskim Centrum Dziennikarstwa (European Journalism Centre). Po raz pierwszy jedno z tych seminariów zostało zorganizowane z okazji wyjazdowego posiedzenia Rady Prezesów 4 grudnia w Brukseli.

W 2008 r. siedzibę EBC we Frankfurcie odwiedziło około 14 000 osób. Odwiedzający otrzymali informacje z pierwszej ręki w postaci prezentacji wygłaszanych przez ekspertów i osoby zajmujące kierownicze stanowiska w EBC. Większość odwiedzających stanowili uczniowie szkół średnich, studenci wyższych uczelni oraz specjaliści z sektora finansowego.

Wszystkie dokumenty publikowane przez EBC oraz informacje na temat działalności Banku są udostępniane w witrynie internetowej EBC, która w 2008 r. zanotowała 18 milionów wejść (20% więcej niż w poprzednim roku), na której obejrzano 126 milionów stron oraz z której pobrano 25 milionów dokumentów). W 2008 r. EBC odpowiedział na około 60 000 zapytań zawierających prośby o informacje na temat różnych aspektów działalności, polityki i decyzji EBC.

Działania komunikacyjne EBC w 2008 r. koncentrowały się szczególnie na dostarczaniu informacji na temat wydarzeń i konsekwencji globalnych zawirowań finansowych i środków podjętych przez EBC i Eurosystem. Kwestiom tym poświęcona była jedna czwarta wystąpień publicznych członków Zarządu i jedna trzecia informacji prasowych EBC, głównie w drugiej połowie roku. Odnotowano również wzrost liczby opinii wydawanych przez EBC w sprawie działań fiskalnych i regulacyjnych podejmowanych przez poszczególne państwa członkowskie UE. Istotny wzrost zauważono również w odniesieniu do liczby zapytań pochodzących od prasy, społeczeństwa i odwiedzających EBC, które dotyczyły kryzysu finansowego i działań podjętych przez Eurosystem. W celu zaspokojenia zwiększonego zapotrzebowania na informacje wzmocniono sekcję

operacji otwartego rynku w witrynie internetowej EBC: wprowadzono wiadomości na temat operacji przetargowych w zakresie polityki pieniężnej i opublikowano dane na temat wszystkich operacji rynkowych od 1999 r.

Z okazji dziesiątej rocznicy powstania EBC otworzył swoje drzwi dla ludności 1 czerwca 2008 r. Dla 1400 odwiedzających zorganizowano wycieczki z przewodnikiem po budynku, warsztaty, wystawy i gry.

Dni Kultury EBC, zorganizowane w 2008 r. we współpracy z wszystkimi bankami centralnymi ESBC, były poświęcone UE i przedstawiały dzieła artystów ze wszystkich 27 państw członkowskich UE. Program Dni Kultury realizowano w czasie obchodów rocznicowych EBC, w których uczestniczyły głowy państw i szefowie rządów UE oraz wiele osób, które wniosły znaczący wkład w realizację UGW. Opublikowano rocznicowe wydanie Biuletynu Miesięcznego zawierające przegląd dziesięciu lat istnienia UGW i przedstawiające nadchodzące wyzwania. W piątej konferencji EBC na temat bankowości centralnej zorganizowanej we Frankfurcie w dniach 13-14 listopada 2008 r. pod hasłem „10 lat euro: doświadczenia i wyzwania” (*The euro at ten: lessons and challenges*) uczestniczyli przedstawiciele banków centralnych, naukowcy, uczestnicy rynku i przedstawiciele mediów z całego świata.

W 2008 r. EBC wspólnie z Narodną banka Slovenska zorganizował kampanię informacyjną przygotowującą do wprowadzenia euro w Słowacji z dniem 1 stycznia 2009 r. We wszystkich działaniach komunikacyjnych związanych z wprowadzeniem euro w Słowacji stosowano logo „Euro – nasz pieniądz” opracowane przez Eurosystem. Kampania słowacka wykorzystywała strategię komunikacyjną opracowaną na potrzeby kampanii dla Cypru, Malty i Słowenii. Jej celem było zapoznanie podmiotów zawodowo zajmujących się obsługą gotówki oraz społeczeństwa z wyglądem i zabezpieczeniami banknotów i monet euro, a także z organizacją przejścia na inną walutę (zob. część 3). W ramach przygotowań do wprowadzenia dru-

giej serii banknotów euro w nadchodzących latach, banki centralne Eurosystemu opracowują strategię komunikacyjną.





Dyskusja panelowa na Piątej Konferencji Bankowości Centralnej organizowanej przez EBC w dn. 13 i 14 listopada 2008 r.

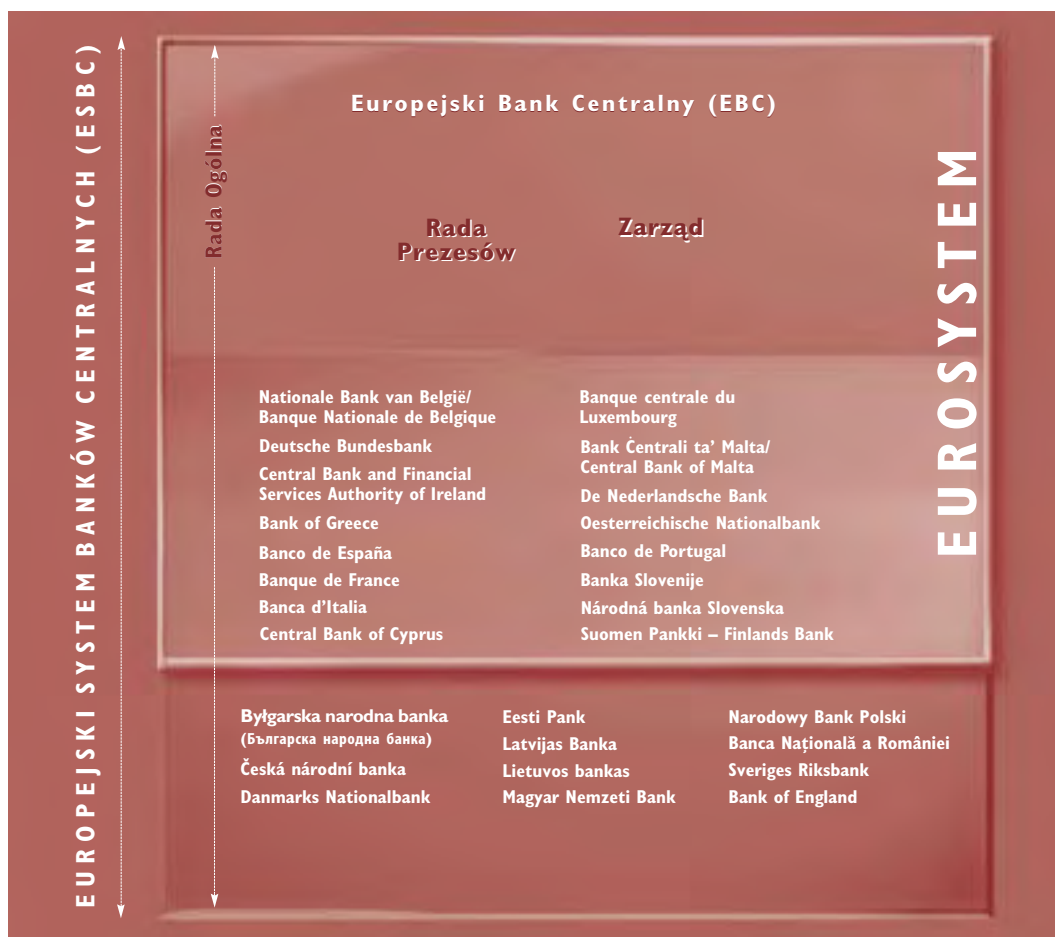
**CZĘŚĆ 8**

**RAMY INSTYTUCJONALNE,  
ORGANIZACJA  
I ROCZNE  
SPRAWOZDANIE  
FINANSOWE**



# I ORGANY DECYZYJNE I ŁAD KORPORACYJNY W EUROPEJSKIM BANKU CENTRALNYM

## I.1 EUROSISTEM ORAZ EUROPEJSKI SYSTEM BANKÓW CENTRALNYCH



Eurosystem jest systemem bankowości centralnej strefy euro. Obejmuje on Europejski Bank Centralny (EBC) oraz krajowe banki centralne (KBC) państw członkowskich UE, których walutą jest euro (od 1 stycznia 2009 r. liczba tych państw wynosi 16). Termin „Eurosystem” wprowadziła Rada Prezesów, aby ułatwić zrozumienie struktury powiązań między bankami centralnymi w strefie euro. Termin ten podkreśla wspólną tożsamość oraz współpracę wszystkich członków w ramach jednego zespołu. Terminu „Eurosystem” użyto w traktacie lizbońskim<sup>1</sup>.

ESBC obejmuje EBC oraz krajowe banki centralne wszystkich państw członkowskich UE (od 1 stycznia 2007 r. ich liczba wynosi 27), co oznacza, że jego częścią są również KBC tych państw członkowskich, które nie wprowadziły jeszcze euro.

Europejski Bank Centralny stanowi trzon Eurosystemu oraz ESBC i gwarantuje realizację zadań obu systemów zarówno poprzez działania własne, jak i działania krajowych banków centralnych. W świetle międzynarodowego prawa publicznego EBC posiada osobowość prawną.

Każdy krajowy bank centralny ma osobowość prawną nadaną na mocy prawa danego kraju. Krajowe banki centralne strefy euro, które stanowią integralną część Eurosystemu, wykonują zadania powierzone Eurosystemowi zgodnie z zasadami ustanowionymi przez organy decyzyjne EBC. Krajowe Banki Centralne wnoszą również wkład w prace Eurosystemu i ESBC poprzez uczestnictwo w komitetach Eurosys-

<sup>1</sup> Więcej informacji na temat traktatu lizbońskiego można znaleźć w podrozdziale 1.2 części 5.

temu i ESBC (zob. podrozdział 1.5 części 8). Krajowe banki centralne mogą pełnić, na własną odpowiedzialność, funkcje niezwiązane z Eurosystemem, pod warunkiem że Rada Prezesów nie uzna ich za kolidujące z celami i zadaniami Eurosystemu.

Eurosystemem i ESBC kierują organy decyzyjne EBC: Rada Prezesów oraz Zarząd. Trzecim organem decyzyjnym EBC jest Rada Ogólna, która będzie działać do momentu wprowadzenia euro przez wszystkie państwa członkowskie UE. Funkcjonowanie organów decyzyjnych podlega postanowieniom Traktatu, statutu ESBC i odpowiednich regulaminów<sup>2</sup>. Decyzje w ramach Eurosystemu i ESBC są podejmowane w sposób scentralizowany. Europejski Bank Centralny i banki centralne krajów strefy euro realizują jednak wspólne cele strategiczne i operacyjne Eurosystemu z pełnym poszanowaniem zasady decentralizacji, zgodnie ze statutem ESBC.

## 1.2 RADA PREZESÓW

W skład Rady Prezesów wchodzi członkowie Zarządu EBC oraz prezesi krajowych banków centralnych państw członkowskich, które wprowadziły euro. Zgodnie z postanowieniami Traktatu do najważniejszych zadań Rady należą:

- uchwalanie wytycznych i podejmowanie decyzji niezbędnych do wykonywania zadań powierzonych Eurosystemowi,
- ustalanie polityki pieniężnej strefy euro, w tym – tam, gdzie to konieczne – podejmowanie decyzji dotyczących pośrednich celów pieniężnych, podstawowych stóp procentowych i wielkości rezerw w ramach Eurosystemu oraz określanie wytycznych koniecznych do ich realizacji.

Rada Prezesów zbiera się zazwyczaj 2 razy w miesiącu w siedzibie EBC we Frankfurcie nad Menem w Niemczech. Rada dokonuje, między innymi, dogłębnej oceny sytuacji pieniężnej i gospodarczej oraz podejmuje odpowiednie decyzje, szczególnie na pierwszym posiedzeniu w miesiącu. Na drugim posiedzeniu Rada

zajmuje się zazwyczaj sprawami związanymi z innymi zadaniami oraz obowiązkami EBC i Eurosystemu. W 2008 r. 2 posiedzenia odbyły się poza Frankfurtem: jedno zostało zorganizowane przez Bank Grecji w Atenach a drugie przez Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique w Brukseli.

Podjmując decyzje dotyczące polityki pieniężnej oraz innych zadań EBC i Eurosystemu, członkowie Rady Prezesów działają nie jako przedstawiciele swoich krajów, lecz występują całkowicie niezależnie. Odzwierciedla to przyjęta przez Radę zasada „jeden członek, jeden głos”. 18 grudnia 2008 r. Rada Prezesów zdecydowała o kontynuacji obecnego sposobu głosowania<sup>3</sup> i wprowadzaniu systemu rotacyjnego tylko w przypadku, gdy liczba prezesów KBC strefy euro przekroczy 18<sup>4</sup>. Decyzja ta została podyktowana wzrostem liczby prezesów w Radzie Prezesów do 16 w wyniku przyjęcia euro przez Słowację 1 stycznia 2009 r. Rada Prezesów jednocześnie podjęła decyzję w sprawie głównych aspektów wdrażania systemu rotacyjnego<sup>5</sup>, gdy liczba prezesów przekroczy 18. Po dokonaniu analizy wielu modeli Rada Prezesów opowiedziała się za następującym systemem rotacji: prezesi będą wykonywać prawo głosu rotacyjnie w cyklu miesięcznym. Liczba prezesów podlegających rotacji w tym samym czasie zostanie określona przez różnicę pomiędzy liczbą prezesów i liczbą głosów przyznaną każdej grupie minus 2, biorąc pod

2 Informacje dotyczące Regulaminu EBC można znaleźć w Decyzji EBC/2004/2 z 19 lutego 2004 r. przyjmującej Regulamin EBC, Dz.U. L 80 z 18.3.2004, s. 33; Decyzji EBC/2004/12 z 17 czerwca 2004 r. przyjmującej Regulamin Rady Ogólnej EBC, Dz.U. L 230 z 30.6.2004, s. 61; Decyzji EBC/1999/7 z 12 października 1999 r. w sprawie Regulaminu Zarządu EBC, Dz.U. L 314 z 8.12.1999, s. 34. Wymienione przepisy są również dostępne w serwisie internetowym EBC.

3 Art. 10.2 Statutu ESBC ogranicza liczbę prezesów posiadających prawo głosu do 15, ale stanowi też, że Rada Prezesów może odroczyć wprowadzenie systemu rotacyjnego do czasu, gdy liczba prezesów przekroczy 18.

4 Zob. komunikat prasowy z 18 grudnia 2008 r. i decyzję EBC/2008/29 dotyczącą opóźnienia w rozpoczęciu stosowania systemu rotacyjnego w Radzie Prezesów Europejskiego Banku Centralnego.

5 Opis systemu rotacyjnego znajduje się również w komunikacie prasowym z 20 grudnia 2002 r. na stronie internetowej <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2002/html/index.en.html>.

uwagę wartość bezwzględną w przypadku uzyskania liczby ujemnej. W wyniku zastosowania tego modelu rotacji okresy bez prawa głosu dla poszczególnych prezesów są krótkie. Daje on również względną stabilność składu grupy głosujących<sup>6</sup>.

6 Model rotacyjny zostanie formalnie wprowadzony w drodze decyzji EBC zmieniającej decyzję EBC/2004/2 z 19 lutego 2004 r. przyjmującą Regulamin Europejskiego Banku Centralnego. Więcej informacji można znaleźć w artykule Biuletynu Miesięcznego EBC, który zostanie wkrótce opublikowany.

## RADA PREZESÓW



**Jean-Claude Trichet**

Prezes EBC

**Lucas D. Papademos**

Wiceprezes EBC

**Lorenzo Bini Smaghi**

Członek Zarządu EBC

**Michael C. Bonello**

Prezes Central Bank of Malta

**Vítor Constâncio**

Prezes Banco de Portugal

**Mario Draghi**

Prezes Banca d'Italia

**Miguel Fernández Ordóñez**

Prezes Banco de España

**Nicholas C. Garganas**

Prezes Bank of Greece (do 13 czerwca 2008 r.)

**José Manuel González-Páramo**

Członek Zarządu EBC

**Tony Grimes**

P.o. Prezesa Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(od 19 lipca do 19 września 2008 r.)

**John Hurley**

Prezes Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(od 1 stycznia do 18 lipca 2008 r.  
i od 20 września 2008 r.)

**Marko Kranjec**

Prezes Banka Slovenije

**Klaus Liebscher**

Prezes Oesterreichische Nationalbank  
(do 31 sierpnia 2008 r.)

**Erkki Liikanen**

Prezes Suomen Pankki – Finlands Bank

**Yves Mersch**

Prezes Banque centrale du Luxembourg

**Ewald Nowotny**

Prezes Oesterreichische Nationalbank

(od 1 września 2008 r.)

**Christian Noyer**

Prezes Banque de France

**Athanasios Orphanides**

Prezes Central Bank of Cyprus

**George A. Provopoulos**

Prezes Bank of Greece

(od 20 czerwca 2008 r.)

**Guy Quaden**

Prezes Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique

**Ivan Šramko<sup>7</sup>**

Prezes Národná banka Slovenska

(od 1 stycznia 2009 r.)

**Jürgen Stark**

Członek Zarządu EBC

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Członek Zarządu EBC

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

P.o. Prezesa Bank of Greece

(od 14 czerwca do 19 czerwca 2008 r.)

**Axel A. Weber**

Prezes Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Prezes De Nederlandsche Bank

**Pierwszy rząd (od lewej):**

John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch

**Środkowy rząd (od lewej):**

Christian Noyer,  
Marko Kranjec,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
George A. Provopoulos,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny

**Ostatni rząd (od lewej):**

Ivan Šramko,  
José Manuel González-Páramo,  
Axel A. Weber, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Lorenzo Bini Smaghi,  
Jürgen Stark

Uwaga: Mario Draghi i Athanasios Orphanides byli nieobecni podczas robienia fotografii.

<sup>7</sup> Prezes Národná banka Slovenska uczestniczył w posiedzeniach Rady Prezesów w 2008 r. jako „gość specjalny” po tym, jak 8 lipca 2008 r. Rada ECOFIN podjęła decyzję o uchyleniu derogacji w stosunku do Słowacji z dniem 1 stycznia 2009 r.

### 1.3 ZARZĄD

W skład Zarządu wchodzi prezes i wiceprezes EBC oraz 4 członków mianowanych za wspólnym porozumieniem szefów państw lub rządów państw członkowskich, które wprowadziły euro. Zarząd zbiera się zazwyczaj raz w tygodniu, a do jego głównych zadań należą:

- przygotowywanie posiedzeń Rady Prezesów,
- realizowanie polityki pieniężnej strefy euro zgodnie z wytycznymi i decyzjami Rady Prezesów oraz przekazywanie niezbędnych instrukcji w tym zakresie krajowym bankom centralnym strefy euro,

- zarządzanie bieżącą działalnością EBC,
- wykonywanie uprawnień przekazanych Zarządowi przez Radę Prezesów, w tym niektórych uprawnień o charakterze regulacyjnym.

Zarząd korzysta z pomocy Komitetu ds. Zarządzania w sprawach dotyczących zarządzania, planowania działalności i opracowywania rocznego budżetu EBC. Komitet składa się z jednego członka Zarządu, pełniącego funkcję przewodniczącego, oraz z kilku osób pełniących wyższe funkcje kierownicze.

**Drugi rząd (od lewej):**

Jürgen Stark,  
José Manuel González-Páramo,  
Lorenzo Bini Smaghi

**Pierwszy rząd (od lewej):**

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



**Jean-Claude Trichet**

Prezes EBC

**Lucas D. Papademos**

Wiceprezes EBC

**Lorenzo Bini Smaghi**

Członek Zarządu EBC

**José Manuel González-Páramo**

Członek Zarządu EBC

**Jürgen Stark**

Członek Zarządu EBC

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

Członek Zarządu EBC



## 1.4 RADA OGÓLNA

Rada Ogólna składa się z prezesa i wiceprezesa EBC oraz prezesów KBC wszystkich 27 państw członkowskich UE. Rada jest odpowiedzialna głównie za wykonywanie tych

zadań przejętych od Europejskiego Instytutu Walutowego (EIW), które muszą być nadal realizowane przez EBC w związku z tym, że nie wszystkie państwa członkowskie wprowadziły euro. W 2008 r. Rada Ogólna zebrała się 5 razy.

### Pierwszy rząd (od lewej):

Marko Kranjec,  
John Hurley,  
Michael C. Bonello,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Yves Mersch, Christian Noyer

### Środkowy rząd (od lewej):

Ivan Šramko,  
George A. Provopoulos,  
Vitor Manuel Ribeiro Constâncio,  
Erkki Liikanen, Ewald Nowotny  
Reinoldijus Šarkinas, Stefan Ingves

### Ostatni rząd (od lewej):

Axel A. Weber, Zdeněk Tůma,  
Ilmārs Rimšēvičs, Nout Wellink,  
Guy Quaden, Ivan Iskrov,  
Nils Bernstein, Andres Lipstok,  
Sławomir Skrzypek, András Simor



### Jean-Claude Trichet

Prezes EBC

### Lucas D. Papademos

Wiceprezes EBC

### Nils Bernstein

Prezes Danmarks Nationalbank

### Michael C. Bonello

Prezes Central Bank of Malta

### Vitor Constâncio

Prezes Banco de Portugal

### Mario Draghi

Prezes Banca d'Italia

### Miguel Fernández Ordóñez

Prezes Banco de España

### Nicholas C. Garganas

Prezes Bank of Greece (do 13 czerwca 2008 r.)

### Tony Grimes

P.o. Prezesa Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(od 19 lipca do 19 września 2008 r.)

### John Hurley

Prezes Central Bank and  
Financial Services Authority of Ireland  
(od 1 stycznia do 18 lipca 2008 r.  
i od 20 września 2008 r.)

### Stefan Ingves

Prezes Sveriges Riksbank

### Mugur Constantin Isărescu

Prezes Banca Națională a României

### Ivan Iskrov

Prezes Българска народна банка  
(Bulgarian National Bank)

### Mervyn King

Prezes Bank of England

### Marko Kranjec

Prezes Banka Slovenije

### Klaus Liebscher

Prezes Oesterreichische Nationalbank  
(do 31 sierpnia 2008 r.)

### Erkki Liikanen

Prezes Suomen Pankki – Finlands Bank

### Andres Lipstok

Prezes Eesti Pank

### Yves Mersch

Prezes Banque centrale du Luxembourg

### Christian Noyer

Prezes Banque de France

### Ewald Nowotny

Prezes Oesterreichische Nationalbank  
(od 1 września 2008 r.)

### Athanasios Orphanides

Prezes Central Bank of Cyprus

### George A. Provopoulos

Prezes Bank of Greece (od 20 czerwca 2008 r.)

Uwaga: Mario Draghi, Mervyn King, Athanasios Orphanides i Mugur Constantin Isărescu byli nieobecni podczas robienia fotografii.

**Guy Quaden**

Prezes Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

**Ilmārs Rimševičs**

Prezes Latvijas Banka

**Reinoldijus Šarkinas**

Prezes Zarządu Lietuvos bankas

**András Simor**

Prezes Magyar Nemzeti Bank

**Sławomir Skrzypek**

Prezes Narodowego Banku Polskiego

**Ivan Šramko**

Prezes Národná banka Slovenska

**Panayotis-Aristidis Thomopoulos**

P.o. prezesa Bank of Greece  
(od 14 czerwca do 19 czerwca 2008 r.)

**Zdeněk Tůma**

Prezes Česká národní banka

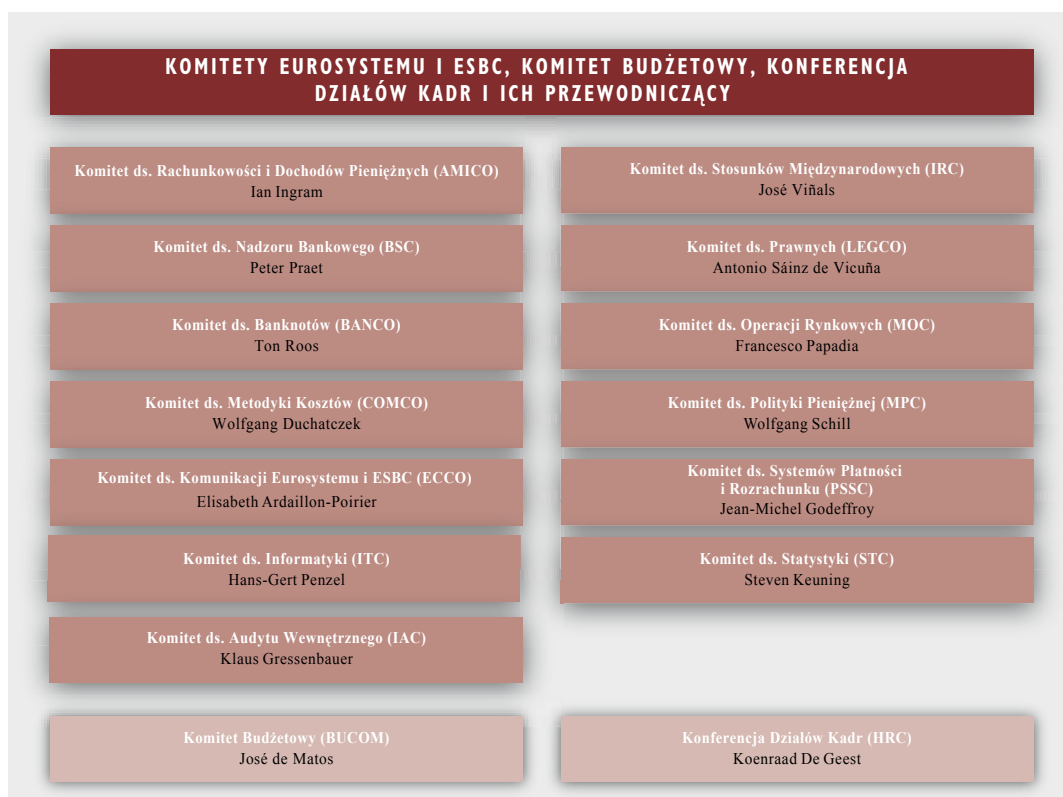
**Axel A. Weber**

Prezes Deutsche Bundesbank

**Nout Wellink**

Prezes De Nederlandsche Bank

### 1.5 KOMITETY EUROSYSTEMU I ESBC, KOMITET BUDŻETOWY, KONFERENCJA DZIAŁÓW KADR I KOMITET KOORDYNACYJNY EUROSYSTEMU DS. INFORMATYKI





Komitety Eurosystemu i ESBC nadal odgrywają ważną rolę, wspomagając organy decyzyjne EBC w realizacji ich zadań. Na wniosek Rady Prezesów i Zarządu komitety wydają opinie w zakresie swoich kompetencji, ułatwiając podejmowanie decyzji. W skład komitetów wchodzi zazwyczaj wyłącznie pracownicy banków centralnych Eurosystemu. Jeżeli jednak komitet zajmuje się sprawami, które wchodzi w zakres kompetencji Rady Ogólnej, w jego zebraniach uczestniczą przedstawiciele KBC państw, które nie przyjęły jeszcze euro. W razie potrzeby zapraszani mogą być również przedstawiciele innych właściwych instytucji, takich jak krajowe organy nadzorcze w przypadku Komitetu ds. Nadzoru Bankowego. Według stanu na dzień 31 grudnia 2008 r. istniało 13 komitetów Eurosystemu i ESBC, które zostały utworzone na mocy art. 9.1 Regulaminu EBC.

Komitet Budżetowy, który powstał na mocy art. 15 Regulaminu EBC, wspiera Radę Prezesów w kwestiach związanych z budżetem EBC.

W 2005 roku na mocy art. 9a Regulaminu powołano do życia Konferencję Działów Kadr, która pełni rolę forum wymiany doświadczeń, wiedzy i informacji pomiędzy bankami centralnymi Eurosystemu i ESBC w dziedzinie zarządzania zasobami ludzkimi.

Zgodnie z misją Eurosystemu i Regulaminem Organizacyjnym, które jako cel podają wykorzystanie synergii w ramach Eurosystemu i uzyskanie korzyści w zakresie efektywności kosztowej dzięki korzyściom skali, w sierpniu 2007 r. Rada Prezesów utworzyła Komitet Koordynacyjny Eurosystemu ds. Informatyki (EISC) odpowiedzialny za opracowywanie coraz to nowych ulepszeń w zakresie wykorzystania informatyki w Eurosystemie. Do głównych zadań EISC należy w szczególności wspieranie ładu korporacyjnego w Eurosystemie przy pomocy rozwiązań informatycznych (ang. *IT governance*) w celu zwiększenia skuteczności, jak również efektywności procesu podejmowania przez Radę Prezesów decyzji w sprawie projektów i operacji informatycznych w Eurosystemie i ESBC. Komitet

Koordynacyjny Eurosystemu ds. Informatyki, w skład którego wchodzi 1 przedstawiciel z każdego banku centralnego Eurosystemu, podlega Radzie Prezesów za pośrednictwem Zarządu.

## 1.6 ZASADY ŁADU KORPORACYJNEGO

Oprócz organów decyzyjnych, system ładu korporacyjnego EBC składa się z wielu sześciu kontroli zewnętrznej i wewnętrznej, 3 kodeksów postępowania, a także z przepisów dotyczących publicznego dostępu do dokumentów EBC.

### SZCZEBLE KONTROLI ZEWNĘTRZNEJ

Statut ESBC przewiduje 2 poziomy kontroli zewnętrznej. Pierwszym z nich jest audyt zewnętrzny, którego zadaniem jest kontrola rocznych sprawozdań finansowych EBC (art. 27 ust. 1 statutu ESBC), a drugim – Europejski Trybunał Obrachunkowy, badający skuteczność zarządzania EBC (art. 27 ust. 2). Raport roczny Trybunału wraz z odpowiedzią EBC publikowane są w serwisie internetowym EBC oraz w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej. W celu zagwarantowania niezależności biegłego rewidenta w EBC stosuje się zasadę rotacji firm audytorskich<sup>8</sup>. W 2008 r. w kontekście ustawowego zadania Rady Prezesów, jakim jest wydawanie zaleceń dla Rady UE w sprawie powoływania audytorów zewnętrznych krajowych banków centralnych wchodzących w skład ESBC, Rada Prezesów zatwierdziła, zgodnie z art. 27.1 Statutu ESBC, dokument zatytułowany *Good practices for the selection and mandate of External Auditors*, który został opublikowany w serwisie internetowym EBC. Dokument ten, który każdemu bankowi centralnemu Eurosystemu dostarcza nadrzędnych wytycznych w sprawie wyboru audytorów zewnętrznych oraz ustalania ich mandatu umożliwia Radzie Prezesów sformułowanie zaleceń dla Rady UE w oparciu o zharmonizowane, spójne i przejrzyste kryteria wyboru.

<sup>8</sup> W latach obrachunkowych 2003-2007 niezależnym biegłym rewidentem EBC była firma KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. W drodze przetargu i zgodnie z zasadą rotacji firm audytorskich na niezależnego biegłego rewidenta EBC w latach obrachunkowych 2008-2012 wybrano firmę PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

### SZCZEBLE KONTROLI WEWNĘTRZNEJ

Struktura kontroli wewnętrznej EBC jest oparta na podejściu polegającym na tym, że każda jednostka organizacyjna (sekcja, dział, dyrekcja lub dyrekcja generalna) sama odpowiada za zarządzanie ryzykiem, mechanizmy kontroli oraz skuteczność i efektywność swojej działalności. Każda jednostka organizacyjna wdraża procedury kontroli operacyjnej w dziedzinie, za którą jest odpowiedzialna, zgodnie z poziomem ryzyka określonym *ex ante* przez Zarząd. Na przykład obowiązujący zestaw zasad i procedur zwany „chińskim murem” ma zapobiec przedostawaniu się informacji poufnych z jednostek odpowiedzialnych za politykę pieniężną do jednostek zajmujących się zarządzaniem rezerwami walutowymi EBC i portfelem funduszy własnych. W 2008 r. EBC poczynił dalsze postępy w zakresie zarządzania ryzykiem operacyjnym. Po pierwsze, jednostka centralna w Dyrekcji Generalnej Kadr, Budżetu i Organizacji koordynowała kompleksowy program obejmujący szczeble od najwyższego do najniższego. Zgodnie z tym programem poszczególne pionierzy działalności rozpoznawały różne rodzaje ryzyka operacyjnego, które w przypadku wystąpienia mogłyby prowadzić do negatywnych skutków dla EBC związanych z prowadzoną działalnością, reputacją i finansami. Na podstawie powyższego programu opracowano plany działania na wypadek wystąpienia tego ryzyka. Po drugie, EBC i KBC strefy euro opracowały ramy zarządzania ryzykiem operacyjnym dla zadań i procesów Eurosystemu, które mają być wdrożone w 2009 r.

Niezależnie od działania systemu kontroli wewnętrznej i monitorowania ryzyka w EBC Dyrekcja Audytu Wewnętrznego przeprowadza audyty zlecane bezpośrednio przez Zarząd. Zgodnie z mandatem określonym w Karcie Audytu EBC<sup>9</sup>, audyt wewnętrzny EBC świadczy, w sposób niezależny i obiektywny, usługi weryfikacyjne i doradcze, wprowadzając systematyczne podejście do oceny i zwiększania skuteczności zarządzania ryzykiem oraz procesów kontroli i zarządzania organizacją. Dyrekcja Audytu Wewnętrznego przestrzega Międzynarodowych Standardów Profesjonalnej Praktyki

Audytu Wewnętrznego opracowanych przez Instytut Auditorów Wewnętrznych (ang. *Institute of Internal Auditors* – IIA).

Komitet ds. Audytu Wewnętrznego – komitet Eurosystemu i ESBC, w skład którego wchodzi dyrektorzy działów audytu wewnętrznego EBC i KBC – odpowiada za koordynację audytów dotyczących wspólnych projektów i systemów operacyjnych Eurosystemu i ESBC.

W celu wzmocnienia ładu korporacyjnego w kwietniu 2007 r. Rada Prezesów utworzyła w EBC Komitet ds. Audytu składający się z 3 członków Rady. Przewodniczącym komitetu został John Hurley (Prezes Central Bank and Financial Services Authority of Ireland).

### KODEKSY POSTĘPOWANIA

W EBC obowiązują 3 kodeksy postępowania. Pierwszy obowiązuje członków Rady Prezesów i odzwierciedla fakt, że ponoszą oni odpowiedzialność za zachowanie integralności i ochronę reputacji Eurosystemu oraz za skuteczność jego funkcjonowania<sup>10</sup>. Kodeks ten zawiera wytyczne i ustanawia normy etyczne obowiązujące członków Rady Prezesów oraz ich zastępców podczas pełnienia funkcji członków Rady Prezesów. Rada Prezesów powołała też doradcę, który udziela jej członkom wskazówek w kwestii niektórych zasad postępowania. Drugim kodeksem jest Kodeks postępowania EBC, zawierający wytyczne i ustanawiający wzorce dla pracowników EBC oraz członków Zarządu, od których wymaga się przestrzegania wysokich standardów etyki zawodowej podczas wykonywania swoich obowiązków<sup>11</sup>. Zgodnie z zawartymi w Kodeksie Postępowania zasadami przeciwdziałania nieuprawnionemu wykorzystaniu informacji poufnych, pracowników EBC i członków Zarządu obowiązuje zakaz wykorzystywania informacji poufnych w prywatnych transakcjach finansowych dokonywanych na własne

9 Aby zapewnić przejrzystość zasad audytu obowiązujących w Europejskim Banku Centralnym, karta ta została opublikowana w serwisie internetowym EBC.

10 Zob. Kodeks postępowania dla członków Rady Prezesów, Dz.U. C 123 z 24.5.2002, s. 9, z późniejszymi zmianami, Dz.U. C 10 z 16.1.2007, s. 6 oraz serwis internetowy EBC.

ryzyko i rachunek lub na ryzyko i rachunek osób trzecich<sup>12</sup>. Trzecim kodeksem jest Uzupełniający kodeks kryteriów etycznych obowiązujących członków Zarządu<sup>13</sup>, który zawiera bardziej szczegółowe informacje na temat zasad etycznych obowiązujących członków Zarządu i stanowi uzupełnienie pozostałych dwóch kodeksów. Wyznaczony przez Zarząd doradca ds. etyki zapewnia spójną interpretację tych przepisów.

### ZWALCZANIE NADUŻYĆ FINANSOWYCH

W 1999 r. Parlament Europejski i Rada UE przyjęły rozporządzenie<sup>14</sup> w celu zwiększenia wysiłków na rzecz przeciwdziałania nadużyciom finansowym, korupcji i innym bezprawnym działaniom na szkodę interesów finansowych Wspólnot Europejskich. Rozporządzenie to przewiduje m.in., że w przypadku podejrzeń o nadużycia finansowe Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych (OLAF) może prowadzić dochodzenia wewnętrzne w instytucjach, organach, urzędach i agencjach Wspólnoty.

Rozporządzenie w sprawie OLAF przewiduje, że każda z wymienionych jednostek podejmie decyzje umożliwiające przeprowadzanie takich dochodzeń w jej obrębie. W czerwcu 2004 r. Rada Prezesów przyjęła decyzję<sup>15</sup> dotyczącą warunków prowadzenia przez OLAF dochodzeń w Europejskim Banku Centralnym; weszła ona w życie 1 lipca 2004 r.

### PUBLICZNY DOSTĘP DO DOKUMENTÓW EBC

Przyjęta w marcu 2004 r. decyzja Europejskiego Banku Centralnego o publicznym dostępie do dokumentów EBC<sup>16</sup> jest zgodna z celami i standardami innych instytucji i organów wspólnotowych 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<sup>17</sup>. W 2008 r. liczba wniosków o dostęp do dokumentów była nadal niewielka.

11 Zob. Kodeks postępowania Europejskiego Banku Centralnego zgodnie z art. 11.3 Regulaminu Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. C 76 z 8.3.2001, s. 12 oraz serwis internetowy EBC.

12 Zob. punkt 1.2 Regulaminu pracowniczego EBC, która zawiera przepisy dotyczące etyki zawodowej i tajemnicy służbowej, Dz.U. C 92 z 16.4.2004, s. 31 oraz serwis internetowy EBC.

13 Zob. Uzupełniający kodeks kryteriów etycznych obowiązujących członków Zarządu, Dz.U. C 230 z 23.09.2006, s. 46 oraz serwis internetowy EBC.

14 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 31.5.1999, s. 1.

15 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 innym bezprawnym działaniom przynoszącym szkodę interesom finansowym Wspólnot Europejskich oraz w sprawie zmiany warunków zatrudnienia pracowników Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 230 z 30.6.2004, s. 56. Decyzję tę przyjęto w odpowiedzi na wyrok Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości z 10 lipca 2003 r. w sprawie 11/00 Komisja przeciwko Europejskiemu Bankowi Centralnemu, Zb. Orz. I-7147.

16 Decyzja EBC/2004/3 w sprawie publicznego dostępu do dokumentów Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 80 z 18.03.2004, s. 42.

17 Zgodnie ze zobowiązaniem EBC do zapewnienia otwartości i przejrzystości, EBC udostępnia dokumenty archiwalne w swoim serwisie internetowym w części „Archiwum”.

## 2 SYTUACJA ORGANIZACYJNA

### 2.1 ZASOBY LUDZKIE

W 2008 r. EBC kontynuował wdrażanie zasad ramowych polityki zarządzania zasobami ludzkimi, które obejmują wartości wyznawane przez EBC i podstawowe zasady stosowane w polityce zarządzania zasobami ludzkimi<sup>18</sup>. Te zasady ramowe pozwalają wyjaśnić, dlaczego zdecydowano się na określone rozwiązania w dziedzinie zarządzania zasobami ludzkimi i jakie są między nimi zależności. Rozwiązania te dotyczą czterech głównych obszarów zarządzania zasobami ludzkimi, które są przedstawione poniżej.

#### KULTURA ORGANIZACYJNA

W związku z tym, że EBC zatrudnia pracowników z 27 państw członkowskich UE, do rozwiązań stosowanych w polityce dotyczącej zasobów ludzkich włączono zarządzanie różnorodnością. Ma ono zagwarantować, że umiejętności poszczególnych pracowników są doceniane i w pełni wykorzystywane do osiągnięcia celów EBC. Zarządzanie różnorodnością w EBC opiera się na strategii różnorodności realizowanej od 2006 r., której celem jest zagwarantowanie, że wszyscy pracownicy są traktowani z szacunkiem, a ich praca podlega w każdym przypadku ocenie pod względem merytorycznym. W 2008 r. EBC zorganizował pierwsze forum na temat różnorodności dla kadry zarządzającej w celu zwiększenia świadomości na temat kwestii związanych z różnorodnością oraz wymiany poglądów i doświadczeń na różne tematy dotyczące płci, narodowości i wieku.

Sześć wspólnych wartości EBC (fachowość, skuteczność i operatywność, uczciwość, duch pracy zespołowej, przejrzystość i odpowiedzialność oraz praca na rzecz Europy), zostało głębiej osadzonych w strategii zarządzania zasobami ludzkimi w celu ukształtowania sposobu postępowania pracowników na co dzień i poprawy wyników pracy.

#### ROZWÓJ PRACOWNIKÓW

Ogólne zasady mobilności wewnętrznej w EBC, które zachęcają pracowników do regularnej zmiany stanowisk co pięć lat, w dalszym ciągu

cieszyły się znacznym poparciem. Mobilność postrzegana jest przez pracowników jako okazja do poszerzania swoich kompetencji oraz rozwijania umiejętności, zaś z punktu widzenia EBC służy budowaniu wspólnej tożsamości wśród pracowników oraz zwiększaniu efektów synergii między poszczególnymi obszarami działalności. W związku z tym celem polityki rekrutacji wewnętrznej, która kładzie nacisk na szerokie kwalifikacje, jest ułatwienie pracownikom mobilności wewnętrznej. W 2008 r. stanowiska – tymczasowo lub na dłuższy okres – zmieniło 165 pracowników, w tym 17 osób z kadry zarządzającej i doradców.

W ramach programu EBC umożliwiającego zdobywanie doświadczeń zawodowych poza instytucją macierzystą istnieje możliwość tymczasowego oddelegowania pracowników do jednego z 27 krajowych banków centralnych UE lub innej pokrewnej instytucji międzynarodowej (np. MFW lub BIS) na okres od dwóch do dwunastu miesięcy. W 2008 r. w programie tym wzięło udział 23 pracowników. Ponadto, EBC przyznał 30 pracownikom urlop bezpłatny na okres do trzech lat. Wielu z nich (19) podjęło pracę w krajowych bankach centralnych, organizacjach międzynarodowych lub firmach prywatnych. Pozostali wykorzystali urlop bezpłatny na dalsze kształcenie. Ogólna liczba pracowników, którym udzielono urlopu bezpłatnego, wyniosła 54 na koniec grudnia 2008 r. (w porównaniu z 56 osobami w 2007 r.), a liczba pracowników na urloпах rodzicielskich wyniosła 26 (w porównaniu z 23 w 2007 r.).

Poza promowaniem mobilności, w tym rotacji na stanowiskach kierowniczych, strategia w zakresie polityki zarządzania zasobami ludzkimi w dalszym ciągu koncentrowała się na doskonaleniu kadry kierowniczej EBC, w szczególności zaś na rozwijaniu umiejętności zarządczych poprzez szkolenia oraz indywidualny trening z zakresu poszerzania umiejętności i kompe-

18 Podstawowe zasady polityki w zakresie zasobów ludzkich obejmują: kierowanie się potrzebami instytucji, zdecentralizowane zarządzanie personelem, ocenę według zasług, różnorodność, atrakcyjne warunki zatrudnienia oraz wzajemne zobowiązanie między kadrą a EBC.

tencji (ang. *coaching*). Szkolenia dla kadry kierowniczej koncentrowały się na rozwijaniu umiejętności pracy w zespole, umiejętności kierowniczych i rekrutacji oraz na różnych aspektach zarządzania zorientowanego na osiągnięcia (ang. *performance management*).

Kadra kierownicza również uczestniczyła w programie uzyskiwania informacji zwrotnej z wielu źródeł (ang. *multi-source feedback exercise*), w ramach którego podwładni, współpracownicy tego samego szczebla oraz osoby z zewnątrz określają kierunki indywidualnego rozwoju członków kadry kierowniczej. Na podstawie informacji zwrotnej uzyskanej z wielu źródeł można zapewnić kadrze zarządzającej indywidualną pomoc i kierowanie poszerzaniem umiejętności i kompetencji.

Podstawą strategii EBC w zakresie zasobów ludzkich jest nieustanne zdobywanie i poszerzanie umiejętności oraz kwalifikacji wszystkich pracowników. Zasadniczo za kształcenie i rozwój odpowiedzialni są zarówno pracownicy, jak i pracodawca. Europejski Bank Centralny zapewnia środki finansowe oraz możliwości szkolenia, zaś członkowie kadry kierowniczej określają potrzeby szkoleniowe pracowników wynikające z wymagań obecnie zajmowanych stanowisk. Pracownicy mają natomiast obowiązek podjąć niezbędne kroki w celu zdobywania wiedzy i podnoszenia kwalifikacji, aby osiągnąć możliwie najwyższy poziom umiejętności zawodowych. Oprócz możliwości uczestniczenia w licznych szkoleniach wewnętrznych pracownicy w dalszym ciągu korzystali z możliwości uczestniczenia w szkoleniach zewnętrznych, które – ze względu na bardziej specjalistyczny charakter – odpowiadały ich indywidualnym potrzebom szkoleniowym. Korzystali również ze szkoleń organizowanych w ramach wspólnych programów ESBC lub oferowanych przez krajowe banki centralne.

Ponadto, w ramach polityki dodatkowych szkoleń (ang. *Secondary Training Policy*) EBC zaoferował 12 pracownikom pomoc w zdobywaniu kwalifikacji przewyższających wymogi obecnie zajmowanych stanowisk.

## REKRUTACJA

Pod koniec grudnia 2008 r. liczba pracowników zatrudnionych na podstawie umowy z EBC (w etatach przeliczeniowych) wynosiła 1536 (w porównaniu do 1478 pod koniec grudnia 2007 r.)<sup>19</sup>.

Rekrutacja zewnętrzna na pełnoetatowe stanowiska pracy prowadzona była w oparciu o pięcioletnie umowy na czas określony w przypadku stanowisk kierowniczych oraz trzyletnie umowy w przypadku pozostałych stanowisk, które mogą zostać zmienione na umowy na czas nieokreślony w zależności od przesłanek organizacyjnych i indywidualnych wyników pracy. Umowy na czas określony mogą być również zawierane w celu zapewnienia zastępstwa za pracowników pełnoetatowych nieobecnych dłużej niż 12 miesięcy, na przykład ze względu na urlop rodzicielski lub bezpłatny. W 2008 r. EBC zaoferował łącznie 108 umów na czas określony. W 2008 r. natomiast z EBC odeszło 45 pracowników posiadających umowy na czas określony lub na stałe. Ponadto w 2008 r. zawarto 113 umów krótkoterminowych (poza przedłużeniem niektórych umów z 2007 r.) na zastępstwa za pracowników nieobecnych krócej niż rok, a 83 umowy krótkoterminowe wygasły w trakcie roku.

Europejski Bank Centralny oferuje również umowy krótkoterminowe pracownikom krajowych banków centralnych i organizacji międzynarodowych, co pozwala EBC i tym instytucjom na wymianę doświadczeń. Zatrudnianie pracowników krajowych banków centralnych na podstawie umów krótkoterminowych pomaga również wzmocnić ducha pracy zespołowej w ramach ESBC. Według stanu na dzień 31 grudnia 2008 r. 122 pracowników krajowych banków centralnych i organizacji międzynarodowych pracowało w EBC nad różnymi zadaniami (w porównaniu do 91 na dzień 31 grudnia 2007 r.).

<sup>19</sup> Pracownicy przebywający na bezpłatnych urloпах nie zostali uwzględnieni. Dane dotyczące ogólnej liczby pracowników obejmują osoby pracujące na podstawie umów na czas nieokreślony, określony lub umów krótkoterminowych oraz uczestników programu EBC dla absolwentów studiów wyższych. Dane uwzględniają także pracowników przebywających na urloпах macierzyńskich lub długoterminowych zwolnieniach lekarskich.

We wrześniu 2008 r. pracę w banku rozpoczęła trzecia grupa uczestników programu EBC dla absolwentów (ang. *Graduate Programme*), skierowanego do absolwentów studiów wyższych, którzy niedawno ukończyli studia i dysponują szerokim zakresem wiedzy. Podjęli oni pracę na podstawie dwuletnich umów, które nie mogą zostać zamienione na umowy innego rodzaju. Pierwsza grupa uczestników ukończyła program EBC dla absolwentów w 2008 r. i wielu z nich z powodzeniem ubiegało się o przyjęcie do pracy w EBC na podstawie umów na czas określony, które mogą zostać zmienione na inny rodzaj umów.

Staża oferowane przez EBC skierowane były, przede wszystkim, do studentów i absolwentów studiów o profilu ekonomicznym, statystycznym, typu business administration, prawnym i tłumaczeniowym. Liczba stażystów w EBC wynosiła 84 według stanu na dzień 31 grudnia 2008 r.

Europejski Bank Centralny zaoferował również dwa stypendia na-ukowo-badawcze w ramach programu stypendialnego im. Wima Duisenberga, z którego korzystać mogą wybitni ekonomiści, oraz pięć stypendiów tego typu dla młodych pracowników naukowych w ramach programu Lamfalussy Fellowship.

#### **WARUNKI ZATRUDNIENIA**

Uwzględniając ostatnie tendencje dotyczące oczekiwanej średniej długości życia i finansowania długoterminowego, EBC prowadził proces weryfikacji programu emerytalnego, jaki oferuje swoim pracownikom. Oczekuje się, że wyniki tej weryfikacji zostaną wprowadzone na początku 2009 r.

W 2008 r. EBC rozpoczął również przegląd procedury dyscyplinarnej i odwoławczej. Wprowadzone zmiany miały na celu zwiększenie efektywności i skuteczności obu procedur przy zachowaniu praw przysługujących pracownikom.

W celu poprawy równowagi między życiem zawodowym a osobistym oraz dążąc do zwiększenia

elastyczności EBC, w 2008 r. Zarząd EBC postanowił wdrożyć projekt pilotażowy mający na celu stopniowe wprowadzanie telepracy. Po zakończeniu projektu w 2009 r. zarówno jego korzyści, jak i wady zostaną poddane dokładnej ocenie, która będzie podstawą do podjęcia decyzji o jego ewentualnym szerszym zastosowaniu.

#### **2.2 KONFERENCJA DZIAŁÓW KADR**

W 2008 r. działalność Konferencji Działów Kadr i podlegających jej struktur objęła różne aspekty szkolenia i rozwoju pracowników. Na podstawie analizy potrzeb opracowano nowe działania szkoleniowe ESBC, które zostaną wprowadzone w 2009 r. Konferencja Działów Kadr podjęła również działania na rzecz zwiększenia mobilności w ramach ESBC w celu zapewnienia pracownikom Eurosystemu/ESBC większych możliwości uczenia się od siebie nawzajem oraz wspierania współpracy i ducha pracy zespołowej.

W celu wymiany doświadczeń oraz wypracowania standardów najlepszych praktyk Konferencja Działów Kadr i Komitet ds. Komunikacji Eurosystemu/ESBC zorganizowały także konferencję na temat komunikacji w zarządzaniu zasobami ludzkimi, w której udział wzięli przedstawiciele wszystkich banków centralnych należących do ESBC. Podczas spotkań Konferencja Działów Kadr podejmowała inne tematy, takie jak demografia, ośrodki oceny i przyszłość zasobów ludzkich w Europie, jak również główne wyzwania do roku 2015.

#### **2.3 NOWA SIEDZIBA EBC**

W 2008 r. nastąpił dalszy postęp w działaniach dotyczących nowej siedziby EBC w dzielnicy Ostend we Frankfurcie.

W kwietniu 2008 r., przed rozpoczęciem prac budowlanych, rozpoczęto prace na nowym terenie budowy. Rozebrano ręcznie dwa czteropiętrowe budynki pomocnicze na końcu hali

targowej Grossmarkthalle i zachowano większość cegieł klinkierowych. Będą one wykorzystane przy renowacji fasady hali targowej w celu zachowania kolorytu i charakteru zgodnego z oryginalnymi ceglami. Późną wiosną rozpoczęto roboty ziemne na dwóch poziomach na parterze budynków biurowych i w podziemnym parkingu dla pracowników w południowej części placu budowy. Następnie wkopano filary fundamentowe. Powyższe prace wstępne, zgodne z harmonogramem i budżetem, zostały zakończone we wrześniu 2008 r.

W dniu 6 maja 2008 r. Petra Roth, burmistrz Frankfurtu, przekazała pozwolenie na budowę nowej siedziby Europejskiego Banku Centralnego Prezesowi EBC. Pozwolenie na budowę stanowi formalną zgodę prawną na budowę nowej siedziby na miejscu dawnej hali targowej Grossmarkthalle.

W dniu 25 czerwca 2008 r. EBC podjął decyzję o formalnym zamknięciu międzynarodowego przetargu publicznego na generalnego wykonawcę nowej siedziby EBC, ponieważ przetarg nie przyniósł zadowalającego rezultatu w sensie ekonomicznym, a otrzymana oferta znacznie przekraczała planowany budżet EBC. Latem i jesienią 2008 r. architekci i planiści przeprowadzili wnikliwą analizę sytuacji na rynku budowlanym. W oparciu o tę analizę Rada Prezesów podjęła w listopadzie 2008 r. decyzję o zmianie strategii przetargowej, dokonując rozbicia prac budowlanych na oddzielne branże i pozycje i postanowiła ponownie ogłosić przetarg na prace budowlane zgodnie z nowymi kryteriami. W 2009 r. EBC ogłosi około 15 różnych przetargów na prace dotyczące konstrukcji, fasady i innych części budynku. Celem takiej strategii przetargowej jest zdobycie bardziej konkurencyjnych ofert, w tym od średniej wielkości firm, oraz znalezienie firm specjalizujących się w danej branży. Strategia przetargowa będzie bazowała na znormalizowanych warunkach zlecenia i wykonywania robót, które są często wykorzystywane na rynku budowlanym.

Europejski Bank Centralny podtrzymuje swoje zobowiązanie do przestrzegania szacunko-

wego kosztu w wysokości około 500 milionów euro (w cenach stałych z 2005 r.). Koszt ten jest rewaluowany zgodnie z oficjalnymi wskaźnikami cen obliczonymi przez niemiecki urząd statystyczny (Statistisches Bundesamt). Budowa nowej siedziby przystosowanej do określonych potrzeb EBC jest uważana za opcję najkorzystniejszą z punktu widzenia najlepszej wartości możliwej do uzyskania w ramach planowanego budżetu.

Pod koniec 2009 r., po przeprowadzeniu oceny ofert, Rada Prezesów zdecyduje, czy należy kontynuować projekt dotyczący nowych pomieszczeń.

#### **2.4 BIURO KOORDYNACJI ZAMOWIEŃ EUROSYSTEMU**

W lipcu 2007 r. Rada Prezesów postanowiła utworzyć Biuro Koordynacji Zamówień Eurosystemu (Eurosystem Procurement Coordination Office – EPCO) w celu usprawnienia współpracy w ramach Eurosystemu w zakresie zamówień. W pracach biura, na zasadzie dobrowolności, uczestniczy łącznie 20 banków centralnych z ESBC. W grudniu 2007 r. postanowiono, że od 1 stycznia 2008 r. do 31 grudnia 2012 r. siedziba biura będzie się mieścić przy Banque centrale du Luxembourg. W 2008 r. pracę rozpoczęło 4 pracowników biura. Zorganizowano również siedem spotkań specjalistów ds. zamówień z banków centralnych uczestniczących w pracach biura. Głównym tematem prac było opracowanie dobrych praktyk. W listopadzie 2008 r. Rada Prezesów przyjęła decyzję tworzącą ramy wspólnego systemu zamówień w ramach Eurosystemu. Na podstawie tej decyzji, której celem jest zapewnienie takich samych warunków dla wszystkich banków centralnych uczestniczących w realizacji wspólnych zamówień, Rada Prezesów zatwierdziła plan zamówień na 2009 r. Biurem Koordynacji Zamówień Eurosystemu kieruje Komitet Sterujący, który podlega Radzie Prezesów za pośrednictwem Zarządu.

### 3 DIALOG SPOŁECZNY ESBC

Dialog Społeczny ESBC jest forum konsultacyjnym, w którym uczestniczą przedstawiciele EBC i pracowników banków centralnych należących do ESBC oraz reprezentanci europejskich federacji związków zawodowych<sup>20</sup>. Celem tego forum jest dostarczanie informacji i ułatwianie wymiany poglądów dotyczących kwestii, które mogą mieć duży wpływ na warunki zatrudnienia w bankach centralnych należących do ESBC.

Informacje te umieszcza się w biuletynie półrocznym oraz przekazuje podczas spotkań odbywających się w kwietniu i w październiku. Podczas takich spotkań w roku 2008 skoncentrowano się na zagadnieniach dotyczących współpracy i specjalizacji w Eurosystemie, traktatu lizbońskiego i jego wpływu na ESBC, a także roli operacji rynkowych i nadzoru finansowego w czasach zawirowań. Dyskutowano również o zagadnieniach związanych z produkcją i obiegiem banknotów oraz systemami płatniczymi (TARGET2, TARGET2-Securities i CCBM2). Przedstawiciele pracowników zostali również poinformowani o działalności prowadzonej przez Konferencję Działów Kadr.

Ustanowiono tymczasową grupę roboczą ds. produkcji i obiegu banknotów. Grupa składała się z ograniczonej liczby członków i powstała, by zająć się problemami technicznymi związanymi z banknotami przed plenarnymi obradami Dialogu Społecznego ESBC.

20 Stały Komitet Związków Zawodowych Europejskich Banków Centralnych (SCECBU), Międzynarodowa Sieć Związkowa – Europa (UNI-Europa Finance) i Europejska Federacja Związków Zawodowych Służb Publicznych (EPSU).



## 4 ROCZNE SPRAWOZDANIE FINANSOWE EBC

# SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2008 R.

## I CHARAKTER DZIAŁALNOŚCI

Działania EBC w roku 2008 przedstawiono szczegółowo w odpowiednich rozdziałach Raportu Roczного.

## 2 CELE I ZADANIA

Cele i zadania EBC określa statut ESBC (art. 2 i 3). Realizację poszczególnych celów przedstawia przedmowa prezesa EBC do Raportu Roczного.

## 3 KLUCZOWE ZASOBY, RODZAJE RYZYKA I PROCESY

### ZASADY ŁADU KORPORACYJNEGO EBC

Zasady ładu korporacyjnego EBC przedstawia rozdział 8.

### CZŁONKOWIE ZARZĄDU

Członków Zarządu mianuje się spośród osób o uznanym autorytecie i doświadczeniu zawodowym w dziedzinie pieniądza lub bankowości, za wspólnym porozumieniem rządów państw członkowskich na szczeblu szefów państw lub rządów, na podstawie rekomendacji Rady UE i po konsultacji z Parlamentem Europejskim i Radą Prezesów.

Warunki zatrudnienia członków Zarządu określa Rada Prezesów na podstawie propozycji komitetu, w którego skład wchodzi trzy osoby mianowane przez Radę Prezesów i trzy – przez Radę UE.

Wynagrodzenia członków Zarządu przedstawiono w nocie 29 „Koszty osobowe” sprawozdania finansowego.

### ZATRUDNIENIE

Średnie zatrudnienie<sup>1</sup> w EBC (w etatach przeliczeniowych) wzrosło z 1448 w 2007 r. do 1499 w 2008 r. Na koniec 2008 r. EBC zatrudniał 1536 pracowników. Więcej danych przedstawiono w nocie 29 „Koszty osobowe” sprawozdania finansowego oraz w części 8,

rozdział 2, gdzie opisano także strategię personalną EBC.

## DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA I ZARZĄDZANIE RYZYKIEM

Portfel rezerw walutowych EBC obejmuje rezerwowe aktywa walutowe przekazane EBC przez banki centralne krajów strefy euro zgodnie z art. 30 statutu ESBC oraz dochody uzyskane z tych aktywów. Portfel ten służy do finansowania działalności operacyjnej EBC na rynku walutowym, prowadzonej w celach określonych w Traktacie.

Portfel funduszy własnych EBC tworzą inwestycje związane z opłaconym kapitałem EBC, równowartością rezerwy celowej na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota, ogólnym funduszem rezerwowym oraz dochodami zakumulowanymi w portfelu w latach ubiegłych. Portfel ten służy generowaniu dochodów przeznaczonych na pokrycie kosztów operacyjnych EBC.

Szczegółowe informacje na temat działalności inwestycyjnej EBC oraz zarządzania związanym z nią ryzykiem przedstawia rozdział 2.

## BUDŻETOWANIE

Kluczowym podmiotem w procesie zarządzania finansowego w EBC jest Komitet Budżetowy (BUCOM), w którego skład wchodzi eksperci z EBC oraz banków centralnych krajów strefy euro. Art. 15 regulaminu EBC stanowi, że Komitet Budżetowy wspiera Radę Prezesów poprzez formułowanie szczegółowej oceny projektu rocznego budżetu EBC i wniosków Zarządu o dodatkowe środki budżetowe, przed przedstawieniem tych dokumentów Radzie Prezesów do zatwierdzenia. Wykonanie budżetu jest regularnie kontrolowane przez Zarząd, który uwzględnia przy tym opinie pionu kontroli wewnętrznej EBC, oraz przez Radę Prezesów wspieraną przez Komitet Budżetowy.

1 Obejmuje pracowników zatrudnionych na czas nieokreślony i określony oraz na umowach krótkoterminowych, uczestników programu EBC dla absolwentów studiów wyższych oraz osoby pozostające na urloпах macierzyńskich i długookresowych zwolnieniach lekarskich. Nie obejmuje pracowników na urloпах bezpłatnych.

## 4 WYNIK FINANSOWY

### SPRAWOZDANIE FINANSOWE

Na mocy art. 26 ust. 2 statutu ESBC roczne sprawozdanie finansowe EBC sporządza Zarząd zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów. Roczne sprawozdanie finansowe podlega zatwierdzeniu przez Radę Prezesów, a następnie jest publikowane.

### REZERWA CELOWA NA RYZYKO KURSOWE, RYZYKO STOPY PROCENTOWEJ I RYZYKO ZMIAN CENY ZŁOTA

Ponieważ większość aktywów i pasywów EBC podlega okresowej aktualizacji wyceny według bieżących rynkowych kursów walutowych i cen papierów wartościowych, poziom zysków EBC jest silnie uzależniony od ryzyka kursowego oraz – w mniejszym stopniu – od ryzyka stopy procentowej. Dotyczy to przede wszystkim rezerw walutowych w dolarach amerykańskich, jenach japońskich i złocie, inwestowanych głównie w oprocentowane instrumenty finansowe.

Rada Prezesów, mając na uwadze wysoki stopień narażenia EBC na wymienione rodzaje ryzyka oraz poziom różnic z wyceny, postanowiła w 2005 r. utworzyć rezerwę celową na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota. Stan tej rezerwy na dzień 31 grudnia 2007 r. wynosił 2 668 758 313 euro. Zgodnie z art. 49 ust. 2 statutu ESBC banki centralne Cypru i Malty przekazały z dniem 1 stycznia 2008 r. na poczet rezerwy odpowiednio 4 795 450 euro i 2 388 127 euro. Na podstawie przeprowadzonej oceny Rada Prezesów podjęła decyzję o zasileniu rezerwy z dniem 31 grudnia 2008 r. dodatkową kwotą 1 339 019 690 euro. W rezultacie wysokość rezerwy osiągnęła maksymalny dozwolony poziom 4 014 961 580 euro, gdyż zgodnie z decyzją Rady Prezesów wysokość rezerwy celowej łącznie ze środkami zgromadzonymi w ogólnym funduszu rezerwowym EBC nie może przekroczyć wartości udziałów w kapitale opłaconych przez krajowe banki centralne strefy euro.

Rezerwa ta służy do pokrycia zrealizowanych i niezrealizowanych strat, w szczególności strat

z tytułu przeszacowania nieujętych w różnicach z wyceny. Poziom i zasadność dalszego istnienia rezerw celowych weryfikuje się co roku przy uwzględnieniu wielu czynników, w tym głównie zasobu aktywów obciążonych ryzykiem, stopnia urzeczywistnienia ryzyka w bieżącym roku obrotowym, przewidywanych wyników na nadchodzący rok oraz oceny ryzyka uwzględniającej wyliczoną wartość zagrożoną (VaR) dla aktywów obciążonych ryzykiem, która jest stosowana konsekwentnie w kolejnych okresach.

### WYNIK FINANSOWY ZA 2008 R.

Przychody netto EBC przed zasileniem rezerwy celowej wyniosły 2661 mln euro, wobec 286 mln euro w 2007 r. Pozostały po zasileniu wynik finansowy w wysokości 1322 mln euro rozdzielono między krajowe banki centralne.

W 2007 r. aprecjacja euro względem dolara amerykańskiego i, w mniejszym stopniu, względem jena japońskiego spowodowała konieczność utworzenia odpisów aktualizujących wyrażoną w euro wartość posiadanych przez EBC aktywów denominowanych w tych walutach. Odpisy te wyniosły ok. 2,5 mld euro i zostały wykazane w rachunku zysków i strat. W 2008 r. w wyniku deprecjacji euro względem jena japońskiego i dolara amerykańskiego powstały niezrealizowane zyski w wysokości ok. 3,6 mld euro. Zyski te zostały ujęte w różnicach z wyceny, zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości Eurosystemu ustalonymi przez Radę Prezesów.

W 2008 r. przychody netto z tytułu odsetek zwały do 2381 mln euro, wobec 2421 mln w 2007 r., głównie w wyniku a) niższych przychodów odsetkowych netto denominowanych w dolarach amerykańskich oraz b) wyższego oprocentowania należności krajowych banków centralnych z tytułu przekazanych rezerw walutowych. Spadek przychodów netto z tytułu odsetek został jedynie częściowo zrównoważony przez wzrost przychodów z tytułu odsetek związanych z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu, który wynikał głównie ze wzrostu ogólnej wartości banknotów euro w obiegu.

Zrealizowane zyski netto z tytułu operacji finansowych zmalały z 779 mln euro w 2007 r. do 662 mln euro w 2008 r., głównie z powodu niższej sprzedaży złota prowadzonej w ramach podpisanej przez EBC Umowy banków centralnych w sprawie złota, która weszła w życie 27 września 2004 r. Spadek zrealizowanych zysków z tego tytułu został tylko częściowo zrównoważony przez wyższe zrealizowane zyski netto ze sprzedaży papierów wartościowych w 2008 r. odnotowane po spadku stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w tym roku.

Łączna kwota kosztów administracyjnych EBC, w tym amortyzacji, wzrosła z 385 mln euro w 2007 r. do 388 mln euro w 2008 r.

#### **ZMIANA KAPITAŁU EBC**

Na mocy decyzji Rady 2007/503/WE i 2007/504/WE z 10 lipca 2007 r. Cypr i Malta wprowadziły z dniem 1 stycznia 2008 r. wspólną walutę. Tego samego dnia zgodnie z art. 49 ust. 1 statutu ESBC banki centralne Cypru i Malty opłaciły pozostałą część objętych przez siebie udziałów w kapitale EBC. W wyniku tych wpłat opłacony kapitał EBC wzrósł z 4127 mln euro na dzień 31 grudnia 2007 r. do 4137 mln euro na dzień 1 stycznia 2008 r.

## **5 POZOSTAŁE ZAGADNIENIA**

### **ZARZĄDZANIE ŚRODOWISKOWE**

W 2008 r. na podstawie „Ramowych zasad polityki środowiskowej” przyjętych przez EBC pod koniec 2007 r. sporządzono listę aspektów zarządzania EBC związanych z ochroną środowiska i dokonano pierwszej oceny oddziaływania ekologicznego. EBC postanowił także ustanowić system zarządzania środowiskowego zgodny z międzynarodowymi normami ISO 14001 i EMAS. W 2008 r. pomyślnie wdrożono kilka rozwiązań w ramach projektu, którego celem jest certyfikacja systemu zarządzania środowiskowego EBC w 2010 r.

### **ZARZĄDZANIE USŁUGAMI INFORMATYCZNYMI**

W 2008 r. EBC jako pierwszy bank centralny uzyskał certyfikat zgodności z normą ISO/

IEC 20000 w dziedzinie zarządzania usługami informatycznymi. ISO/IEC 20000 opisuje zintegrowany zbiór procesów zarządzania pozwalających efektywnie świadczyć usługi informatyczne wewnątrz organizacji oraz wobec podmiotów zewnętrznych. Wdrożenie tych procesów istotnie wpłynęło na realizację usług informatycznych w EBC i już przyniosło wymierne korzyści oraz wzrost zadowolenia użytkowników.

## BILANS NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2008 R.

AKTYWA	NR NOTY	2008 EUR	2007 EUR
<b>Złoto i należności w złocie</b>	<b>1</b>	<b>10.663.514.154</b>	<b>10.280.374.109</b>
<b>Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>2</b>		
Należności od MFW		346.651.334	449.565.998
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, kredyty zagraniczne i inne aktywa zagraniczne		41.264.100.632	28.721.418.912
		<b>41.610.751.966</b>	<b>29.170.984.910</b>
<b>Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>2</b>	<b>22.225.882.711</b>	<b>3.868.163.459</b>
<b>Należności od nierezydentów strefy euro w euro</b>	<b>3</b>		
Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe i kredyty		<b>629.326.381</b>	<b>0</b>
<b>Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro</b>	<b>4</b>	<b>25.006</b>	<b>13.774</b>
<b>Należności w ramach Eurosystemu</b>	<b>5</b>		
Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu		61.021.794.350	54.130.517.580
Pozostałe należności w ramach Eurosystemu (netto)		234.095.515.333	17.241.183.222
		<b>295.117.309.683</b>	<b>71.371.700.802</b>
<b>Pozostałe aktywa</b>	<b>6</b>		
Środki trwałe		202.690.344	188.209.963
Inne aktywa finansowe		10.351.859.696	9.678.817.294
Różnice z przeszacowania instrumentów pozabilansowych		23.493.348	34.986.651
Czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów		1.806.184.794	1.365.938.582
Pozycje różne		1.272.185.672	69.064.934
		<b>13.656.413.854</b>	<b>11.337.017.424</b>
<b>Aktywa razem</b>		<b>383.903.223.755</b>	<b>126.028.254.478</b>

<b>PASYWA</b>	<b>NR NOTY</b>	<b>2008 EUR</b>	<b>2007 EUR</b>
<b>Banknoty w obiegu</b>	<b>7</b>	<b>61.021.794.350</b>	<b>54.130.517.580</b>
<b>Zobowiązania wobec innych rezydentów strefy euro w euro</b>	<b>8</b>	<b>1.020.000.000</b>	<b>1.050.000.000</b>
<b>Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro</b>	<b>9</b>	<b>253.930.530.070</b>	<b>14.571.253.753</b>
<b>Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>10</b>	<b>272.822.807</b>	<b>0</b>
<b>Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>10</b>		
Depozyty, salda na rachunkach, pozostałe zobowiązania		<b>1.444.797.283</b>	<b>667.076.397</b>
<b>Zobowiązania w ramach Eurosystemu</b>	<b>11</b>		
Zobowiązania stanowiące równowartość przekazanych rezerw walutowych		<b>40.149.615.805</b>	<b>40.041.833.998</b>
<b>Pozostałe pasywa</b>	<b>12</b>		
Różnice z przeszacowania instrumentów pozabilansowych		1.130.580.103	69.589.536
Bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów i przychody przyszłych okresów		2.284.795.433	1.848.257.491
Pozycje różne		1.797.414.878	659.763.920
		<b>5.212.790.414</b>	<b>2.577.610.947</b>
<b>Rezerwy celowe</b>	<b>13</b>	<b>4.038.858.227</b>	<b>2.693.816.002</b>
<b>Różnice z wyceny</b>	<b>14</b>	<b>11.352.601.325</b>	<b>6.169.009.571</b>
<b>Kapitał i fundusz rezerwowy</b>	<b>15</b>		
Kapitał		<b>4.137.159.938</b>	<b>4.127.136.230</b>
<b>Wynik finansowy roku bieżącego</b>		<b>1.322.253.536</b>	<b>0</b>
<b>Pasywa razem</b>		<b>383.903.223.755</b>	<b>126.028.254.478</b>

## RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT ZA ROK OBROTOWY ZAKOŃCZONY 31 GRUDNIA 2008 R.

	NR NOTY	2008 EUR	2007 EUR
Przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych		997.075.442	1.354.887.368
Przychody z tytułu odsetek związane z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu		2.230.477.327	2.004.355.782
Pozostałe przychody z tytułu odsetek		8.430.894.437	4.380.066.479
<i>Przychody z tytułu odsetek</i>		<i>11.658.447.206</i>	<i>7.739.309.629</i>
Odsetki od należności KBC z tytułu przekazanych rezerw walutowych		(1.400.368.012)	(1.356.536.045)
Pozostałe koszty z tytułu odsetek		(7.876.884.520)	(3.962.006.944)
<i>Koszty z tytułu odsetek</i>		<i>(9.277.252.532)</i>	<i>(5.318.542.989)</i>
<b>Wynik z tytułu odsetek</b>	<b>23</b>	<b>2.381.194.674</b>	<b>2.420.766.640</b>
Zrealizowane zyski/straty z tytułu operacji finansowych	<b>24</b>	662.342.084	778.547.213
Odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych	<b>25</b>	(2.662.102)	(2.534.252.814)
Zmiana stanu rezerw celowych na ryzyko kursowe i cenowe		(1.339.019.690)	(286.416.109)
<b>Wynik z tytułu operacji finansowych, odpisów aktualizujących i rezerw celowych na ryzyko</b>		<b>(679.339.708)</b>	<b>(2.042.121.710)</b>
<b>Wynik z tytułu opłat i prowizji</b>	<b>26</b>	<b>(149.007)</b>	<b>(621.691)</b>
<b>Przychody z tytułu akcji i udziałów</b>	<b>27</b>	<b>882.152</b>	<b>920.730</b>
<b>Pozostałe przychody</b>	<b>28</b>	<b>7.245.593</b>	<b>6.345.668</b>
<b>Przychody netto ogółem</b>		<b>1.709.833.704</b>	<b>385.289.637</b>
Koszty osobowe	<b>29</b>	(174.200.469)	(168.870.244)
Koszty administracyjne	<b>30</b>	(183.224.063)	(184.589.229)
Amortyzacja środków trwałych		(23.284.586)	(26.478.405)
Usługi produkcji banknotów	<b>31</b>	(6.871.050)	(5.351.759)
<b>Wynik finansowy roku bieżącego</b>		<b>1.322.253.536</b>	<b>0</b>

Frankfurt nad Menem, 24 lutego 2009 r.

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

Jean-Claude Trichet

Prezes

# ZASADY RACHUNKOWOŚCI<sup>1</sup>

## FORMA I PREZENTACJA SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Sprawozdanie finansowe EBC opracowano w taki sposób, by rzetelnie przedstawić sytuację finansową EBC oraz wynik z działalności. Sprawozdanie finansowe sporządzono zgodnie z niżej opisanymi zasadami rachunkowości<sup>2</sup>, uznanymi przez Radę Prezesów za właściwe z uwagi na charakter działalności banku centralnego.

## PODSTAWOWE ZASADY RACHUNKOWOŚCI

Zastosowano następujące podstawowe zasady rachunkowości: zasadę rzeczywistości gospodarczej i przejrzystości, ostrożnej wyceny, ujęcia zdarzeń następujących po dniu bilansowym, istotności, zasadę memoriałową, kontynuacji działalności, spójności i porównywalności.

## UJMOWANIE AKTYWÓW I PASYWÓW

Aktywa i pasywa ujmuje się w bilansie, gdy uprawdopodobni się otrzymanie lub przekazanie przez EBC przyszłych korzyści ekonomicznych z ich tytułu, gdy zasadniczo wszelkie związane z nimi rodzaje ryzyka i korzyści zostały przeniesione na EBC oraz gdy cenę nabycia, koszt wytworzenia lub wartość aktywów albo wysokość zobowiązań można wiarygodnie wycenić.

## PODSTAWA SPORZĄDZENIA SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone na zasadzie kosztu historycznego, zmodyfikowanej w celu uwzględnienia wyceny rynkowej rynkowych papierów wartościowych, złota oraz pozostałych aktywów i pasywów (bilansowych oraz pozabilansowych) denominowanych w walutach obcych. Operacje dotyczące aktywów i zobowiązań finansowych zostały ujęte w sprawozdaniu finansowym w dacie rozliczenia.

Transakcje na instrumentach finansowych denominowanych w walutach obcych, z wyjątkiem papierów wartościowych, wykazuje się pozabilansowo w dacie transakcji. W dacie rozliczenia zapisy pozabilansowe są stornowane, a transakcje ujmowane w bilansie. Zakup i sprzedaż walut obcych wpływa na pozycję walutową netto w dacie transakcji; zrealizowane zyski

i straty ze sprzedaży również oblicza się na datę transakcji. Rozliczenia międzyokresowe z tytułu odsetek, premii i dyskonta, które dotyczą instrumentów finansowych denominowanych w walutach obcych, nalicza się i księguje codziennie. Również codziennie uwzględnia się je w pozycji walutowej.

## ZŁOTO ORAZ AKTYWA I PASywa W WALUTACH OBCYCH

Aktywa i pasywa w walutach obcych przelicza się na euro po kursie obowiązującym w dniu bilansowym. Przychody i koszty przelicza się według kursu obowiązującego na dzień księgowania. Aktualizację wyceny aktywów i zobowiązań walutowych (zarówno bilansowych, jak i pozabilansowych) przeprowadza się dla każdej waluty oddzielnie.

Aktualizację wyceny aktywów i zobowiązań w walutach obcych według cen rynkowych przeprowadza się odrębnie od aktualizacji związanej ze zmianami kursów walutowych.

Złoto wycenia się po cenie rynkowej obowiązującej na koniec roku obrotowego. W przypadku złota nie rozróżnia się aktualizacji wyceny ze względu na zmiany cen i zmiany kursów. Przeprowadza się jedną aktualizację według wyrażonej w euro ceny uncji czystego złota, która za rok zakończony 31 grudnia 2008 r. określona została na podstawie kursu wymiany euro do dolara amerykańskiego na dzień 31 grudnia 2008 r.

## PAPIERY WARTOŚCIOWE

Wszystkie rynkowe papiery wartościowe i równorzędne aktywa wycenia się osobno po średnich cenach rynkowych lub na podstawie odpowiedniej krzywej dochodowości na dzień bilansowy. W roku obrotowym zakończonym 31 grudnia 2008 r. zastosowano średnie ceny rynkowe z 30 grudnia 2008 r. Nierynkowe

- 1 Szczegółowe zasady rachunkowości EBC określa decyzja EBC/2006/17, Dz.U. L 348 z 11.12.2006, s. 38, z późniejszymi zmianami.
- 2 Zasady te są zgodne z przepisem art. 26 ust. 4 statutu ESBC, który nakłada wymóg stosowania ujednoliconego podejścia do zasad rządzących rachunkowością i sprawozdawczością finansową w zakresie działalności operacyjnej Eurosystemu.



papiery wartościowe wycenia się w cenie nabycia, a nie płynne udziały kapitałowe – w cenie nabycia z uwzględnieniem utraty wartości.

### UJMOWANIE PRZYCHODÓW

Przychody i koszty ujmuje się w okresie, w którym zostały osiągnięte lub poniesione. Zrealizowane zyski i straty ze sprzedaży walut obcych, złota i papierów wartościowych ujmuje się w rachunku zysków i strat, a wycenia w odniesieniu do średniego kosztu poszczególnych aktywów.

Niezrealizowane zyski nie są ujmowane jako przychód, lecz przenoszone bezpośrednio na konto różnic z wyceny.

Niezrealizowane straty wykazuje się w rachunku zysków i strat, jeżeli ich kwota przekracza wcześniejsze zyski z aktualizacji wyceny ujęte na odpowiednim koncie różnic z wyceny. Niezrealizowane straty z tytułu papieru wartościowego, waluty lub złota nie podlegają kompensacie z niezrealizowanymi zyskami z tytułu innego papieru wartościowego, waluty lub złota. Wystąpienie niezrealizowanej straty z tytułu danej pozycji na koniec roku obrotowego powoduje obniżenie średniego kosztu takiej pozycji do wysokości kursu lub ceny rynkowej na koniec roku obrotowego.

Premię i dyskonto od zakupionych papierów wartościowych oblicza się i wykazuje w przychodach z tytułu odsetek oraz amortyzuje przez pozostały okres ważności aktywów.

### TRANSAKcje ODWRACALNE

Transakcje odwracalne to operacje, w których EBC kupuje lub sprzedaje aktywa w ramach umowy z przyrzeczeniem odkupu bądź przeprowadza zabezpieczone operacje kredytowe.

Umowa z udzielonym przyrzeczeniem odkupu (*repo*) polega na sprzedaży papierów wartościowych za gotówkę z jednoczesnym zobowiązaniem do odkupu tych papierów w przyszłości w określonym terminie i po uzgodnionej cenie. Umowy *repo* wykazuje się po stronie pasywów bilansu jako depozyty zabezpieczone. Koszty

z tytułu odsetek obciążają rachunek zysków i strat. Papiery wartościowe sprzedawane w ramach umów *repo* pozostają w bilansie EBC.

Umowa z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu (*reverse repo*) polega na kupnie papierów wartościowych za gotówkę z jednoczesnym zobowiązaniem do ich odsprzedaży w przyszłości w określonym terminie i po uzgodnionej cenie. Umowy *reverse repo* wykazuje się po stronie aktywów bilansu jako kredyty zabezpieczone, ale nie uwzględnia się ich w zasobach papierów wartościowych EBC. Uzyskane odsetki ujmuje się w przychodach z tytułu odsetek w rachunku zysków i strat.

Transakcje odwracalne (w tym pożyczki papierów wartościowych) dokonywane w ramach automatycznego programu pożyczek papierów wartościowych ujmuje się w bilansie tylko wtedy, gdy na rachunku EBC złożono zabezpieczenie w gotówce. W 2008 r. EBC nie otrzymał żadnego zabezpieczenia w gotówce z tytułu takich transakcji.

### INSTRUMENTY POZABILANSOWE

Przy obliczaniu dodatnich i ujemnych różnic kursowych do pozycji walutowej netto zalicza się instrumenty walutowe, tj. walutowe transakcje terminowe *forward*, terminowe części swapów walutowych oraz inne instrumenty walutowe obejmujące wymianę jednej waluty na inną w przyszłym terminie.

Aktualizację wyceny instrumentów stopy procentowej przeprowadza się dla każdego instrumentu oddzielnie. Dzielne zmiany wartości zmiennego depozytu zabezpieczającego otwarte kontrakty *futures* na stopy procentowe ujmuje się w rachunku zysków i strat. Transakcje *forward* na papierach wartościowych i swapy procentowe wycenia się według ogólnie przyjętych metod wyceny na podstawie dostępnych cen i stóp rynkowych oraz współczynników dyskonta za okres od dnia rozliczenia do dnia wyceny.

### ZDARZENIA PO DNIU BILANSOWYM

Wartości aktywów i pasywów koryguje się o skutki zdarzeń, które nastąpiły między dniem

bilansowym a datą zatwierdzenia sprawozdania finansowego przez Radę Prezesów EBC, o ile mają one istotny wpływ na stan aktywów lub pasywów w dniu bilansowym.

Istotne zdarzenia po dniu bilansowym, które nie wpływają na stan aktywów i pasywów na ten dzień, przedstawia się w notach do sprawozdania finansowego.

### ROZRACHUNKI W RAMACH ESBC/ ROZRACHUNKI W RAMACH EUROSISTEMU

Do transakcji w ramach ESBC zalicza się transakcje transgraniczne pomiędzy dwoma bankami centralnymi krajów UE. Transakcje takie przetwarzane są głównie przez system TARGET2<sup>3</sup> – transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (zob. część 2) – i powodują powstanie dwustronnych sald na wzajemnych rachunkach banków centralnych UE podłączonych do tego systemu. Salda te są następnie codziennie przenoszone na EBC, dzięki czemu w ostatecznym rozrachunku każdy krajowy bank centralny ma tylko jedną wzajemną pozycję netto – wobec EBC. W księgach EBC pozycja ta reprezentuje należność lub zobowiązanie netto danego krajowego banku centralnego wobec reszty ESBC.

Denominowane w euro rozrachunki w ramach ESBC pomiędzy krajowymi bankami centralnymi strefy euro a EBC (z wyjątkiem kapitału EBC oraz pozycji wynikających z przekazania do EBC rezerwowych aktywów walutowych) określa się jako należności lub zobowiązania w ramach Eurosystemu i prezentuje w bilansie EBC w ujęciu netto jako pojedynczą pozycję aktywów lub pasywów.

Rozrachunki w ramach Eurosystemu wynikające z alokacji banknotów euro wśród jego członków wykazuje się 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).

Rozrachunki w ramach ESBC pomiędzy bankami centralnymi krajów spoza strefy euro

a EBC wynikające z uczestnictwa w systemie TARGET2<sup>4</sup> wykazuje się w pozycji „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”.

### UJMOWANIE ŚRODKÓW TRWAŁYCH

Środki trwałe (z wyjątkiem gruntów) wycenia się według cen nabycia lub kosztów wytworzenia pomniejszonych o amortyzację. Grunty wycenia się według cen nabycia. Amortyzację wylicza się metodą liniową począwszy od następnego kwartału po nabyciu środków trwałych, przez przewidywany okres ich użyteczności, który wynosi:

Komputery, związane z nimi oprogramowanie i sprzęt oraz środki transportu	4 lata
Sprzęt, wyposażenie oraz maszyny i urządzenia	10 lat
Środki trwałe o wartości początkowej poniżej 10.000 EUR	Odpisywane w koszty w roku nabycia

Okres amortyzacji aktywowanych nakładów budowlano-remontowych dotyczących obecnej siedziby EBC został skrócony tak, by aktywa te zostały w pełni umorzone do czasu 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 pracowników.

### BILANS

Zobowiązanie z tytułu określonych świadczeń ujmuje się w bilansie w wartości bieżącej programów określonych świadczeń na dzień bilansowy pomniejszonej o wartość godziwą

3 System pierwszej generacji, który miał zdecentralizowaną strukturę techniczną, został stopniowo zastąpiony przez system drugiej generacji (TARGET2), oparty na jednolitej wspólnej platformie. Migracja z TARGET do TARGET2 rozpoczęła się w listopadzie 2007 r. i zakończyła w maju 2008 r.

4 Na dzień 31 grudnia 2008 r. w systemie TARGET2 uczestniczyły banki centralne następujących krajów spoza strefy euro: Danii (Danmarks Nationalbank), Łotwy (Latvijas Banka), Litwy (Lietuvos bankas), Polski (Narodowy Bank Polski) i Estonii (Eesti Pank).

aktywów programu wykorzystanych na sfinansowanie zobowiązania po skorygowaniu o nieujęte zyski i straty aktuarialne.

Wartość zobowiązania z tytułu określonych świadczeń jest obliczana co roku przez niezależnych aktuariuszy metodą prognozowanych uprawnień jednostkowych. Wartość bieżąca zobowiązania z tytułu określonych świadczeń określa się poprzez zdyskontowanie szacowanych przyszłych przepływów pieniężnych według stopy procentowej obligacji korporacyjnych 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 aktuariusza) lub wskutek zmian założeń aktuarialnych.

#### **RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT**

Kwota netto obciążająca rachunek zysków i strat obejmuje:

- (a) koszty bieżącego zatrudnienia dotyczące świadczeń naliczonych za rok obrotowy;
- (b) odsetki (według stopy dyskontowej) od zobowiązania z tytułu określonych świadczeń;
- (c) oczekiwany zwrot z aktywów programu;
- (d) wszelkie zyski i straty aktuarialne ujęte w rachunku zysków i strat z zastosowaniem metody 10-procentowego przedziału.

#### **METODA 10-PROCENTOWEGO PRZEDZIAŁU**

Nieujęte zyski i straty aktuarialne, których skumulowana wartość netto przekracza wyższą z następujących dwu wielkości: a) 10% wartości bieżącej zobowiązania z tytułu określonych świadczeń, b) 10% wartości godziwej aktywów programu, należy amortyzować przez okres równy oczekiwanej średniej liczbie lat pozostałych do emerytury uczestniczących w programie pracowników.

#### **EMERYTURY CZŁONKÓW ZARZĄDU I ZOBOWIĄZANIA Z TYTUŁU INNYCH ŚWIADCZEŃ PO OKRESIE ZATRUDNIENIA**

Emerytury członków Zarządu EBC i renty pracownicze wypłacane są w ramach porozumień, w których nie przewiduje się istnienia odrębnego funduszu. Oczekiwane koszty tych świadczeń nalicza się za okres sprawowania urzędu przez członka Zarządu lub okres zatrudnienia pracownika metodami księgowymi podobnymi do stosowanych w odniesieniu do programów emerytalnych o określonych świadczeniach. Zyski i straty aktuarialne ujmują się w sposób opisany powyżej.

Zobowiązania te raz w roku podlegają wycenie przez niezależnych aktuariuszy, tak aby zapewnić ujęcie właściwej kwoty zobowiązania w sprawozdaniu finansowym.

#### **BANKNOTY W OBIEGU**

Emisję banknotów euro prowadzi Eurosystem, czyli EBC i krajowe banki centralne strefy euro<sup>5</sup>. Łączna wartość banknotów euro w obiegu jest rozdzielana pomiędzy poszczególne banki centralne Eurosystemu w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca zgodnie z kluczem alokacji banknotów<sup>6</sup>.

Udział EBC wynoszący 8% łącznej wartości banknotów euro w obiegu jest wykazywany w bilansie w pozycji pasywów „Banknoty w obiegu” i zabezpieczony na jego należnościach od krajowych banków centralnych. Należności te są oprocentowane<sup>7</sup> i wykazywane w pozycji „Należności w ramach Eurosystemu” jako „Należności z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu” (zob. punkt „Rozrachunki w ramach ESBC/Rozrachunki w ramach Eurosystemu” opisu przyję-

5 Decyzja EBC/2001/15 z dnia 6.12.2001 w sprawie emisji banknotów euro, Dz.U. L 337, 20.12.2001, s. 52, z późniejszymi zmianami.

6 Metoda ta polega na tym, że całkowitą wartość emisji banknotów pomniejszoną o udział EBC rozdziela się między krajowe banki centralne wg klucza kapitałowego.

7 Decyzja EBC/2001/16 z dnia 6 grudnia 2001 r. w sprawie podziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych uczestniczących państw członkowskich od roku budżetowego 2002, Dz.U. L 337, 20.12.2001, s. 55, z późniejszymi zmianami.

tych zasad rachunkowości). Przychody z tytułu odsetek od tych należności ujmuje się w pozycji „Wynik z tytułu odsetek”. Kwoty należne z tego tytułu krajowym bankom centralnym nalicza się w roku obrotowym, którego dotyczą, natomiast ich podział następuje drugiego dnia roboczego roku następnego<sup>8</sup>. Rozdysponowana zostaje pełna kwota, chyba że zysk netto EBC za dany rok jest niższy od jego dochodu z tytułu banknotów euro w obiegu, i z zastrzeżeniem ewentualnych decyzji Rady Prezesów dotyczących zwiększenia rezerw celowych na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota oraz obciążenia wyniku z tytułu odsetek kosztami poniesionymi przez EBC z tytułu emisji i obsługi banknotów euro.

#### **ZMIANY KLASYFIKACJI KSIĘGOWEJ**

Ze względów prezentacyjnych w 2008 r. zmieniono klasyfikację kilku pozycji i odpowiednio przekształcono dane porównawcze na dzień 31 grudnia 2007 r. Zmiany klasyfikacji opisano w notach objaśniających do bilansu<sup>9</sup>.

#### **POZOSTAŁE ZAGADNIENIA**

Z uwagi na charakter działalności 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 Rada Unii Europejskiej, na podstawie rekomendacji Rady Prezesów, zatwierdziła wybór firmy PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na niezależnego biegłego rewidenta EBC na okres pięciu lat, do zakończenia roku obrotowego 2012.

- 8 Decyzja EBC/2005/11 z dnia 17 listopada 2005 r. w sprawie podziału wśród krajowych banków centralnych uczestniczących Państw Członkowskich dochodu EBC z tytułu banknotów euro w obiegu, Dz.U. L 311, 26.11.2005, s. 41.
- 9 Zmiany kwalifikacji są zgodne z zasadami rachunkowości EBC określonymi w decyzji EBC/2006/17, Dz.U. L 348 z 11.12.2006, s. 38, z późniejszymi zmianami.

# NOTY OBJAŚNIAJĄCE DO BILANSU

## I ZŁOTO I NALEŻNOŚCI W ZŁOCIE

Na dzień 31 grudnia 2008 r. EBC posiadał zasoby złota odpowiadającego międzynarodowym standardom czystości w wysokości 17 156 546 uncji (w 2007 r. – 18 091 733 uncji). Spadek stanu był związany a) ze sprzedażą 963 987 uncji czystego złota zgodnie z podpisaną przez EBC Umową banków centralnych w sprawie złota, która weszła w życie 27 września 2004 r. oraz b) z przekazaniem EBC przez banki centralne Cypru i Malty odpowiednio 19 151 i 9 649 uncji czystego złota<sup>10</sup> po wprowadzeniu przez te kraje wspólnej waluty, zgodnie z art. 30 ust. 1 statutu ESBC. Wynikający z tych transakcji spadek równowartości tej pozycji w euro został skompensowany z naddatkiem znaczną podwyżką cen złota w 2008 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 2008 r. i wynika z dwustronnego porozumienia z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW) w sprawie sprzedaży i kupna SDR-ów. Na mocy tego porozumienia MFW jest upoważniony do organizowania w imieniu EBC sprzedaży i kupna SDR-ów za euro, w granicach przewidzianych limitów. Wartość SDR jest określona na podstawie koszyka walut jako ważona suma 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, KREDYTY ZAGRANICZNE I INNE AKTYWA ZAGRANICZNE ORAZ NALEŻNOŚCI OD REZYDENTÓW STREFY EURO W WALUTACH OBCYCH

Te dwie pozycje obejmują środki na rachunkach w bankach i kredyty denominowane w walutach obcych oraz inwestycje w papiery wartościowe denominowane w dolarach amerykańskich i jenach japońskich. Amortyzację dyskonta i premii od papierów wartościowych denominowanych w walutach obcych dotychczas wykazywano odpowiednio w pozycjach „Czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów” i „Bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów i przychody przyszłych okresów”. Ze względów prezentacyjnych EBC postanowił zmienić klasyfikację tych pozycji na „Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, kredyty zagraniczne i inne aktywa zagraniczne”. Zgodnie z tym przekształcono dane porównawcze na dzień 31 grudnia 2007 r.

Należności od nierezydentów strefy euro	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	5.808.582.148	761.073.851	5.047.508.297
Depozyty rynku pieniężnego	573.557.686	688.783.688	(115.226.002)
Umowy reverse repo	379.961.453	543.247.188	(163.285.735)
Inwestycje w papiery wartościowe	34.501.999.345	26.728.314.185	7.773.685.160
Razem	41.264.100.632	28.721.418.912	12.542.681.720

Należności od rezydentów strefy euro	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	619.534	574.945	44.589
Depozyty rynku pieniężnego	22.225.263.177	3.867.588.514	18.357.674.663
Razem	22.225.882.711	3.868.163.459	18.357.719.252

10 Transferów tych, o łącznej wartości stanowiącej równowartość 16,5 mln euro, dokonano z dniem 1 stycznia 2008 r.

Wzrost salda rachunków bieżących prowadzonych przez nierezydentów strefy euro wynikał głównie z a) rozliczenia denominowanej w koronach duńskich części transakcji swapowej z bankiem centralnym Danii w kwocie 3,9 mld euro, otwartej na dzień 31 grudnia 2008 r. (zob. nota 20 „Walutowe transakcje swap i *forward*”), oraz b) sald we frankach szwajcarskich w kwocie 1,2 mld euro powstałych w związku z umową swapową z bankiem centralnym Szwajcarii<sup>11</sup> (zob. nota 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”). Do wzrostu całkowitego salda tych pozycji przyczyniły się także: aprecjacja jena japońskiego i dolara amerykańskiego wobec euro, niezrealizowane zyski z tytułu papierów wartościowych (zob. nota 14 „Różnice z wyceny”), zainwestowanie wpływów ze sprzedaży złota (zob. nota 1 „Złoto i należności w złocie”) oraz dochód pochodzący przede wszystkim z portfela dolarowego.

Depozyty związane z operacjami prowadzonymi przez banki centralne Eurosystemu w celu dostarczenia instytucjom kredytowym płynności w dolarach amerykańskich zostały wykazane w depozytach rynku pieniężnego złożonych u rezydentów strefy euro.

Ponadto w związku z wprowadzeniem przez Cypr i Maltę z dniem 1 stycznia 2008 r. wspólnej waluty banki centralne tych krajów przekazały EBC dolary amerykańskie o łącznej wartości 93,5 mln euro, zgodnie z art. 30 ust. 1 statutu ESBC.

Zasoby netto walut obcych<sup>12</sup> w posiadaniu EBC na dzień 31 grudnia 2008 r., obejmujące dolary amerykańskie i jeny japońskie, przedstawiały się następująco:

	W mln jednostek waluty
USD	40.062
JPY	1.084.548

### 3 NALEŻNOŚCI OD NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO

W roku 2007 pozycja ta obejmowała depozyty rynku pieniężnego i rachunki bieżące prowadzone przez nierezydentów strefy euro, będące

równowartością kapitału i funduszu rezerwowego EBC. EBC postanowił przeklasyfikować te środki do osobnego portfela, wykazywanego obecnie w pozycji „Inne aktywa finansowe”. Zgodnie z tym przekształcono dane porównawcze na dzień 31 grudnia 2007 r.

Na dzień 31 grudnia 2008 r. w pozycji tej wykazano przede wszystkim należność 460,0 mln euro od banku centralnego Węgier z tytułu umowy z EBC w sprawie transakcji z przyrzeczeniem odkupu. Na podstawie tej umowy bank centralny Węgier uzyskał limit kredytowy w wysokości 5 mld euro na potrzeby krajowych operacji dostarczania płynności w euro.

### 4 POZOSTAŁE NALEŻNOŚCI OD INSTYTUCJI KREDYTOWYCH STREFY EURO W EURO

W roku 2007 pozycja ta obejmowała depozyty rynku pieniężnego i rachunki bieżące prowadzone przez rezydentów strefy euro, będące równowartością kapitału i funduszu rezerwowego EBC. EBC postanowił przeklasyfikować te środki do osobnego portfela, wykazywanego obecnie w pozycji „Inne aktywa finansowe”. Zgodnie z tym przekształcono dane porównawcze na dzień 31 grudnia 2007 r.

Na dzień 31 grudnia 2008 r. należność ta obejmowała jeden rachunek bieżący prowadzony przez rezydenta strefy euro.

11 Salda we frankach szwajcarskich odzwierciedlają stosowane przez EBC w przetargach na swapy walutowe EUR/CHF środki kontroli ryzyka w postaci depozytu początkowego w wysokości 5% przy operacjach jednodniowych i 15% przy operacjach 84-dniowych.

12 Aktywa minus pasywa denominowane w odnośnych walutach obcych, podlegające aktualizacji wyceny z tytułu różnic kursowych. Wykazuje się je w pozycjach „Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych”, „Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych”, „Czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów”, „Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych”, „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych”, „Różnice z przeszacowania instrumentów pozabilansowych” (po stronie pasywów) oraz „Bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów i przychody przyszłych okresów”, z uwzględnieniem terminowych transakcji walutowych oraz swapów walutowych wykazywanych pozabilansowo. Nie uwzględnia się tu skutków zmian cen papierów wartościowych denominowanych w walutach obcych.

## 5 NALEŻNOŚCI W RAMACH EUROSISTEMU

### NALEŻNOŚCI Z TYTUŁU ALOKACJI BANKNOTÓW EURO W RAMACH EUROSISTEMU

Na pozycję tę składają się należności EBC od krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

### POZOSTAŁE NALEŻNOŚCI W RAMACH EUROSISTEMU (NETTO)

W 2008 r. pozycja ta obejmowała głównie salda rozrachunków krajowych banków centralnych strefy euro z EBC w systemie TARGET2 (zob. punkt „Rozrachunki w ramach ESBC/Rozrachunki w ramach Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości). Wzrost stanu tej pozycji wynika głównie z transakcji swap z pozycją skorelowaną (*back-to-back*) w dolarach amerykańskich zawartych z krajowymi bankami centralnymi w związku z operacjami zasilającymi w płynność w dolarach amerykańskich (zob. nota 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”).

Pozycja ta obejmuje także kwoty należne krajowym bankom centralnym strefy euro z tytułu śródrocznego podziału dochodu EBC z tytułu banknotów (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

	2008 EUR	2007 EUR
Należności od KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET2	420.833.781.929	145.320.642.526
Zobowiązania wobec KBC strefy euro dotyczące systemu TARGET2	(185.532.591.178)	(128.079.459.304)
Zobowiązania wobec KBC strefy euro dotyczące śródrocznego podziału dochodu EBC z tytułu banknotów	(1.205.675.418)	0
Pozostałe należności w ramach Eurosystemu (netto)	234.095.515.333	17.241.183.222

## 6 POZOSTAŁE AKTYWA

### ŚRODKI TRWAŁE

Na dzień 31 grudnia 2008 r. pozycja ta obejmowała następujące kategorie aktywów:

	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
<b>Cena nabycia lub koszt wytworzenia</b>			
Grunty i budynki	159.972.149	156.964.236	3.007.913
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	174.191.055	168.730.634	5.460.421
Sprzęt, wyposażenie, maszyny i urządzenia oraz środki transportu	28.862.720	27.105.564	1.757.156
Środki trwałe w budowie	83.407.619	59.791.855	23.615.764
Pozostałe środki trwałe	3.577.485	1.195.290	2.382.195
<b>Cena nabycia lub koszt wytworzenia razem</b>	<b>450.011.028</b>	<b>413.787.579</b>	<b>36.223.449</b>
<b>Umorzenie</b>			
Grunty i budynki	(59.885.983)	(49.672.589)	(10.213.394)
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	(160.665.542)	(150.195.777)	(10.469.765)
Sprzęt, wyposażenie, maszyny i urządzenia oraz środki transportu	(26.618.732)	(25.562.068)	(1.056.664)
Pozostałe środki trwałe	(150.427)	(147.182)	(3.245)
<b>Umorzenie razem</b>	<b>(247.320.684)</b>	<b>(225.577.616)</b>	<b>(21.743.068)</b>
<b>Wartość księgowa netto</b>	<b>202.690.344</b>	<b>188.209.963</b>	<b>14.480.381</b>

Wzrost w kategorii „Środki trwałe w budowie” wynika głównie ze wstępnych prac związanych z budową nowej siedziby EBC. Przeksięgowania z tej kategorii do właściwych pozycji dotyczących środków trwałych nastąpią po przekazaniu aktywów do eksploatacji.

### INNE AKTYWA FINANSOWE

Amortyzację dyskonta i premii od papierów wartościowych denominowanych w euro dotychczas wykazywano odpowiednio w pozycjach „Czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów”

i „Bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów i przychody przyszłych okresów”. Ze względów prezentacyjnych EBC postanowił zmienić klasyfikację składników tej pozycji. Obecnie obejmuje ona depozyty rynku pieniężnego i rachunki bieżące w euro, będące równowartością kapitału i funduszu rezerwowego EBC (zob. nota 3 „Należności od nierezydentów strefy euro w euro” oraz nota 4 „Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro”). Zgodnie z tym przekształcono dane porównawcze na dzień 31 grudnia 2007 r.

Do najważniejszych składników tej pozycji należą:

	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące w euro	4.936.630	5.153.295	(216.665)
Depozyty rynku pieniężnego w euro	150.000.000	120.000.000	30.000.000
Papiery wartościowe denominowane w euro	9.675.505.128	8.843.080.586	832.424.542
Umowy <i>reverse repo</i> w euro	479.293.075	668.392.837	(189.099.762)
Inne aktywa finansowe	42.124.863	42.190.576	(65.713)
Razem	10.351.859.696	9.678.817.294	673.042.402

- a) Rachunki bieżące, depozyty rynku pieniężnego, papiery wartościowe i umowy *reverse repo* denominowane w euro stanowią inwestycję funduszy własnych EBC (zob. nota 12 „Pozostałe pasywa”). Wzrost netto wartości funduszy własnych EBC wynikał głównie z włączenia do portfela funduszy własnych równowartości kwot przekazanych w 2007 r. na rezerwę celową EBC na ryzyko kursowe, ryzyko stóp procentowych i ryzyko zmiany cen złota, niezrealizowanych zysków z tytułu papierów wartościowych (zob. nota 14 „Różnice z wyceny”) oraz dochodu uzyskanego z portfela funduszy własnych.
- b) EBC posiada 3211 akcji Banku Rozrachunków Międzynarodowych, wykazanych po koszcie nabycia w wysokości 41,8 mln euro.

## RÓŻNICE Z PRZESZACOWANIA INSTRUMENTÓW POZABILANSOWYCH

W 2008 r. pozycja ta obejmowała głównie zyski z wyceny otwartych swapów procentowych (zob. nota 19 „Swapy procentowe”).

## CZYNNE ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE KOSZTÓW

W 2008 r. pozycja ta obejmowała należności z tytułu narosłych odsetek od należności EBC związanych z alokacją banknotów euro w ramach Eurosystemu za ostatni kwartał (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości) w kwocie 500,4 mln euro oraz należności od krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu narosłych odsetek od sald w systemie TARGET2 za ostatni miesiąc 2008 r. w kwocie 648,9 mln euro.

Ujęto tu również narosłe odsetki od papierów wartościowych (por. nota 2 „Należności od nierezydentów i rezydentów strefy euro w walutach obcych” oraz nota 6 „Pozostałe aktywa”) oraz inne aktywa finansowe.

## POZYCJE RÓŻNE

Pozycja ta obejmuje przede wszystkim ujęty memoriałowo śródroczny podział dochodu EBC z tytułu banknotów (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości oraz nota 5 „Należności w ramach Eurosystemu”).

Obejmuje ona także dodatnie salda związane z otwartymi na dzień 31 grudnia 2008 r. walutowymi transakcjami swap i *forward* (zob. nota 20 „Walutowe transakcje swap i *forward*”). Salda te wynikają z różnicy w wartości tych transakcji w przeliczeniu na euro po średniej cenie danej waluty na dzień bilansowy i przy początkowym ujęciu (zob. punkt „Instrumenty pozabilansowe” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Pozycja ta obejmuje także należność od niemieckiego federalnego ministerstwa finansów z tytułu podlegającego odliczeniu podatku VAT i innych zapłaconych podatków pośrednich. Podatki te podlegają zwrotowi zgodnie z art. 3



protokołu w sprawie przywilejów i immunitetów Wspólnot Europejskich, którego postanowieniem EBC podlega na mocy art. 40 statutu ESBC.

## **7 BANKNOTY W OBIEGU**

Pozycja ta obejmuje 8-procentowy udział EBC w łącznej wartości banknotów euro w obiegu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

## **8 ZOBOWIĄZANIA WOBEC INNYCH REZYDENTÓW STREFY EURO W EURO**

Pozycja ta obejmuje depozyty złożone przez członków stowarzyszenia Euro Banking Association (EBA), stanowiące zabezpieczenie EBC w odniesieniu do płatności EBA rozliczanych w systemie TARGET2.

## **9 ZOBOWIĄZANIA WOBEC NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W EURO**

Pozycja ta obejmuje głównie zobowiązanie wobec Systemu Rezerwy Federalnej w wysokości 219,7 mld euro z tytułu programu krótkoterminowych pożyczek międzybankowych przyznawanych w trybie przetargu (Term Auction Facility). W ramach tego programu System Rezerwy Federalnej dostarczył EBC dolary amerykańskie na podstawie tymczasowej wzajemnej umowy walutowej (linii swap) w celu zapewnienia kontrahentom Eurosystemu krótkoterminowych pożyczek w dolarach amerykańskich. Jednocześnie EBC zawarł transakcje swap *back-to-back* z krajowymi bankami centralnymi strefy euro, które wykorzystały uzyskane w ten sposób środki do przeprowadzenia operacji (transakcji odwracalnych i swapów) zapewniających kontrahentom Eurosystemu płynność w dolarach amerykańskich. Wskutek transakcji swap *back-to-back* między EBC a krajowymi bankami centralnymi powstały rozrachunki w ramach Eurosystemu, wykazywane w pozycji „Pozostałe należności w ramach Eurosystemu (netto)”.

W tej pozycji wykazano także zobowiązanie w kwocie 18,4 mld euro wobec banku centralnego Szwajcarii, który w ramach linii swap przekazał franki szwajcarskie w celu zapewnienia kontrahentom Eurosystemu krótkoterminowych pożyczek w tej walucie. Jednocześnie EBC zawarł transakcje swap z bankami centralnymi krajów strefy euro, które wykorzystały uzyskane w ten sposób środki do przeprowadzenia z kontrahentami Eurosystemu operacji zapewniających płynność (w formie swapów) w zamian za gotówkę euro. Wskutek transakcji swap między EBC a krajowymi bankami centralnymi powstały rozrachunki w ramach Eurosystemu, wykazywane w pozycji „Pozostałe należności w ramach Eurosystemu (netto)”. W pozycji tej wykazano także zobowiązanie w kwocie 15,4 mld euro wobec banku centralnego Szwajcarii z tytułu ulokowania w EBC środków w euro uzyskanych przez szwajcarski bank centralny w operacjach z innymi kontrahentami.

Pozycja obejmuje ponadto salda prowadzonych przez EBC rachunków krajowych banków centralnych spoza strefy euro, wynikające z transakcji przetwarzanych w systemie TARGET2 (zob. punkt „Rozrachunki w ramach ESBC/ Rozrachunki w ramach Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

## **10 ZOBOWIĄZANIA WOBEC REZYDENTÓW I NIEREZYDENTÓW STREFY EURO W WALUTACH OBCYCH**

Pozycja ta obejmuje głównie umowy z przyrzeczeniem odkupu zawarte z rezydentami i nierezydentami strefy euro w związku z zarządzaniem rezerwami walutowymi EBC.

## **11 ZOBOWIĄZANIA W RAMACH EUROSISTEMU**

Pozycja ta obejmuje zobowiązania wobec krajowych banków centralnych strefy euro z tytułu rezerw walutowych przekazanych EBC w momencie przystąpienia do Eurosystemu. Zobowiązania te są oprocentowane według

ostatniej dostępnej krańcowej stopy oprocentowania podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu, skorygowanej w taki sposób, by uwzględnić zerową rentowność złota wchodzącego w skład rezerw (zob. nota 23 „Wynik z tytułu odsetek”).

Przekazanie rezerw walutowych przez banki centralne Cypru i Malty w momencie wprowadzenia przez te kraje wspólnej waluty doprowadziło do zwiększenia stanu tej pozycji o 107 781 807 euro.

	Do 31.12.2007 EUR	Od 1.01.2008 <sup>1</sup> EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1.423.341.996	1.423.341.996
Deutsche Bundesbank	11.821.492.402	11.821.492.402
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	511.833.966	511.833.966
Bank of Greece	1.046.595.329	1.046.595.329
Banco de España	4.349.177.351	4.349.177.351
Banque de France	8.288.138.644	8.288.138.644
Banca d'Italia	7.217.924.641	7.217.924.641
Central Bank of Cyprus	-	71.950.549
Banque centrale du Luxembourg	90.730.275	90.730.275
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	-	35.831.258
De Nederlandsche Bank	2.243.025.226	2.243.025.226
Oesterreichische Nationalbank	1.161.289.918	1.161.289.918
Banco de Portugal	987.203.002	987.203.002
Banka Slovenije	183.995.238	183.995.238
Suomen Pankki – Finlands Bank	717.086.011	717.086.011
<b>Razem</b>	<b>40.041.833.998</b>	<b>40.149.615.805</b>

<sup>1</sup> Wszystkie kwoty przedstawiono w zaokrągleniu do pełnego euro. Ze względu na zaokrąglenia pozycje mogą nie sumować się do kwoty „Razem”.

Ustalono, że należności banków centralnych Cypru i Malty wyniosą odpowiednio 71 950 549 i 35 831 258 euro, tak aby relacja tych należności do sumy należności pozostałych krajowych banków centralnych, które wprowadziły euro, była równa relacji procentowego udziału banków centralnych Cypru i Malty

w kluczu kapitałowym EBC do sumy udziałów procentowych w tym kluczu pozostałych krajowych banków centralnych strefy euro. Różnica między kwotą należności a wartością przekazanych aktywów (zob. nota 1 „Złoto i należności w złocie” oraz nota 2 „Należności od nierezydentów i rezydentów strefy euro w walutach obcych”) została zaliczona na poczet wymaganych na mocy art. 49 ust. 2 statutu ESBC wkładów banków centralnych Cypru i Malty do funduszu rezerwowego i równoważnych mu rezerw celowych EBC na dzień 31 grudnia 2007 r. (zob. nota 13 „Rezerwy celowe” i nota 14 „Różnice z wyceny”).

## 12 POZOSTAŁE PASYWA

### RÓŻNICE Z PRZESZACOWANIA INSTRUMENTÓW POZABILANSOWYCH

Na pozycję tę składają się głównie zmiany wartości otwartych na dzień 31 grudnia 2008 r. walutowych transakcji swap i *forward* (zob. nota 20 „Walutowe transakcje swap i *forward*”). Zmiany te wynikają z różnicy w wartości tych transakcji w przeliczeniu na euro po kursie na dzień bilansowy i po średniej cenie danej waluty (zob. punkt „Złoto oraz aktywa i zobowiązania w walutach obcych” opisu przyjętych zasad rachunkowości oraz nota 6 „Pozostałe aktywa”).

Pozycja ta uwzględnia także straty z wyceny swapów procentowych.

### BIERNE ROZLICZENIA MIĘDZYOKRESOWE KOSZTÓW I PRZYCHODY PRZYSZŁYCH OKRESÓW

Pozycja ta obejmuje głównie odsetki w kwocie 1,4 mld euro należne krajowym bankom centralnym z tytułu przekazanych rezerw walutowych (zob. nota 11 „Zobowiązania w ramach Eurosystemu”). Ujęto tu również rozliczenia międzyokresowe z tytułu należności krajowych banków centralnych dotyczących systemu TARGET2 i z tytułu instrumentów finansowych (zob. nota 2 „Należności od nierezydentów i rezydentów strefy euro w walutach obcych” oraz nota 6 „Pozostałe aktywa”) oraz inne rozliczenia międzyokresowe bierne.

## POZYCJE RÓŻNE

Na pozycję tę składają się głównie salda ujemne związane z otwartymi na dzień 31 grudnia 2008 r. walutowymi transakcjami swap i *forward* (zob. nota 20 „Walutowe transakcje swap i *forward*”). Salda te wynikają z różnicy w wartości tych transakcji w przeliczeniu na euro po średniej cenie danej waluty na dzień bilansowy i przy początkowym ujęciu (zob. punkt „Instrumenty pozabilansowe” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

Pozycja ta obejmuje również otwarte transakcje *repo* w kwocie 337,6 mln euro zawarte w ramach zarządzania funduszami własnymi EBC (zob. nota 6 „Pozostałe aktywa”) oraz zobowiązanie netto EBC z tytułu świadczeń emerytalnych, opisane poniżej.

## PROGRAM EMERYTALNY EBC I INNE ŚWIADCZENIA PO OKRESIE ZATRUDNIENIA

Kwoty ujęte w bilansie z tytułu zobowiązań emerytalnych EBC (zob. punkt „Program emerytalny EBC i inne świadczenia po okresie zatrudnienia” opisu przyjętych zasad rachunkowości) są następujące:

	2008 (w mln euro)	2007 (w mln euro)
Wartość bieżąca zobowiązań	317,0	285,8
Wartość godziwa aktywów programu	(226,7)	(229,8)
Niejęte zyski/(straty) aktuarialne	7,6	35,4
Zobowiązanie ujęte w bilansie	97,9	91,4

Wartość bieżąca zobowiązań obejmuje niepokrywane z osobnego funduszu zobowiązania w wysokości 42,3 mln euro (w 2007 r. – 36,8 mln euro) z tytułu emerytur członków Zarządu oraz rezerw na renty pracownicze.

W rachunku zysków i strat za lata 2008 i 2007 w pozycjach „Koszty bieżącego zatrudnienia”, „Odsetki od zobowiązania”, „Oczekiwany zwrot z aktywów programu” i „(Zyski)/straty aktuarialne netto ujęte w roku obrotowym” wykazano następujące kwoty:

	2008 (w mln euro)	2007 (w mln euro)
Koszty bieżącego zatrudnienia	24,7	26,5
Odsetki od zobowiązania	10,7	8,6
Oczekiwany zwrot z aktywów programu	(10,0)	(7,9)
(Zyski)/straty aktuarialne netto ujęte w roku obrotowym	(1,1)	0
Razem w pozycji „Koszty osobowe”	24,3	27,2

Zgodnie z zastosowaną metodą 10-procentowego przedziału (zob. punkt „Program emerytalny EBC i inne świadczenia po okresie zatrudnienia” opisu przyjętych zasad rachunkowości) nieujęte zyski i straty aktuarialne, których skumulowana wartość netto przekracza wyższą z następujących dwu wielkości: a) 10% wartości bieżącej zobowiązania z tytułu określonych świadczeń, b) 10% wartości godziwej aktywów programu amortyzuje się przez okres równy oczekiwanej średniej liczbie lat pozostałych do emerytury uczestniczących w programie pracowników.

Zmiany wartości bieżącej zobowiązania z tytułu określonych świadczeń są następujące:

	2008 (w mln euro)	2007 (w mln euro)
Saldo otwarcia zobowiązania z tytułu określonych świadczeń	285,8	258,5
Koszty zatrudnienia	24,7	26,5
Koszty odsetek	10,7	8,6
Składki opłacone przez uczestników programu	17,9	14,2
Pozostałe zmiany netto zobowiązania wynikające ze składek uczestników	(12,3)	2,5
Świadczenia wypłacone	(3,8)	(2,5)
Zyski/(straty) aktuarialne	(6,0)	(22,0)
Saldo zamknięcia zobowiązania z tytułu określonych świadczeń	317,0	285,8

Zmiany wartości godziwej aktywów programu:

	2008 (w mln euro)	2007 (w mln euro)
Saldo otwarcia wartości godziwej aktywów programu	229,8	195,3
Oczekiwany zwrot	10,0	7,9
Zyski/(straty) aktuarialne	(32,7)	(4,0)
Składki opłacone przez pracodawcę	17,5	16,2
Składki opłacone przez uczestników programu	17,8	14,1
Świadczenia wypłacone	(3,4)	(2,2)
Pozostałe zmiany netto wartości aktywów wynikające ze składek uczestników	(12,3)	2,5
Saldo zamknięcia wartości godziwej aktywów programu	226,7	229,8

Przy sporządzaniu wyceny, do której odnosi się niniejsza nota, aktuariusze przyjęli zatwierdzone przez Zarząd założenia dotyczące rachunkowości i ujawniania informacji.

Przy obliczaniu zobowiązań z tytułu programu emerytalnego przyjęto założenia przedstawione poniżej. Do obliczenia rocznej kwoty obciążającej rachunek zysków i strat aktuariusze stosują oczekiwaną stopę zwrotu z aktywów programu.

	2008 %	2007 %
Stopa dyskonta	5,75	5,30
Oczekiwany zwrot z aktywów programu	6,50	6,50
Przyszły wzrost wynagrodzeń	2,00	2,00
Przyszły wzrost emerytur	2,00	2,00

### 13 REZERWY CELOWE

W pozycji tej wykazano rezerwę celową na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota oraz inne rezerwy. Te ostatnie obejmują rezerwę celową na zobowiązanie umowne EBC dotyczące przywrócenia zajmowanych obiektów do pierwotnego stanu po przeprowadzce do docelowej siedziby.

Rada Prezesów, biorąc pod uwagę wysoki stopień narażenia EBC na ryzyko kursowe oraz ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota, a także poziom różnic z wyceny, uznała za zasadne utworzenie rezerwy celowej na wymienione rodzaje ryzyka na dzień 31 grudnia 2005 r. Rezerwa służy do pokrycia, w zakresie wyznaczonym przez Radę Prezesów, przyszłych zrealizowanych i niezrealizowanych strat, w szczególności strat z tytułu przeszacowania nieujętych w różnicach z wyceny. Poziom i zasadność dalszego utrzymywania tej rezerwy podlega corocznej weryfikacji na podstawie dokonanej przez EBC oceny stopnia narażenia na wymienione rodzaje ryzyka. Przy ocenie tej uwzględnia się wiele czynników, w tym zasób aktywów obciążonych ryzykiem, stopień urzeczywistnienia ryzyka w bieżącym roku finansowym, przewidywane wyniki na nadchodzący rok oraz ocenę ryzyka uwzględniającą wyliczoną wartość zagrożoną (VaR) dla aktywów

obciążonych ryzykiem, która jest stosowana konsekwentnie w kolejnych okresach<sup>13</sup>. Wysokość rezerwy celowej wraz z kwotą ogólnego funduszu rezerwowego nie może przekroczyć wartości kapitału EBC opłaconego przez krajowe banki centralne strefy euro.

Na dzień 31 grudnia 2007 r. rezerwa celowa na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmian ceny złota wynosiła 2 668 758 313 euro. Zgodnie z art. 49 ust. 2 statutu ESBC banki centralne Cypru i Malty z dniem 1 stycznia 2008 r. przekazały na poczet rezerwy celowej kwotę odpowiednio 4 795 450 euro i 2 388 127 euro. Na podstawie przeprowadzonej oceny Rada Prezesów podjęła decyzję o zasileniu rezerwy celowej z dniem 31 grudnia 2008 r. dodatkową kwotą 1 339 019 690 euro<sup>14</sup>. W rezultacie stan rezerwy celowej wzrósł do 4 014 961 580 euro, co odpowiada wartości kapitału EBC opłaconego przez krajowe banki centralne strefy euro na dzień 31 grudnia 2008 r., zaś wynik finansowy obniżył się do 1 322 253 536 euro.

### 14 RÓŻNICE Z WYCENY

Pozycja ta obejmuje salda aktualizacji wyceny wynikające z niezrealizowanych zysków na aktywach i zobowiązaniach. Zgodnie z art. 49 ust. 2 statutu ESBC banki centralne Cypru i Malty z dniem 1 stycznia 2008 r. przekazały na poczet różnic z wyceny odpowiednio 11,1 mln euro i 5,5 mln euro.

	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
Złoto	6.449.713.267	5.830.485.388	619.227.879
Waluty obce	3.616.514.710	0	3.616.514.710
Papiery wartościowe i inne instrumenty	1.286.373.348	338.524.183	947.849.165
Razem	11.352.601.325	6.169.009.571	5.183.591.754

<sup>13</sup> Por. część 2 niniejszego raportu.

<sup>14</sup> Zasilenie to sfinansowano ze zrealizowanych zysków ze sprzedaży złota w wysokości 0,3 mld euro oraz dochodu EBC z tytułu banknotów euro w obiegu w wysokości 1,0 mld euro.

Dla celów wyceny na koniec roku przyjęto następujące kursy walut:

Kurs	2008	2007
USD/EUR	1,3917	1,4721
JPY/EUR	126,14	164,93
EUR/XDR	1,1048	1,0740
CHF/EUR	1,4850	nie dotyczy
DKK/EUR	7,4506	nie dotyczy
EUR/uncja czystego złota	621,542	568,236

## 15 KAPITAŁ I FUNDUSZ REZERWOWY

### KAPITAŁ

Na mocy decyzji Rady 2007/503/WE i 2007/504/WE z dnia 10 lipca 2007 r., podjętych zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu, 1 stycznia 2008 r. Cypr i Malta wprowadziły wspólną walutę. Zgodnie z art. 49 ust. 1 statutu ESBC oraz aktami prawnymi uchwalonymi przez Radę Prezesów 31 grudnia 2007 r.<sup>15</sup> banki centralne Cypru i Malty przekazały 1 stycznia 2008 r. kwoty odpowiednio 6 691 401 euro

i 3 332 307 euro stanowiące pozostałą część ich wkładów kapitałowych. W rezultacie opłacony kapitał EBC, który 31 grudnia 2007 r. wynosił 4 127 136 230 euro, z dniem 1 stycznia 2008 r. wzrósł do 4 137 159 938 euro, zgodnie z poniższą tabelą<sup>16</sup>:

15 Decyzja EBC/2007/22 z dnia 31 grudnia 2007 r. w sprawie wpłaty przez Central Bank of Cyprus i Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw oraz zasobów Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 28 z 1.2.2008, s. 36; porozumienie z 31 grudnia 2007 r. zawarte pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a Central Bank of Cyprus w sprawie wierzycelności przyznawanej na rzecz Central Bank of Cyprus przez Europejski Bank Centralny zgodnie z art. 30 ust. 3 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. C 29 z 1.2.2008, s. 4; porozumienie z 31 grudnia 2007 r. zawarte pomiędzy Europejskim Bankiem Centralnym a Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta w sprawie wierzycelności przyznawanej na rzecz Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta przez Europejski Bank Centralny zgodnie z art. 30 ust. 3 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. C 29 z 1.2.2008, s. 6.

16 Wszystkie kwoty przedstawiono w zaokrągleniu do pełnego euro. Ze względu na zaokrąglenia sumy cząstkowe mogą nie sumować się do kwoty „Razem”.

	Klucz kapitałowy do 31.12.2007 %	Kapitał opłacony do 31.12.2007 EUR	Klucz kapitałowy od 1.01.2008 %	Kapitał opłacony od 1.01.2008 EUR
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	142.334.200	2,4708	142.334.200
Deutsche Bundesbank	20,5211	1.182.149.240	20,5211	1.182.149.240
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	51.183.397	0,8885	51.183.397
Bank of Greece	1,8168	104.659.533	1,8168	104.659.533
Banco de España	7,5498	434.917.735	7,5498	434.917.735
Banque de France	14,3875	828.813.864	14,3875	828.813.864
Banca d'Italia	12,5297	721.792.464	12,5297	721.792.464
Central Bank of Cyprus	-	-	0,1249	7.195.055
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	9.073.028	0,1575	9.073.028
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	-	-	0,0622	3.583.126
De Nederlandsche Bank	3,8937	224.302.523	3,8937	224.302.523
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	116.128.992	2,0159	116.128.992
Banco de Portugal	1,7137	98.720.300	1,7137	98.720.300
Banka Slovenije	0,3194	18.399.524	0,3194	18.399.524
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	71.708.601	1,2448	71.708.601
<b>Razem KBC strefy euro</b>	<b>69,5092</b>	<b>4.004.183.400</b>	<b>69,6963</b>	<b>4.014.961.580</b>
Българска народна банка (Българска народна банка)	0,8833	3.561.869	0,8833	3.561.869
Česká národní banka	1,3880	5.597.050	1,3880	5.597.050
Danmarks Nationalbank	1,5138	6.104.333	1,5138	6.104.333
Eesti Pank	0,1703	686.727	0,1703	686.727
Central Bank of Cyprus	0,1249	503.654	-	-
Latvijas Banka	0,2813	1.134.330	0,2813	1.134.330
Lietuvos bankas	0,4178	1.684.760	0,4178	1.684.760
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	5.299.051	1,3141	5.299.051
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta	0,0622	250.819	-	-

	Klucz kapitałowy do 31.12.2007 %	Kapitał opłacony do 31.12.2007 EUR	Klucz kapitałowy od 1.01.2008 %	Kapitał opłacony od 1.01.2008 EUR
Narodowy Bank Polski	4,8748	19.657.420	4,8748	19.657.420
Banca Națională a României	2,5188	10.156.952	2,5188	10.156.952
Národná banka Slovenska	0,6765	2.727.957	0,6765	2.727.957
Sveriges Riksbank	2,3313	9.400.866	2,3313	9.400.866
Bank of England	13,9337	56.187.042	13,9337	56.187.042
<b>Razem KBC spoza strefy euro</b>	<b>30,4908</b>	<b>122.952.830</b>	<b>30,3037</b>	<b>122.198.358</b>
<b>Razem</b>	<b>100,0000</b>	<b>4.127.136.230</b>	<b>100,0000</b>	<b>4.137.159.938</b>

Krajowe banki centralne spoza strefy euro wpłacają 7% objętego kapitału na poczet kosztów operacyjnych EBC. Na koniec 2008 r. wpłaty z tego tytułu wyniosły łącznie 122 198 358 euro. Banki centralne spoza strefy euro nie są uprawnione do udziału w zyskach EBC, w tym w dochodach z tytułu z alokacji banknotów euro w ramach Eurosystemu, ani nie są zobowiązane do pokrywania ewentualnych strat EBC.

## 16 ZDARZENIA PO DNIU BILANSOWYM

### ZMIANY KLUCZA KAPITAŁOWEGO EBC

Na mocy art. 29 statutu ESBC procent przypisany w kluczu kapitałowym EBC każdemu krajowemu bankowi centralnemu odpowiada udziałowi danego państwa członkowskiego w całkowitej liczbie ludności i w produkcie krajowym brutto UE (w równych proporcjach); obliczeń dokonuje się na podstawie informacji przekazanych EBC przez Komisję Europejską. Klucz aktualizuje się co pięć lat<sup>17</sup>. Druga aktualizacja od powstania EBC nastąpiła 1 stycznia 2009 r. Zgodnie z decyzją Rady 2003/517/WE z 15 lipca 2003 r. w sprawie danych statystycznych, które mają być wykorzystywane do dostosowania klucza subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego<sup>18</sup>, z dniem 1 stycznia 2009 r. udziały procentowe poszczególnych krajowych banków centralnych w kluczu kapitałowym skorygowano jak następuje:

	Klucz kapitałowy od 1.01.2008 do 31.12.2008 %	Klucz kapitałowy od 1.01.2009 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Bank of Greece	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Central Bank of Cyprus	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Bank Centrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska	-	0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
<b>Razem KBC strefy euro</b>	<b>69,6963</b>	<b>69,7915</b>
Българска народна банка (Българска народна банка)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	-
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
<b>Razem KBC spoza strefy euro</b>	<b>30,3037</b>	<b>30,2085</b>
<b>Razem</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

17 Oraz każdorazowo po rozszerzeniu Unii Europejskiej.

18 Dz.U. L 181 z 19.7.2003, s. 43.

## WEJŚCIE SŁOWACJI DO STREFY EURO

Na mocy decyzji Rady 2008/608/WE z dnia 8 lipca 2008 r., podjętej zgodnie z art. 122 ust. 2 Traktatu, 1 stycznia 2009 r. Słowacja wprowadziła wspólną walutę. Zgodnie z art. 49 ust. 1 statutu ESBC oraz aktami prawnymi uchwalonymi przez Radę Prezesów 31 grudnia 2008 r.<sup>19</sup> bank centralny Słowacji przekazał 1 stycznia 2009 r. pozostałą część swojego wkładu kapitałowego w wysokości 37 216 407 euro. Zgodnie z art. 30 ust. 1 statutu ESBC bank centralny Słowacji przekazał do EBC z dniem 1 stycznia 2009 r. rezerwowe aktywa walutowe stanowiące równowartość 443 086 156 euro. Wartość tego transferu obliczono jako iloczyn wartości w euro rezerwowych aktywów walutowych dotychczas przekazanych do EBC, według kursów obowiązujących na dzień 31 grudnia 2008 r., oraz współczynnika liczby udziałów objętych przez bank centralny Słowacji do liczby udziałów już opłaconych przez pozostałe krajowe banki centralne nieobjęte derogacją. Na rezerwowe aktywa walutowe złożyły się kwoty w dolarach amerykańskich (w formie papierów wartościowych i gotówki) oraz złoto, w stosunku 85 do 15.

Bank centralny Słowacji uzyskał należności z tytułu opłaconego kapitału i rezerwowych aktywów walutowych w wysokości przekazanych kwot. Drugą z tych pozycji należy traktować tak samo jak należności pozostałych krajowych banków centralnych strefy euro (zob. punkt 11 „Zobowiązania w ramach Eurosystemu”).

## KONSEKWENCJE DLA KAPITAŁU EBC

Wskutek aktualizacji klucza kapitałowego w związku z wejściem Słowacji do strefy euro opłacony kapitał EBC wzrósł o 5 100 251 euro.

## KONSEKWENCJE DLA NALEŻNOŚCI KRAJOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH STANOWIĄCYCH RÓWNOWARTOŚĆ REZERWOWYCH AKTYWÓW WALUTOWYCH PRZEKAZANYCH EBC

Aktualizacja procentowych udziałów krajowych banków centralnych w kluczu kapitałowym EBC oraz przekazanie przez bank centralny Słowacji rezerwowych aktywów walutowych spowodowały, w ujęciu netto, wzrost należności stanowiących równowartość przekazanych

przez krajowe banki centralne rezerwowych aktywów walutowych o 54 841 411 euro.

## INSTRUMENTY POZABILANSOWE

### 17 AUTOMATYCZNY PROGRAM POŻYCZEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

W ramach zarządzania funduszami własnymi Europejski Bank Centralny zawarł umowę w sprawie automatycznego programu pożyczek papierów wartościowych, na mocy której wyznaczony przedstawiciel zawiera w imieniu EBC transakcje pożyczki papierów wartościowych z kontrahentami zaakceptowanymi przez EBC. Wartość otwartych transakcji odwracalnych zawartych na mocy tej umowy wyniosła na dzień 31 grudnia 2008 r. 1,2 mld euro, wobec 3,0 mld euro w 2007 r. (zob. punkt „Transakcje odwracalne” opisu przyjętych zasad rachunkowości).

### 18 KONTRAKTY FUTURES NA STOPY PROCENTOWE

W 2008 roku w ramach zarządzania rezerwami walutowymi i funduszami własnymi EBC zawierano kontrakty terminowe typu *futures* na stopy procentowe. Na dzień 31 grudnia 2008 r. otwarte były następujące transakcje:

Kontrakty <i>futures</i> na stopy procentowe w walutach obcych	Wartość umowna EUR
Kupno	2.041.082.857
Sprzedż	1.209.470.518

Kontrakty <i>futures</i> na stopy procentowe w euro	Wartość umowna EUR
Kupno	50.000.000
Sprzedż	33.000.000

19 Decyzja EBC/2008/33 z dnia 31 grudnia 2007 r. w sprawie dokonania przez Narodną banku Slovenska wpłat na poczet kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładów na poczet rezerw i odpisów Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 83; porozumienie z dnia 31 grudnia 2008 r. zawarte pomiędzy Narodną banku Slovenska a Europejskim Bankiem Centralnym w sprawie wierzytelności przyznawanej na rzecz Narodną banku Slovenska przez Europejski Bank Centralny zgodnie z art. 30 ust. 3 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. C 18 z 24.1.2009, s. 3.

## 19 SWAPY PROCENTOWE

Wartość umowna swapów procentowych otwartych na dzień 31 grudnia 2008 r. wynosiła 459,3 mln euro. Transakcje te zawarto w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC.

## 20 WALUTOWE TRANSAKcje SWAP I FORWARD

### ZARZĄDZANIE REZERWAMI WALUTOWYMI

Należności z tytułu walutowych transakcji swap i *forward* zawartych w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC i otwartych na dzień 31 grudnia 2008 r. wynosiły 358,1 mln euro, a odnośne zobowiązania – 404,3 mln euro.

### OPERACJE ZAPEWNIĄCE PŁYNNOŚĆ

Wartość zobowiązań wobec banku centralnego Danii z tytułu kontraktów *forward* otwartych na dzień 31 grudnia 2008 r. wynosiła 3,9 mld euro. Zobowiązania te powstały w związku z tymczasową wzajemną umową walutową (linią swap) zawartą z EBC. Na mocy tej umowy EBC przekazuje bankowi centralnemu Danii środki w euro w zamian za korony duńskie na okres obowiązywania transakcji. Uzyskane w ten sposób środki wykorzystuje się do poprawy sytuacji płynnościowej na krótkoterminowych rynkach euro.

Ponadto na dzień 31 grudnia 2008 r. istniały nierozliczone należności od krajowych banków centralnych i zobowiązania wobec Rezerwy Federalnej z tytułu transakcji *forward*, powstałe w związku z zasilaniem kontrahentów Eurosystemu w płynność w dolarach amerykańskich (zob. nota 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”).

Na dzień 31 grudnia 2008 r. istniały także nierozliczone należności od krajowych banków centralnych i zobowiązania wobec banku centralnego Szwajcarii z tytułu transakcji *forward*, powstałe w związku z zasilaniem kontrahentów Eurosystemu w płynność we frankach szwajcarskich (zob. nota 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”).

## 21 ADMINISTROWANIE OPERACJAMI ZACIĄGANIA I UDZIELANIA POŻYCZEK

Na mocy art. 123 ust. 2 Traktatu oraz art. 9 rozporządzenia Rady (WE) nr 332/2002 z 18 lutego 2002 r. EBC odpowiada za administrowanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek w imieniu Wspólnoty Europejskiej w ramach mechanizmu średnioterminowej pomocy finansowej. Na dzień 31 grudnia 2008 r. wykazano niespłaconą pożyczkę w kwocie 2,0 mld euro udzieloną przez Wspólnotę Węgrom w ramach tego mechanizmu.

## 22 SPRAWY SĄDOWE W TOKU

Firma Document Security Systems Inc. (DSSI) wniosła do Sądu Pierwszej Instancji Wspólnot Europejskich pozew o odszkodowanie przeciwko EBC, twierdząc, że przy produkcji banknotów euro EBC naruszył patent DSSI<sup>20</sup>. Sąd Pierwszej Instancji pozew ten odrzucił<sup>21</sup>. EBC prowadzi obecnie w kilku krajach sprawy o unieważnienie patentu. Ponadto EBC zdecydowanie twierdzi, że w żaden sposób nie naruszył patentu, w związku czym podejmie również obronę, gdyby firma DSSI wniosła pozwy do sądów krajowych.

W związku z oddaleniem przez Sąd Pierwszej Instancji pozwu DSSI przeciwko EBC oraz dotychczasowym powodzeniem pozewów EBC o uchylenie odpowiednich części patentu DSSI w kilku krajach EBC uważa, że prawdopodobieństwo konieczności dokonania płatności na rzecz DSSI jest niskie. EBC uważnie obserwuje przebieg toczących się aktualnie spraw.

20 Patent europejski DSSI nr 0455 750 B1.

21 Postanowienie Sądu Pierwszej Instancji z 5 września 2007 r., sprawa T-295/05. Dostępne w serwisie internetowym [www.curia.eu](http://www.curia.eu)



# NOTY OBJAŚNIAJĄCE DO RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT

## 23 WYNIK Z TYTUŁU ODSETEK

### PRZYCHODY Z TYTUŁU ODSETEK OD REZERWOWYCH AKTYWÓW WALUTOWYCH

Pozycja ta obejmuje przychody z tytułu odsetek od aktywów i zobowiązań denominowanych w walutach obcych pomniejszone o odpowiednie koszty odsetkowe. Struktura salda jest następująca:

	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
Przychody z tytułu odsetek od rachunków bieżących	11.202.181	24.052.321	(12.850.140)
Przychody z tytułu odsetek od depozytów rynku pieniężnego	218.184.237	196.784.561	21.399.676
Przychody z tytułu odsetek od umów <i>reverse repo</i>	42.404.485	138.079.630	(95.675.145)
Przychody z tytułu odsetek od papierów wartościowych	885.725.044	1.036.836.752	(151.111.708)
Przychody netto z tytułu odsetek od swapów procentowych	2.299.631	0	2.299.631
Przychody netto z tytułu odsetek od walutowych transakcji <i>forward</i> i swap	0	19.766.033	(19.766.033)
<b>Razem przychody z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych</b>	<b>1.159.815.578</b>	<b>1.415.519.297</b>	<b>(255.703.719)</b>
Koszty z tytułu odsetek od rachunków bieżących	(45.896)	(154.041)	108.145
Koszty z tytułu odsetek od przyjętych depozytów	(1.574.337)	0	(1.574.337)
Koszty netto z tytułu odsetek od umów <i>reverse repo</i>	(29.492.415)	(60.476.997)	30.984.582
Koszty netto z tytułu odsetek od swapów procentowych	0	(891)	891
Koszty netto z tytułu odsetek od walutowych transakcji <i>forward</i> i swap	(131.627.488)	0	(131.627.488)
<b>Wynik z tytułu odsetek od rezerwowych aktywów walutowych</b>	<b>997.075.442</b>	<b>1.354.887.368</b>	<b>(357.811.926)</b>

### PRZYCHODY Z TYTUŁU ODSETEK ZWIĄZANE Z ALOKACJĄ BANKNOTÓW EURO W RAMACH EUROSISTEMU

Pozycja ta obejmuje przychody z tytułu odsetek od udziału EBC w łącznej wartości emisji banknotów euro. Odsetki od należności EBC dotyczących przypisanej mu części emisji banknotów nalicza się według ostatniej dostępnej krańcowej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu. Wzrost stanu tej pozycji w 2008 r. wynikał głównie ze wzrostu ogólnej liczby banknotów euro w obiegu.

Zasady podziału tych przychodów pomiędzy krajowe banki centralne przedstawiono w punkcie „Banknoty w obiegu” opisu przyjętych zasad rachunkowości. Rada Prezesów, biorąc pod uwagę szacunkowy wynik finansowy EBC za rok 2008 oraz decyzję o przekazaniu dochodu EBC z tytułu banknotów euro w obiegu do rezerwy celowej na ryzyko kursowe, ryzyko stopy procentowej i ryzyko zmiany cen złota (zob. nota 13 „Rezerwy celowe”), postanowiła rozdzielić pozostałą część tych przychodów w kwocie 1,2 mld euro pomiędzy krajowe banki centralne strefy euro proporcjonalnie do ich udziałów w kapitale EBC.

### ODSETKI OD NALEŻNOŚCI KRAJOWYCH BANKÓW CENTRALNYCH Z TYTUŁU PRZEKAZANYCH REZERW WALUTOWYCH

W pozycji tej wykazano odsetki wypłacone krajowym bankom centralnym strefy euro z tytułu ich należności dotyczących rezerwowych aktywów walutowych przekazanych do EBC zgodnie z art. 30 ust. 1 statutu ESBC.

### POZOSTAŁE PRZYCHODY Z TYTUŁU ODSETEK I POZOSTAŁE KOSZTY Z TYTUŁU ODSETEK

Pozycje te obejmują przychody z tytułu odsetek w wysokości 8,0 mld euro (w 2007 r. – 3,9 mld euro) oraz koszty z tytułu odsetek w wysokości 7,6 mld euro (w 2007 r. – 3,8 mld euro) związane z saldami rozrachunków w systemie TARGET2 (zob. punkt „Rozrachunki w ramach ESBC/Rozrachunki w ramach Eurosystemu” opisu przyjętych zasad rachunkowości). W pozycji tej ujęto także przychody i koszty odsetkowe z tytułu pozostałych aktywów i zobowiązań denominowanych w euro.

## 24 ZREALIZOWANE ZYSKI/(STRATY) Z TYTUŁU OPERACJI FINANSOWYCH

Zrealizowane zyski i straty netto z tytułu operacji finansowych w 2008 r. kształtowały się następująco:

	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
Zrealizowane zyski/(straty) netto z tytułu papierów wartościowych i kontraktów <i>futures</i> na stopy procentowe	349.179.481	69.252.941	279.926.540
Zrealizowane zyski netto z tytułu różnic kursowych i zmian ceny złota	313.162.603	709.294.272	(396.131.669)
Zrealizowane zyski z tytułu operacji finansowych	662.342.084	778.547.213	(116.205.129)

Obniżenie całkowitego salda zrealizowanych zysków netto z tytułu różnic kursowych i zmian ceny złota w 2008 r. wynikało głównie z niższej sprzedaży złota (zob. nota 1 „Złoto i należności w złocie”).

## 25 ODPISY AKTUALIZUJĄCE WARTOŚĆ AKTYWÓW I POZYCJI FINANSOWYCH

	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
Niezrealizowane straty z tytułu zmian cen papierów wartościowych	(2.164.000)	(15.864.181)	13.700.181
Niezrealizowane straty z tytułu zmian cen swapów procentowych	(476.831)	(18.899)	(457.932)
Niezrealizowane ujemne różnice kursowe	(21.271)	(2.518.369.734)	2.518.348.463
Odpisy aktualizacyjne razem	(2.662.102)	(2.534.252.814)	2.531.590.712

W 2008 r. pozycja ta obejmowała głównie odpisy z tytułu przeszacowania papierów wartościowych wykazywanych w bilansie po koszcie nabycia do wartości rynkowej na dzień 30 grudnia 2008 r.

## 26 WYNIK Z TYTUŁU OPŁAT I PROWIZJI

	2008 EUR	2007 EUR	Zmiana EUR
Przychody z tytułu opłat i prowizji	588.052	263.440	324.612
Koszty z tytułu opłat i prowizji	(737.059)	(885.131)	148.072
Wynik z tytułu opłat i prowizji	(149.007)	(621.691)	472.684

Przychody w tej pozycji obejmują głównie kary nałożone na instytucje kredytowe za nieprzestrzeganie wymogów dotyczących rezerwy obowiązkowej. Koszty dotyczą głównie opłat od rachunków bieżących oraz realizacji kontraktów *futures* na stopy procentowe w walutach obcych (zob. punkt 18 „Kontrakty *futures* na stopy procentowe”).

## 27 PRZYCHODY Z TYTUŁU AKCJI I UDZIAŁÓW

W pozycji tej wykazuje się otrzymane dywidendy od udziałów w Banku Rozrachunków Międzynarodowych (zob. nota 6 „Pozostałe aktywa”).

## 28 POZOSTAŁE PRZYCHODY

Źródłem pozostałych przychodów były przede wszystkim wpłaty innych banków centralnych z tytułu ich udziału w umowie o świadczenie usług zawartej centralnie przez EBC z zewnętrznym dostawcą sieci informatycznej oraz przeniesienie do rachunku zysków i strat niewykorzystanej rezerwy celowej na koszty administracyjne.

## 29 KOSZTY OSOBOWE

W tej pozycji wykazano wynagrodzenia, dodatki, ubezpieczenia pracownicze oraz inne koszty w łącznej wysokości 149,9 mln euro (w 2007 r. – 141,7 mln euro). Pozycja nie obejmuje aktywowanych kosztów osobowych w wysokości 1,1 mln euro (w 2007 r. – 1,1 mln euro) poniesionych w związku z budową nowej siedziby

EBC. Uposażenia i dodatki, w tym wynagrodzenia osób na wyższych stanowiskach kierowniczych, kształtują się zasadniczo zgodnie z systemem wynagrodzeń Wspólnot Europejskich i na porównywalnym poziomie.

Członkowie Zarządu otrzymują wynagrodzenie podstawowe oraz dodatki na cele mieszkaniowe i reprezentacyjne. Prezesowi zamiast dodatku na cele mieszkaniowe udostępniono rezydencję należącą do EBC. Zgodnie z warunkami zatrudnienia pracowników Europejskiego Bank Centralnego członkom Zarządu przysługuje – w zależności od ich sytuacji osobistej – dodatek rodzinny oraz dodatek na dzieci i na pokrycie kosztów ich edukacji. Od wynagrodzenia podstawowego odprowadza się podatek na rzecz Wspólnot Europejskich oraz potrącenia na poczet składek na fundusz emerytalny oraz ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe. Dodatki są wolne od podatków i nie wchodzi do podstawy wymiaru emerytury.

Poniższa tabela przedstawia wynagrodzenia podstawowe poszczególnych członków Zarządu w latach 2008 i 2007.

	2008 EUR	2007 EUR
Jean-Claude Trichet (Prezes)	351.816	345.252
Lucas D. Papademos (Wiceprezes)	301.548	295.920
Gertrude Tumpel-Gugerell (Członek Zarządu)	251.280	246.588
José Manuel González-Páramo (Członek Zarządu)	251.280	246.588
Lorenzo Bini Smaghi (Członek Zarządu)	251.280	246.588
Jürgen Stark (Członek Zarządu)	251.280	246.588
Razem	1.658.484	1.627.524

Łączna wartość dodatków wypłaconych członkom Zarządu oraz opłaconych przez EBC w ich imieniu składek na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe wyniosła 600 523 euro (w 2007 r. – 579 842 euro), w związku z czym ich całkowite wynagrodzenie wyniosło 2 259 007 euro (wobec 2 207 366 euro w 2007 r.).

Odchodzący członkowie Zarządu po zakończeniu kadencji otrzymują przez pewien czas wynagrodzenia przejściowe. Wynagrodze-

nia te wraz ze składkami na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe opłacanymi przez EBC za byłych członków Zarządu wyniosły w 2008 r. 30 748 euro (wobec 52 020 euro w 2007 r.). Świadczenia emerytalne, w tym związane z nimi dodatki, wypłacone na rzecz byłych członków Zarządu lub osób będących na ich utrzymaniu oraz składki na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe wyniosły 306 798 euro (wobec 249 902 euro w 2007 r.).

W pozycji tej mieści się również kwota 24,3 mln euro (wobec 27,2 mln euro w 2007 r.) ujęta w związku z programem emerytalnym EBC i innymi świadczeniami po okresie zatrudnienia (zob. nota 12 „Pozostałe pasywa”).

Na koniec 2008 r. stan zatrudnienia (w etatach przeliczeniowych<sup>22</sup>) wynosił 1536 osób, w tym 144 osoby na stanowiskach kierowniczych. Rotacja pracowników w 2008 r. była następująca<sup>23</sup>:

	2008	2007
Stan na dzień 1 stycznia	1.478	1.416
Nowo zatrudnieni	307	310
Rozwiązanie lub wygaśnięcie umowy o pracę	238	235
Spadek netto wynikający ze zmian w rozkładzie niepełnych etatów	11	13
Stan na dzień 31 grudnia	1.536	1.478
Średnie zatrudnienie	1.499	1.448

### 30 KOSZTY ADMINISTRACYJNE

Pozycja ta obejmuje pozostałe koszty bieżące dotyczące najmu i eksploatacji obiektów biurowych, zakupu niskocennych towarów i sprzętu, usług biznesowych oraz innych usług i towarów,

22 Włączając pracowników zatrudnionych na czas nieokreślony i określony oraz na umowach krótkoterminowych, uczestników programu EBC dla absolwentów studiów wyższych oraz osoby pozostające na urloпах macierzyńskich i długookresowych zwolnieniach lekarskich. Wyłączając pracowników na urloпах bezpłatnych.

23 W 2007 r. w tabeli tej wykazano pracowników na urloпах bezpłatnych i wychowawczych, wyłączono natomiast osoby na kontraktach krótkoterminowych, osoby zatrudnione w innych bankach centralnych ESBC oddelegowane do EBC oraz uczestników programu dla absolwentów studiów wyższych. Zmiana sposobu prezentacji danych za rok 2008 miała ułatwić ich analizę czytelnikom sprawozdania finansowego. Zgodnie z tym przekształcono dane porównawcze za rok 2007.

jak również koszty pracownicze dotyczące rekrutacji, przeprowadzki, zagospodarowania w nowym miejscu, szkolenia i powrotu do kraju.

### **31 USŁUGI PRODUKCJI BANKNOTÓW**

Pozycja ta obejmuje koszty międzynarodowego transportu banknotów euro pomiędzy krajowymi bankami centralnymi mającego na celu pokrycie niespodziewanych wahań popytu na banknoty. Koszty te ponosi centralnie EBC.

PricewaterhouseCoopers Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Olof-Palme-Straße 35, 60439 Frankfurt am Main

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Olof-Palme-Straße 35  
60439 Frankfurt am Main  
Postfach 50 03 64  
60393 Frankfurt am Main  
www.pwc.de

Telefon +49 69 9585-0

25 February 2009

## Independent auditor's report

We have audited the accompanying annual accounts of the European Central Bank, which comprise the balance sheet as at 31 December 2008, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes.

### *The responsibility of the European Central Bank's Executive Board for the annual accounts*

The Executive Board is responsible for the preparation and fair presentation of these annual accounts in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended. This responsibility includes: designing, implementing and maintaining internal control relevant to the preparation and fair presentation of annual accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error; selecting and applying appropriate accounting policies; and making accounting estimates that are reasonable in the circumstances.

### *Auditor's responsibility*

Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit. We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those standards require that we comply with ethical requirements and plan and perform the audit to obtain reasonable assurance whether the annual accounts are free from material misstatement.

An audit involves performing procedures to obtain audit evidence about the amounts and disclosures in the annual accounts. The procedures selected depend on the auditor's judgement, including the assessment of the risks of material misstatement of the annual accounts, whether due to fraud or error. In making those risk assessments, the auditor considers internal control relevant to the entity's preparation and fair presentation of the annual accounts in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the entity's internal control. An audit also includes evaluating the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts.

We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our audit opinion.

### *Opinion*

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2008, and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the principles established by the Governing Council, which are set out in Decision ECB/2006/17 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Frankfurt am Main, 25 February 2009

PricewaterhouseCoopers  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

  
Jens Ronnberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Atton  
ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer

**Nieoficjalne tłumaczenie raportu niezależnego biegłego rewidenta sporządzone przez EBC.  
W przypadku rozbieżności obowiązuje wersja angielska podpisana przez PWC.**

Prezes i Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego  
Frankfurt nad Menem

25 lutego 2009 r.

**Raport niezależnego biegłego rewidenta**

Przeprowadziliśmy badanie załączonego rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego, na które składa się bilans na dzień 31 grudnia 2008 r., rachunek zysków i strat za rok obrotowy zakończony tą datą oraz opis przyjętych zasad rachunkowości i noty objaśniające.

*Odpowiedzialność Zarządu Europejskiego Banku Centralnego za roczne sprawozdanie finansowe*

Zarząd odpowiada za sporządzenie oraz rzetelne przedstawienie niniejszego rocznego sprawozdania finansowego, zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów w decyzji EBC/2006/17 (z późniejszymi zmianami) w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego. Odpowiedzialność ta obejmuje: opracowanie, wdrożenie oraz utrzymywanie kontroli wewnętrznej w zakresie sporządzenia i rzetelnego przedstawienia rocznego sprawozdania finansowego bez istotnych nieprawidłowości wynikających z zafałszowania danych lub błędów, wybór i zastosowanie właściwych zasad rachunkowości oraz dokonanie oszacowań księgowych zasadnych w danych okolicznościach.

*Odpowiedzialność biegłego rewidenta*

Naszym zadaniem było wyrażenie opinii o sprawozdaniu finansowym na podstawie przeprowadzonego badania. Badanie przeprowadziliśmy stosownie do Międzynarodowych Standardów Rewizji Sprawozdań Finansowych. Standardy te wymagają spełnienia wymogów etycznych oraz zaplanowania i przeprowadzenia badania w sposób dający wystarczającą pewność, że sprawozdanie finansowe nie zawiera istotnych nieprawidłowości.

Badanie obejmuje uzyskanie dowodów dotyczących kwot i informacji wykazanych w rocznym sprawozdaniu finansowym poprzez zastosowanie odpowiednich procedur. Procedury wybierane są zgodnie z osądem zawodowym rewidenta, zastosowanym między innymi do oceny ryzyka wystąpienia w sprawozdaniu finansowym istotnych nieprawidłowości wynikających z zafałszowania danych lub błędów. Przy ocenie ryzyka, w celu opracowania procedur badania odpowiednich w danych okolicznościach, biegły rewident bierze pod uwagę funkcjonowanie kontroli wewnętrznej w zakresie sporządzenia i rzetelnego przedstawienia przez badaną jednostkę rocznego sprawozdania finansowego. Nie jest zadaniem biegłego rewidenta wyrażenie opinii na temat skuteczności tej kontroli. Badanie obejmuje również ocenę stosowanych zasad rachunkowości, zasadności szacunków dokonanych przez zarząd jednostki oraz ogólnej prezentacji sprawozdania finansowego.

Uważamy, że przeprowadzone przez nas badanie dostarczyło dowodów stanowiących odpowiednią i wystarczającą podstawę do wyrażenia opinii.

*Opinia*

Naszym zdaniem roczne sprawozdanie finansowe przedstawia prawidłowo i rzetelnie sytuację finansową Europejskiego Banku Centralnego na dzień 31 grudnia 2008 r. oraz jego wynik z działalności za rok obrotowy zakończony tą datą, zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów w decyzji EBC/2006/17 (z późniejszymi zmianami) w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego.

Frankfurt nad Menem, 25 lutego 2009 r.

**PricewaterhouseCoopers**  
**Aktiengesellschaft**  
**Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**

Jens Rönneberg  
Wirtschaftsprüfer

ppa. Muriel Atton  
Wirtschaftsprüfer

## INFORMACJA O SPOSOBIE PODZIAŁU ZYSKU LUB POKRYCIA STRATY

Informacja ta nie jest częścią sprawozdania finansowego EBC za 2008 r.

### DOCHÓD Z TYTUŁU UDZIAŁU EBC W ŁĄCZNEJ WARTOŚCI BANKNOTÓW W OBIEGU

W 2007 r., na podstawie decyzji Rady Prezesów, całkowity dochód z tytułu udziału EBC w łącznej wartości banknotów w obiegu w kwocie 2004 mln euro wyłączono z podziału, tak aby łączna kwota zysku do podziału nie przewyższyła zysku netto za ten rok. Dnia 5 stycznia 2009 r. rozdzielono kwotę 1206 mln euro, stanowiącą część dochodu z tytułu udziału EBC w łącznej wartości banknotów w obiegu za rok 2008, między krajowe banki centralne proporcjonalnie do ich objętych i opłaconych udziałów w kapitale EBC.

### SPOSÓB PODZIAŁU ZYSKU LUB POKRYCIA STRATY

Zgodnie z art. 33 statutu ESBC zysk EBC zostanie podzielony w następujący sposób:

- (a) kwota określana przez Radę Prezesów (maksymalnie 20% zysku netto) zostanie przeniesiona do ogólnego funduszu rezerwowego, którego wysokość nie może przekroczyć 100% kapitału;
- (b) pozostała część zysku zostanie podzielona między udziałowców EBC proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów.

W wypadku poniesienia przez EBC straty deficyt może zostać potrącony z ogólnego funduszu rezerwowego EBC, a w razie potrzeby, na podstawie decyzji Rady Prezesów, także z dochodów pieniężnych za dany rok obrotowy proporcjonalnie i maksymalnie do wysokości kwot rozdzielonych pomiędzy krajowe banki centralne zgodnie z art. 32 ust. 5 statutu ESBC<sup>1</sup>.

5 marca 2009 r. Rada Prezesów postanowiła nie zwiększać ogólnego funduszu rezerwowego i rozdzielić pozostałą kwotę 117 mln euro pomiędzy banki centralne krajów strefy euro proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów.

Krajowe banki centralne spoza strefy euro nie są uprawnione do udziału w zyskach EBC.

	2008	2007
	€	€
Wynik finansowy roku bieżącego	1.322.253.536	0
Dochód z emisji banknotów EBC rozdzielony między KBC	(1.205.675.418)	0
Wynik finansowy roku bieżącego po podziale dochodu z emisji banknotów EBC	116.578.118	0
Kwota do podziału między KBC	(116.578.118)	0
Razem	0	0

<sup>1</sup> Zgodnie z art. 32 ust. 5 statutu ESBC suma dochodu pieniężnego krajowych banków centralnych zostaje rozdzielona pomiędzy krajowe banki centralne proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów w kapitale EBC.





## 5 SKONSOLIDOWANY BILANS EUROSISTEMU NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2008 R.

(W MLN EURO)

AKTYWA	31.12.2008 <sup>1</sup>	31.12.2007 <sup>2</sup>
<b>1 Złoto i należności w zlocie</b>	<b>217.722</b>	<b>201.584</b>
<b>2 Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>160.372</b>	<b>139.030</b>
2.1 Należności od MFW	13.192	9.057
2.2 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, kredyty zagraniczne i inne aktywa zagraniczne	147.180	129.973
<b>3 Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>234.293</b>	<b>41.975</b>
<b>4 Należności od nierezydentów strefy euro w euro</b>	<b>18.651</b>	<b>18.822</b>
4.1 Rachunki w bankach, inwestycje w papiery wartościowe i kredyty	18.651	18.822
4.2 Należności kredytowe w ramach ERM II	0	0
<b>5 Należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro z tytułu operacji polityki pieniężnej</b>	<b>860.312</b>	<b>637.178</b>
5.1 Podstawowe operacje refinansujące	239.527	368.607
5.2 Dłuższe operacje refinansujące	616.662	268.477
5.3 Odwrotne operacje dostrajające	0	0
5.4 Odwrotne operacje strukturalne	0	0
5.5 Kredyt w banku centralnym	4.057	91
5.6 Kredyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	66	2
<b>6 Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro</b>	<b>56.988</b>	<b>23.798</b>
<b>7 Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro</b>	<b>271.196</b>	<b>143.983</b>
<b>8 Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych w euro</b>	<b>37.438</b>	<b>37.062</b>
<b>9 Pozostałe aktywa</b>	<b>218.134</b>	<b>264.454</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>2.075.107</b>	<b>1.507.887</b>

Pozycje mogą nie sumować się ze względu na zaokrąglenia.

1 W skonsolidowanym bilansie na dzień 31.12.2008 uwzględniono banki centralne Cypru i Malty, które należą do Eurosystemu od 1.1.2008.

2 Dane porównawcze na dzień 31.12.2007 przekształcono w celu uwzględnienia zmian klasyfikacji księgowej z dnia 31.12.2008.

**PASYWA**

**31.12.2008<sup>1</sup>**

**31.12.2007<sup>2</sup>**

<b>1 Banknoty w obiegu</b>	<b>762.921</b>	<b>676.678</b>
<b>2 Zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro w euro z tytułu operacji polityki pieniężnej</b>	<b>492.310</b>	<b>379.183</b>
2.1 Rachunki bieżące (w tym rachunki rezerw obowiązkowych)	291.710	267.337
2.2 Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	200.487	8.831
2.3 Depozyty terminowe	0	101.580
2.4 Odwracalne operacje dostrajające	0	0
2.5 Depozyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	113	1.435
<b>3 Pozostałe zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro w euro</b>	<b>328</b>	<b>126</b>
<b>4 Zobowiązania z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Zobowiązania wobec innych rezydentów strefy euro w euro</b>	<b>91.077</b>	<b>46.183</b>
5.1 Zobowiązania wobec sektora instytucji rządowych i samorządowych	83.282	38.115
5.2 Pozostałe zobowiązania	7.794	8.069
<b>6 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro</b>	<b>293.592</b>	<b>45.094</b>
<b>7 Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>5.723</b>	<b>2.490</b>
<b>8 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych</b>	<b>10.258</b>	<b>15.553</b>
8.1 Depozyty, salda na rachunkach, pozostałe zobowiązania	10.258	15.553
8.2 Zobowiązania kredytowe w ramach ERM II	0	0
<b>9 Równowartość specjalnych praw ciągnięcia (SDR) przyznanych przez MFW</b>	<b>5.465</b>	<b>5.279</b>
<b>10 Pozostałe pasywa</b>	<b>166.500</b>	<b>123.076</b>
<b>11 Różnice z wyceny</b>	<b>175.735</b>	<b>147.123</b>
<b>12 Kapitał i fundusz rezerwowy</b>	<b>71.200</b>	<b>67.101</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>2.075.107</b>	<b>1.507.887</b>



# ZAŁĄCZNIKI

## AKTY PRAWNE PRZYJĘTE PRZEZ EBC

Poniższa tabela zawiera listę aktów prawnych przyjętych przez EBC w roku 2008 i na początku 2009 oraz opublikowanych w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej. Egzemplarze Dziennika Urzędowego można otrzymać w Urzędzie

Oficjalnych Publikacji Wspólnot Europejskich. Pełna lista opublikowanych w Dzienniku Urzędowym aktów prawnych przyjętych przez EBC od momentu jego utworzenia znajduje się w serwisie internetowym EBC w części „Ramy prawne”.

Numer	Tytuł	Odesłanie do Dz.U.
EBC/2008/1	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 28 stycznia 2008 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Suomen Pankki	Dz.U. C 29 z 1.2.2008, s. 1
EBC/2008/2	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 30 kwietnia 2008 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. C 114 z 9.5.2008, s. 1
EBC/2008/3	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 maja 2008 r. w sprawie procedur akredytacji bezpieczeństwa dla producentów zabezpieczonych elementów banknotów euro	Dz.U. L 140 z 30.5.2008, s. 26
EBC/2008/4	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 19 czerwca 2008 r. zmieniające wytyczne EBC/2006/9 w sprawie niektórych przygotowań do wymiany pieniądza gotówkowego związanych z wprowadzeniem waluty euro oraz w sprawie zaopatrzenia wstępnego i zaopatrzenia wtórnego w banknoty i monety euro podmiotów poza strefą euro	Dz.U. L 176 z 4.7.2008, s. 16
EBC/2008/5	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 czerwca 2008 r. w sprawie zarządzania aktywami rezerwy walutowej Europejskiego Banku Centralnego przez krajowe banki centralne oraz dokumentacji prawnej dla operacji dotyczących takich aktywów (przeredagowane)	Dz.U. L 192 z 19.7.2008, s. 63
EBC/2008/6	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 26 sierpnia 2008 r. zmieniające wytyczne EBC/2002/7 w sprawie wymagań w zakresie sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego w dziedzinie kwartalnych rachunków finansowych	Dz.U. L 259 z 27.9.2008, s. 12
EBC/2008/7	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 5 września 2008 r. zmieniające wytyczne EBC/2005/5 z dnia 17 lutego 2005 r. w sprawie wymogów sprawozdawczości statystycznej Europejskiego Banku Centralnego oraz procedur wymiany informacji statystycznych w Europejskim Systemie Banków Centralnych w zakresie statystyki finansowej sektora publicznego	Dz.U. L 276 z 17.10.2008, s. 32

Numer	Tytuł	Odesłanie do Dz.U.
EBC/2008/8	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 września 2008 r. w sprawie zbierania danych dotyczących euro oraz działania Systemu Informacji Walutowej 2	Dz.U. L 346 z 23.12.2008, s. 89
EBC/2008/9	Zalecenie w sprawie rozporządzenia Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 2533/98 dotyczące zbierania informacji statystycznych przez Europejski Bank Centralny	Dz.U. C 251 z 3.10.2008, s. 1
EBC/2008/10	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 22 października 2008 r. w sprawie zmiany rozporządzenia EBC/2003/9 dotyczącego stosowania rezerw obowiązkowych	Dz.U. L 282 z 25.10.2008, s. 14
EBC/2008/11	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 23 października 2008 r. w sprawie tymczasowych zmian zasad dotyczących zabezpieczenia kwalifikowanego	Dz.U. L 282 z 25.10.2008, s. 17
EBC/2008/13	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 23 października 2008 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu	Dz.U. L 36 z 5.2.2009, s. 31
EBC/2008/14	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 28 października 2008 r. dotycząca przepisów przejściowych w zakresie stosowania stóp rezerw obowiązkowych przez Europejski Bank Centralny po wprowadzeniu waluty euro na Słowacji	Dz.U. L 319 z 29.11.2008, s. 73
EBC/2008/15	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 14 listopada 2008 r. w sprawie wdrożenia rozporządzenia EBC/2008/11 z dnia 23 października 2008 r. w sprawie tymczasowych zmian zasad dotyczących zabezpieczenia kwalifikowanego	Dz.U. L 309 z 20.11.2008, s. 8
EBC/2008/16	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 listopada 2008 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. C 299 z 22.11.2008, s. 5
EBC/2008/17	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 17 listopada 2008 r. określająca zasady składania wspólnych zamówień w Eurosystemie	Dz.U. L 319 z 29.11.2008, s. 76
EBC/2008/18	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 21 listopada 2008 r. w sprawie tymczasowych zmian zasad dotyczących zabezpieczenia kwalifikowanego	Dz.U. L 314 z 25.11.2008, s. 14
EBC/2008/19	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 5 grudnia 2008 r. na rzecz Rady Unii Europejskiej w zakresie wyboru zewnętrznego audytora Bank Centrali ta' Malta/Central Bank of Malta	Dz.U. C 322 z 17.12.2008, s. 1

Numer	Tytuł	Odesłanie do Dz.U.
EBC/2008/20	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 grudnia 2008 r. dotycząca zatwierdzenia wielkości emisji monet euro w 2009 r.	Dz.U. L 352 z 31.12.2008, s. 58
EBC/2008/21	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 grudnia 2008 r. zmieniające wytyczne EBC/2006/16 w sprawie ram prawnych rachunkowości i sprawozdawczości finansowej w Europejskim Systemie Banków Centralnych	Dz.U. L 36 z 5.2.2009, s. 46
EBC/2008/22	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 11 grudnia 2008 r. zmieniająca decyzję EBC/2006/17 w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 36 z 5.2.2009, s. 22
EBC/2008/23	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 12 grudnia 2008 r. dotycząca procentowego udziału krajowych banków centralnych w kluczu subskrypcji kapitału Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 66
EBC/2008/24	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 12 grudnia 2008 r. określająca środki niezbędne do opłacenia kapitału Europejskiego Banku Centralnego przez uczestniczące krajowe banki centralne	Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 69
EBC/2008/25	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 12 grudnia 2008 r. określająca warunki przekazywania udziałów kapitałowych w Europejskim Banku Centralnym pomiędzy krajowymi bankami centralnymi oraz dostosowania opłaconego kapitału	Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 71
EBC/2008/26	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 12 grudnia 2008 r. zmieniająca decyzję EBC/2001/15 z dnia 6 grudnia 2001 r. dotyczącą emisji banknotów euro	Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 75
EBC/2008/27	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 12 grudnia 2008 r. określająca środki niezbędne do uzupełnienia całkowitej wartości kapitałowej Europejskiego Banku Centralnego oraz do dostosowania poziomu wiarytelności krajowych banków centralnych równoważnych przekazanych rezerwom walutowym	Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 77
EBC/2008/28	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 15 grudnia 2008 r. określająca środki niezbędne do opłacenia kapitału Europejskiego Banku Centralnego przez nieuczestniczące krajowe banki centralne	Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 81

Numer	Tytuł	Odesłanie do Dz.U.
EBC/2008/29	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 18 grudnia 2008 r. dotycząca opóźnienia rozpoczęcia stosowania systemu rotacyjnego w Radzie Prezesów Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 3 z 7.1.2009, s. 4
EBC/2008/30	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 19 grudnia 2008 r. dotyczące danych statystycznych w zakresie aktywów i pasywów podmiotów sekurytyzacyjnych	Dz.U. L 15 z 20.1.2009, s. 1
EBC/2008/31	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 19 grudnia 2008 r. zmieniające wytyczne EBC/2007/9 w sprawie statystyki pieniężnej oraz instytucji i rynków finansowych (wersja przekształcona)	Dz.U. L 53 z 26.2.2009, s. 76
EBC/2008/32	Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 19 grudnia 2008 r. w sprawie bilansu skonsolidowanego sektora monetarnych instytucji finansowych (wersja przekształcona)	Dz.U. L 15 z 20.1.2009, s. 14
EBC/2008/33	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 31 grudnia 2008 r. w sprawie opłacenia przez Narodną banką Słowenii kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw i odpisów Europejskiego Banku Centralnego	Dz.U. L 21 z 24.1.2009, s. 83
EBC/2009/1	Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego z dnia 20 stycznia 2009 r. zmieniające wytyczne EBC/2000/7 w sprawie instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu	Dz.U. L 36 z 5.2.2009, s. 59
EBC/2009/2	Decyzja Europejskiego Banku Centralnego z dnia 27 stycznia 2009 r. zmieniająca decyzję EBC/2007/5 określającą zasady udzielania zamówień publicznych	Dz.U. L 51 z 24.2.2009, s. 10
EBC/2009/3	Zalecenie Europejskiego Banku Centralnego z dnia 16 lutego 2009 r. udzielane Radzie Unii Europejskiej w sprawie zewnętrznych audytorów Deutsche Bundesbank	Dz.U. C 43 z 21.2.2009, s. 1



## OPINIE WYDANE PRZEZ EBC

Poniższa tabela zawiera listę opinii wydanych przez EBC w roku 2008 i na początku 2009 na mocy art. 105 ust. 4 Traktatu oraz art. 4 statutu ESBC, art. 112 ust. 2 lit. b Traktatu oraz art. 11 ust. 2 statutu ESBC. Pełna lista opinii wydanych przez EBC od momentu jego utworzenia jest dostępna w serwisie internetowym EBC.

### a) Opinie wydane przez EBC na wniosek państwa członkowskiego<sup>1</sup>

Numer <sup>2</sup>	Wnioskodawca	Temat
CON/2008/1	Cypr	Kontrola nad reprodukcją banknotów i monet euro na Cyprze
CON/2008/2	Czechy	Rozdział kompetencji pomiędzy Česká národní banka oraz Ministerstwem Finansów w zakresie przygotowywania rządowych projektów aktów prawnych
CON/2008/3	Niemcy	Niemieckie przepisy dotyczące monet
CON/2008/4	Szwecja	Zmiany do statutu Sveriges Riksbank dotyczące kadencji członków Zarządu
CON/2008/5	Polska	Zmiany dotyczące zarządzania, nadzoru oraz sposobu finansowania systemu ochrony depozytów, w szczególności w zakresie uczestnictwa Narodowego Banku Polskiego
CON/2008/6	Portugalia	Zasady, reguły oraz struktura Narodowego Systemu Statystycznego oraz rola Banco de Portugal
CON/2008/7	Rumunia	Zmiana przepisów dotyczących czeków, weksli i skryptów dłużnych
CON/2008/8	Francja	Konsekwencje w zakresie regulacji systemu pieniężnego wynikających ze zmiany statusu terytoriów Saint-Martin oraz Saint-Barthélemy w prawie francuskim
CON/2008/9	Niemcy	Stosunki pracownicze pomiędzy Deutsche Bundesbankiem a jego pracownikami
CON/2008/10	Włochy	Wynagrodzenia w Banca d'Italia oraz strukturalna reforma rachunków rządowych utrzymywanych przez Banca d'Italia
CON/2008/11	Portugalia	Nadzór nad audytorami oraz rola Banco de Portugal w tym zakresie
CON/2008/13	Grecja	Reforma greckiego systemu ubezpieczenia społecznego w odniesieniu do Banku Grecji
CON/2008/14	Estonia	Zmiany administracyjne w ustawie o Eesti Pank

<sup>1</sup> W grudniu 2004 r. Rada Prezesów postanowiła, że opinie wydawane przez EBC na wniosek władz krajowych będą z zasady publikowane natychmiast po ich przyjęciu i przekazaniu organowi wnioskującemu.

<sup>2</sup> Opinie numeruje się w kolejności przyjęcia przez Radę Prezesów.

Numer <sup>2</sup>	Wnioskodawca	Temat
CON/2008/16	Finlandia	Integracja nadzoru finansowego i ubezpieczeniowego
CON/2008/17	Luksemburg	Uprawnienia Banque centrale du Luxembourg oraz plan emerytalny dla jego pracowników
CON/2008/18	Słowacja	Ustawowa regulacja dotycząca systemów płatności w celu zapewnienia ich zgodności z Traktatem i ułatwienia łagodnego przejścia krajowego systemu płatności do TARGET2
CON/2008/20	Polska	Rola Narodowego Banku Polskiego w zakresie rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych oraz centralny system depozytowy papierów wartościowych
CON/2008/21	Czechy	Projekt ustawy o Česká národní banka
CON/2008/23	Słowacja	Projekty przepisów prawnych dotyczących podwójnego podawania cen w sektorach bankowym, rynków kapitałowych, ubezpieczeniowym oraz ubezpieczeń emerytalnych oraz o zasadach zaokrąglania wartości nominalnej określonych rodzajów papierów wartościowych
CON/2008/24	Grecja	Odstąpienie od przepisów prawa spółek w odniesieniu do określonych transakcji podejmowanych przez instytucje kredytowe
CON/2008/25	Słowacja	Podwójne podawanie cen w sektorze gier hazardowych
CON/2008/26	Polska	Zasady wymiany uszkodzonych znaków pieniężnych
CON/2008/27	Słowacja	Podawanie cen w dwóch walutach i zasady zaokrąglania w sektorach pracowniczym i zabezpieczenia społecznego
CON/2008/29	Bułgaria	Nowelizacja ustawy o statystyce
CON/2008/30	Austria	Wprowadzenie ubezpieczenia na życie o charakterze inwestycyjnym oraz zasady prowadzenia działalności przez zakłady ubezpieczeniowe
CON/2008/31	Rumunia	Nowelizacja statutu Banca Națională a României
CON/2008/32	Polska	Nowelizacja przepisów o zarządzaniu, nadzorze i finansowaniu systemu gwarantowania środków pieniężnych, w szczególności w sprawie udziału Narodowego Banku Polskiego
CON/2008/33	Belgia	Utworzenie komisji rewizyjnej Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique

Numer <sup>2</sup>	Wnioskodawca	Temat
CON/2008/34	Szwecja	Niezależność finansowa Sveriges Riksbank
CON/2008/35	Dania	Wycofanie monety o najniższym nominale jako prawnego środka płatniczego
CON/2008/36	Łotwa	Przepisy dotyczące banknotów i monet
CON/2008/38	Malta	Ramowe zasady wykrywania fałszerstw oraz sortowania banknotów według jakości przez instytucje kredytowe i podmioty zawodowo zajmujące się obsługą gotówki
CON/2008/39	Polska	Komitet stabilności finansowej
CON/2008/40	Słowacja	Dalsze szczegółowe przepisy o wymianie euro
CON/2008/41	Austria	Finansowanie udziału Austrii w redukcji zadłużenia Liberii
CON/2008/42	Luksemburg	Nowelizacja ustawy, która umożliwi Banque centrale du Luxembourg efektywne przyczynianie się do stabilności finansowej i określanie wymogów dotyczących rezerwy obowiązkowej
CON/2008/43	Słowenia	Ograniczenia i zakazy dla osób pełniących funkcje publiczne
CON/2008/44	Irlandia	Środki pomocy finansowej dla instytucji kredytowych
CON/2008/46	Belgia	Gwarancja państwa dla kredytu udzielonego przez Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique w kontekście jego uczestnictwa w zapewnieniu stabilności finansowej
CON/2008/47	Szwecja	Wymiana i wycofywanie z obiegu znaków pieniężnych
CON/2008/48	Irlandia	Wdrożenie środków pomocy finansowej dla instytucji kredytowych
CON/2008/49	Niemcy	Wymiana monet euro oraz niemieckich monet pamiątkowych
CON/2008/50	Belgia	Gwarancje rządowe udzielane w odniesieniu do zobowiązań instytucji kredytowych
CON/2008/51	Grecja	System gwarantowania depozytów i system ochrony inwestorów
CON/2008/52	Hiszpania	Utworzenie funduszu na rzecz nabywania aktywów finansowych oraz inne rządowe środki wspomagające stabilność finansową

Numer <sup>2</sup>	Wnioskodawca	Temat
CON/2008/53	Polska	Rozszerzenie ram prawnych regulujących zbieranie informacji statystycznych przez Narodowy Bank Polski
CON/2008/54	Dania	Finansowy pakiet stabilizacyjny gwarantujący pełne pokrycie roszczeń deponentów i wierzycieli nieuprzywilejowanych
CON/2008/55	Austria	Środki prawne przywracające stabilność rynku finansowego
CON/2008/56	Francja	Udzielenie gwarancji państwa w celu wsparcia stabilizacji finansowej
CON/2008/57	Niemcy	Utworzenie Funduszu Stabilizacji Rynku Finansowego oraz inne środki w zakresie zapewnienia stabilizacji finansowej
CON/2008/58	Włochy	Akty prawne gwarantujące stabilizację systemu bankowego
CON/2008/59	Szwecja	Środki stabilizacji sektora finansowego
CON/2008/60	Hiszpania	Działalność funduszu do spraw nabywania aktywów finansowych
CON/2008/61	Belgia	Ochrona depozytów oraz niektórych ubezpieczeń na życie
CON/2008/62	Szwecja	Udzielanie gwarancji państwa bankom i firmom działającym na rynku kredytowym
CON/2008/64	Belgia	Zarządzanie danymi dotyczącymi emitentów w kontekście dematerializacji emitowanych przez nich papierów wartościowych
CON/2008/65	Włochy	Środki wdrażające gwarancje stabilności systemu kredytowego
CON/2008/66	Litwa	Zmiany wymogów w zakresie rezerwy minimalnej
CON/2008/67	Hiszpania	Wymogi dotyczące udzielania gwarancji państwa
CON/2008/68	Finlandia	Środki zapewniające stabilizację finansową w odniesieniu do rządowego funduszu gwarancyjnego
CON/2008/69	Irlandia	Rozszerzenie zakresu działania systemu gwarantowania depozytów

Numer <sup>2</sup>	Wnioskodawca	Temat
CON/2008/71	Bułgaria	Utworzenie rejestru instytucji finansowych prowadzonego przez Българска народна банка (bank centralny Bułgarii)
CON/2008/72	Rumunia	Wykorzystanie rezerw walutowych na cele związane z turystyką
CON/2008/73	Bułgaria	Zmiany w ustawie o Българска народна банка (banku centralnym Bułgarii) w ramach przygotowań do wprowadzenia waluty euro
CON/2008/74	Belgia	Gwarancje państwa udzielane w celu uniknięcia odpływu płynności
CON/2008/75	Finlandia	Państwowe inwestycje kapitałowe w banki depozytowe
CON/2008/76	Słowenia	Gwarancje państwowe oraz inne środki gwarantujące zachowanie stabilności systemu finansowego
CON/2008/78	Bułgaria	Rola Българска народна банка (banku centralnego Bułgarii) w zakresie instytucji płatniczych i operatorów systemów płatniczych oraz nadzoru nad systemami płatniczymi i rozliczeniowymi
CON/2008/79	Grecja	Środki zwiększające płynność w gospodarce
CON/2008/80	Polska	Udzielanie przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym
CON/2008/81	Węgry	Środki wzmacniające system pośrednictwa finansowego w celu utrzymania stabilności finansowej
CON/2008/82	Hiszpania	Wpłata zysku z działalności Banco de España do budżetu państwa
CON/2008/83	Węgry	Dostosowanie ustawy o Magyar Nemzeti Bank (banku centralnym Węgier) do prawa wspólnotowego
CON/2008/85	Francja	Zmiana ram prawnych dotyczących instrumentów finansowych
CON/2008/86	Słowacja	Obrót pieniądzem gotówkowym
CON/2008/87	Hiszpania	Zmiany w ustawie o systemach płatniczych i rozrachunku papierów wartościowych

Numer <sup>2</sup>	Wnioskodawca	Temat
CON/2008/88	Słowenia	Kryteria i warunki udzielania gwarancji Skarbu Państwa
CON/2008/89	Łotwa	Instrumenty polityki pieniężnej
CON/2008/90	Węgry	Przetwarzanie i dystrybucja banknotów i monet oraz techniczne środki zapobiegania fałszerstwom
CON/2008/91	Belgia	Stosowanie do Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique ograniczeń dotyczących odpraw wypłacanych prezesom spółek notowanych na giełdzie
CON/2008/92	Słowenia	Kryteria i warunki udzielania pożyczek przez Skarb Państwa
CON/2009/2	Łotwa	Gwarancja państwa w odniesieniu do pożyczek bankowych
CON/2009/3	Słowenia	Warunki inwestycji kapitałowych państwa oraz konwersji długu na kapitał zakładowy na podstawie przepisów ustawy o finansach publicznych
CON/2009/4	Belgia	Zmiany zasad dotyczących podziału dochodów Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique oraz przeznaczenia zysku z jego działalności na rzecz państwa belgijskiego
CON/2009/5	Austria	Pokrycie przez Oesterreichische Nationalbank proponowanego podwyższenia składki Austrii w MFW
CON/2009/6	Dania	Rozszerzenie pakietu stabilności finansowej gwarantującego pełne pokrycie roszczeń depozytariuszy oraz zwykłych wierzycieli oraz inwestycje kapitałowe państwa w instytucje kredytowe
CON/2009/7	Luksemburg	Udział Banque centrale du Luxembourg w zbieraniu określonych danych statystycznych
CON/2009/8	Szwecja	Monety o najmniejszym nominale, które tracą status prawnego środka płatniczego, oraz zmiany zasad dotyczących zaokrąglania
CON/2009/9	Węgry	Regulamin centralnego depozytu papierów wartościowych, izby rozliczeniowej oraz partnera centralnego

Numer <sup>2</sup>	Wnioskodawca	Temat
CON/2009/10	Łotwa	System gwarantowania depozytów oraz rola organu nadzoru w postępowaniu upadłościowym
CON/2009/11	Łotwa	Wypłaty dokonywane przez skarb państwa w kontekście nabywania udziałów w bankach
CON/2009/12	Cypr	Warunki udzielania pożyczek i gwarancji państwowych w sytuacjach nadzwyczajnych
CON/2009/13	Bułgaria	Dodatkowe kryteria kwalifikacji członków zarządu Българска народна банка (banku centralnego Bułgarii) oraz zasady przedkładania informacji w tym zakresie
CON/2009/15	Irlandia	Środki wsparcia finansowego związane z wynagrodzeniem funkcjonariuszy publicznych
CON/2009/16	Irlandia	Przepisy zezwalające Ministrowi Finansów na polecenie Narodowemu Funduszowi Rezerwy Emerytalnej dokonywania inwestycji w instytucje finansowe jako części rekapitalizacji banków

**b) Opinie wydane przez EBC na wniosek instytucji europejskiej<sup>3</sup>**

<b>Numer<sup>4</sup></b>	<b>Wnioskodawca</b>	<b>Temat</b>	<b>Odesłanie do Dz.U.</b>
CON/2008/12	Rada UE	Statystyka Wspólnoty w zakresie handlu zagranicznego z państwami trzecimi	Dz.U. C 70 z 15.3.2008, s. 1
CON/2008/15	Rada UE	Ujednolicenie rozporządzenia Rady o stosowaniu Protokołu w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu	Dz.U. C 88 z 9.4.2008, s. 1
CON/2008/19	Rada UE	Wprowadzenie procedury regulacyjnej połączonej z kontrolą w odniesieniu do pewnych instrumentów statystycznych	Dz.U. C 117 z 14.5.2008, s. 1
CON/2008/22	Komisja Europejska	Wdrażanie rozporządzenia w sprawie statystyk w zakresie wolnych miejsc pracy we Wspólnocie w odniesieniu do procedur korekt sezonowych, sprawozdań o jakości, gromadzenia danych, specyfikacji dotyczących przekazywania danych oraz analiz wykonalności	Dz.U. C 134 z 31.5.2008, s. 10
CON/2008/28	Rada UE	Wprowadzenie euro na Słowacji i kurs wymiany koron słowackich na euro	Dz.U. C 180 z 17.7.2008, s. 1
CON/2008/37	Rada UE	Zmiany w dyrektywie w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych oraz w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych w odniesieniu do systemów powiązanych i wiarytelności kredytowych	Dz.U. C 216 z 23.8.2008, s. 1
CON/2008/45	Rada UE	Medale i żetony podobne do monet euro	Dz.U. C 283 z 7.11.2008, s. 1
CON/2008/63	Komisja Europejska	Nowa decyzja w sprawie Komitetu Europejskich Organów Nadzoru Bankowego	Dz.U. C 45 z 24.2.2009, s. 1
CON/2008/70	Rada UE	Zmiany w dyrektywie w sprawie systemów gwarancji depozytów w odniesieniu do wysokości pokrycia oraz terminu spłaty	Dz.U. C 314 z 9.12.2008, s. 1

<sup>3</sup> Dostępne w serwisie internetowym EBC.



Numer <sup>4</sup>	Wnioskodawca	Temat	Odesłanie do Dz.U.
CON/2008/77	Rada UE	Projekt rozporządzenia Rady ustanawiającego instrument średnioterminowej pomocy finansowej dla bilansów płatniczych państw członkowskich	Dz.U. C 328 z 23.12.2008, s. 1
CON/2008/84	Rada UE	Dyrektywa w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ostrożnościowego nad ich działalnością	Dz.U. C 30 z 6.2.2009, s. 1
CON/2009/1	Rada UE	Nowe rozporządzenie w sprawie płatności transgranicznych we Wspólnocie	Dz.U. C 21 z 28.1.2009, s. 1
CON/2009/14	Komisja Europejska	Normy dotyczące traktowania produktów sezonowych w zharmonizowanych wskaźnikach cen konsumpcyjnych	Dotychczas nieopublikowane

4 Opinie numeruje się w kolejności przyjęcia przez Radę Prezesów.

# DZIAŁANIA EUROSISTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYMI<sup>1</sup>

## 11 STYCZNIA I 8 LUTEGO 2007 R.

Rada Prezesów postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,50%, 4,50% i 2,50%.

## 8 MARCA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do 3,75%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 14 marca 2007 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 4,75% i 2,75%), z mocą obowiązującą od dnia 14 marca 2007 r.

## 12 KWIETNIA I 10 MAJA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,75%, 4,75% i 2,75%.

## 6 CZERWCA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do 4%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 13 czerwca 2007 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno dla kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i dla depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 5% i 3%), z mocą obowiązującą od dnia 13 czerwca 2007 r.

## 5 LIPCA, 2 SIERPNI, 6 WRZEŚNIA, 4 PAŹDZIERNIKA, 8 LISTOPADA, 6 GRUDNIA 2007 R. ORAZ 10 STYCZNIA, 7 LUTEGO, 6 MARCA, 10 KWIETNIA, 8 MAJA I 5 CZERWCA 2008 R.

Rada Prezesów postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 4%, 5% i 3%.

## 3 LIPCA 2008 R.

Rada Prezesów postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do 4,25%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona 9 lipca 2008 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno dla kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i dla depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 5,25% i 3,25%), z mocą obowiązującą od dnia 9 lipca 2008 r.

## 7 SIERPNI, 4 WRZEŚNIA I 2 PAŹDZIERNIKA 2008 R.

Rada Prezesów postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 4,25%, 5,25% i 3,25%.

## 8 PAŹDZIERNIKA 2008 R.

Rada Prezesów EBC postanawia obniżyć minimalną stopę procentową dla podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych,

<sup>1</sup> Chronologiczne ujęcie Eurosystemu w zakresie polityki pieniężnej, podjętych w latach 1999-2005 można znaleźć w odpowiednich wydaniach "Raportu Roczne" z tych lat.

tn. do 3,75% począwszy od operacji, które będą rozliczone 15 października 2008 r. Ponadto Rada postanawia obniżyć o 50 punktów bazowych stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia, odpowiednio do 4,75% i 2,75% z natychmiastową mocą obowiązywania. Poza tym Rada Prezesów Rada postanawia, że począwszy od operacji, która ma być rozliczona 15 października, cotygodniowe podstawowe operacje refinansujące będą prowadzone w formie przetargu kwotowego (o stałej stopie procentowej) z pełną kwotą przydziału środków przy stopie procentowej oferowanej dla podstawowych operacji refinansujących. Oprócz tego z dniem 9 października 2008 r. EBC zmniejszy korytarz oprocentowania operacji kredytowo-depozytowych przeprowadzanych z bankiem centralnym z 200 punktów bazowych do 100 punktów bazowych wokół stopy procentowej dla podstawowej operacji refinansującej. Te dwa kryteria będą obowiązywały tak długo, jak będzie to konieczne, a co najmniej do końca pierwszego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w 2009 r., tzn. 20 stycznia.

#### **15 PAŹDZIERNIKA 2008 R.**

Rada Prezesów EBC postanawia dalej rozszerzyć zakres zabezpieczenia i zwiększyć podaż płynności. Aby to osiągnąć, Rada postanawia: 1) rozszerzyć listę aktywów kwalifikowanych jako zabezpieczenie operacji kredytowych w Eurosystemie, przy czym rozszerzenie to będzie obowiązywało do końca 2009 r., 2) zwiększyć podaż długoterminowych instrumentów refinansujących, z terminem obowiązywania od 30 października 2008 r. do końca pierwszego kwartału 2009 r. oraz 3) zapewnić płynność w dolarach amerykańskich za pomocą swapów walutowych.

#### **6 LISTOPADA 2008 R.**

Rada Prezesów postanawia obniżyć oprocentowanie podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych do 3,25%, począwszy od operacji, które mają być rozliczone 12 listopada

2008 r. Ponadto Rada postanawia obniżyć o 50 punktów bazowych stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia, do wysokości odpowiednio 3,75 i 2,75, z mocą obowiązującą od 12 listopada 2008 r.

#### **4 GRUDNIA 2008 R.**

Rada Prezesów EBC postanawia obniżyć minimalną stopę procentową dla podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 75 punktów bazowych do 2,5% począwszy od operacji, które będą rozliczone 10 grudnia 2008 r. Ponadto Rada postanawia zmniejszyć o 25 punktów bazowych stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia, odpowiednio do 3% i 2% z mocą obowiązującą od 10 grudnia 2008 r.

#### **18 GRUDNIA 2008 R.**

Rada Prezesów Rada postanawia, że podstawowe operacje refinansujące w formie przetargu o stałej stopie procentowej z pełną kwotą przydziału prowadzone będą również po zakończeniu okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej przypadającego na 20 stycznia 2009 r. Działanie to będzie kontynuowane tak długo, jak będzie istniała taka potrzeba, co najmniej do ostatniego przydziału w trzecim okresie utrzymania w 2009 r. przypadającym na 31 marca. Ponadto począwszy od 21 stycznia 2009 r. korytarz oprocentowania operacji depozytowo-kredytowych przeprowadzanych z bankiem centralnym, który 9 października 2008 r. obniżony został o 100 punktów bazowych wokół stopy procentowej dla podstawowej operacji refinansującej, zostanie ponownie poszerzony symetrycznie do 200 punktów bazowych.

#### **15 STYCZNIA 2009 R.**

Rada Prezesów EBC postanawia obniżyć stałą stopę procentową podstawowych operacji refi-

nansujących o 50 punktów bazowych do 2,00%, począwszy od operacji, które będą rozliczone 21 stycznia 2009 r. Ponadto Rada postanawia, że stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia wynosić będą odpowiednio 3% i 1% począwszy od 21 stycznia 2009 r. zgodnie z decyzją z 18 grudnia 2008 r.

#### **5 LUTEGO 2009 R.**

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopy procentowe podstawowych operacji refinansujących oraz stopy procentowe kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną na niezmienionym poziomie i wynosić będą odpowiednio 2%, 3% i 1%.

#### **5 MARCA 2009 R.**

Rada Prezesów EBC postanawia obniżyć stałe oprocentowanie podstawowych operacji refinansujących o 50 punktów bazowych do 1,50%, począwszy od operacji, które będą rozliczone 11 marca 2009 r. Oprócz tego Rada postanawia, że począwszy od 11 marca 2009 r. stopy procentowe kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia wynosić będą odpowiednio 2,50% i 0,5%.

Ponadto Rada Prezesów EBC postanawia utrzymać procedurę przetargów o stałej stopie procentowej z pełną kwotą przydziału w odniesieniu do wszystkich podstawowych operacji refinansujących, specjalnych operacji refinansujących oraz dodatkowych i regularnych dłuższych operacji refinansujących tak długo, jak będzie istniała taka potrzeba, dłużej jednak niż do końca 2009 r. Oprócz tego Rada Prezesów postanawia utrzymać obecny schemat częstotliwości i terminów zapadalności dodatkowych dłuższych operacji refinansujących oraz specjalnych operacji refinansujących tak długo, jak będzie istniała taka potrzeba, dłużej jednak niż do końca 2009 r.

# PRZEGLĄD KOMUNIKATÓW EBC DOTYCZĄCYCH ZAPEWNIENIA PŁYNNOŚCI W EURO <sup>1</sup>

**14 STYCZNIA 2008 R.**

## **PODSTAWOWE OPERACJE REFINANSUJĄCE**

Europejski Bank Centralny (EBC) nadal uważnie monitoruje warunki w zakresie płynności i dąży do utrzymania stóp najkrótszych stóp procentowych na poziomie zbliżonym do minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących. Tak długo, jak będzie to potrzebne, EBC będzie przydzielał więcej płynności od kwoty referencyjnej w ramach podstawowych operacji refinansujących, aby zaspokoić zapotrzebowanie kontrahentów w celu wypełnienia wymogów rezerwy obowiązkowej w początkowym okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Europejski Bank Centralny dąży do zrównoważonej sytuacji w zakresie płynności na koniec okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

**7 LUTEGO 2008 R.**

## **DODATKOWE DŁUŻSZE OPERACJE REFINANSUJĄCE**

Rada Prezesów podjęła dzisiaj decyzję o odnowieniu dwóch dodatkowych dłuższych operacji refinansujących, przydzielonych 23 listopada 2007 r. (60 mld euro) i 12 grudnia 2007 r. (60 mld euro), z terminem zapadalności przypadającym odpowiednio 21 lutego 2008 r. i 13 marca 2008 r. Odnowienie tych dwóch dodatkowych dłuższych operacji refinansujących ma na celu dalszą konsolidację postępów osiągniętych do tej pory w zakresie normalizacji funkcjonowania rynku pieniężnego euro. Zostanie ono przeprowadzone w następujący sposób i nie będzie miało wpływu na zwykłe dłuższe operacje refinansujące: dwie dodatkowe dłuższe operacje refinansujące zostaną przeprowadzone w ramach przetargów o zmiennej stopie procentowej na ustaloną wcześniej kwotę 60 mld euro każdy. Pierwsza operacja zostanie rozliczona 21 lutego 2008 r., z terminem zapadalności wyznaczonym na 22 maja 2008 r. Druga operacja zostanie rozliczona 13 marca 2008 r., a jej termin zapadalności przypadnie 12 czerwca 2008 r. Obie dodatkowe dłuższe operacje refinansujące zostaną przeprowadzone z wykorzystaniem standardowej procedury przetargowej,

gdzie ogłoszenie i przydział mają miejsce odpowiednio na dwa dni i dzień przed rozliczeniem.

**28 MARCA 2008 R.**

## **DODATKOWE DŁUŻSZE OPERACJE REFINANSUJĄCE**

Na posiedzeniu 27 marca 2008 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o przeprowadzeniu dodatkowych dłuższych operacji refinansujących z 6-miesięcznym terminem zapadalności. Rada Prezesów zadecydowała ponadto o przeprowadzeniu dalszych dodatkowych dłuższych operacji refinansujących z 3-miesięcznym terminem zapadalności. Zwykłe dłuższe operacje refinansujące nie uległy zmianie. Te dodatkowe dłuższe operacje refinansujące z 3- i 6-miesięcznym terminem zapadalności mają na celu wsparcie normalizacji funkcjonowania rynku pieniężnego euro. Dodatkowe operacje z 3- i 6-miesięcznymi terminami zapadalności będą przeprowadzone w następujący sposób: zostaną one przeprowadzone w ramach przetargu standardowego o zmiennej stopie procentowej z wcześniej ustalonymi kwotami. Z reguły ich termin zapadalności będzie przypadał na drugi czwartek danego miesiąca. Jedna sześciomiesięczna dodatkowa dłuższa operacja refinansująca na ustaloną kwotę 25 mld euro będzie przydzielona w środę, 2 kwietnia, rozliczona w czwartek, 3 kwietnia, a jej termin zapadalności przypadnie w czwartek, 9 października 2008 r. Kolejna sześciomiesięczna dodatkowa dłuższa operacja refinansująca na kwotę 25 mld euro zostanie przydzielona w środę, 9 lipca, rozliczona w czwartek, 10 lipca 2008 r., a jej termin zapadalności przypadnie w czwartek, 8 stycznia 2009 r. Dwie nowe 3-miesięczne dodatkowe dłuższe operacje refinansujące, z wcześniej ustalonymi kwotami w wysokości 50 mld euro każda, zastąpią dwie obecnie 3-miesięczne dodatkowe dłuższe operacje refinansujące o wartości 60 mld euro każda. Pierwsza z tych operacji zostanie przydzielona w środę, 21 maja, rozliczona w czwartek, 22 maja, a jej termin zapadalności przypadnie w czwartek,

<sup>1</sup> Przegląd komunikatów dotyczących zapewnienia płynności w walutach innych niż euro jest dostępny w serwisie internetowym EBC.

14 sierpnia 2008 r. Natomiast druga zostanie przydzielona w środę, 11 czerwca, rozliczona w czwartek, 12 czerwca, z terminem zapadalności przypadającym na czwartek, 11 września 2008 r..

### **31 LIPCA 2008 R.**

#### **DODATKOWE DŁUŻSZE OPERACJE REFINANSUJĄCE**

Rada Prezesów podjęła dzisiaj decyzję o odnowieniu dwóch 3-miesięcznych dodatkowych dłuższych operacji refinansujących przydzielonych 21 maja 2008 r. (50 mld euro) i 11 czerwca 2008 r. (50 mld euro), z terminem zapadalności odpowiednio 14 sierpnia 2008 r. i 11 września 2008 r. Odnowienie tych dwóch 3-miesięcznych dodatkowych dłuższych operacji refinansujących ma na celu dalszą konsolidację postępów osiągniętych do tej pory w zakresie normalizacji rynku pieniężnego euro. Odnowienie nie będzie miało wpływu na zwykłe dłuższe operacje refinansujące i zostanie przeprowadzone w następujący sposób: dwie dodatkowe dłuższe operacje refinansujące zostaną przeprowadzone w ramach przetargów o zmiennej stopie procentowej na ustaloną wcześniej kwotę 50 mld euro każdy. Pierwsza operacja zostanie rozliczona 14 sierpnia 2008 r. z terminem zapadalności wyznaczonym na 13 listopada 2008 r. Druga operacja zostanie rozliczona 11 września 2008 r., a jej termin zapadalności przypadnie 11 grudnia 2008 r. Obie dodatkowe dłuższe operacje refinansujące zostaną przeprowadzone z wykorzystaniem standardowej procedury przetargowej, gdzie ogłoszenie i przydział mają miejsce odpowiednio na dwa dni i dzień przed rozliczeniem.

### **4 WRZEŚNIA 2008 R.**

#### **DODATKOWE DŁUŻSZE OPERACJE REFINANSUJĄCE**

Rada Prezesów podjęła dzisiaj decyzję o odnowieniu 6-miesięcznej dodatkowej dłuższej operacji refinansującej o wartości 25 mld euro, przydzielonej 2 kwietnia, z terminem zapadalności

9 października 2008 r. Postanowiła również odnowić dwie 3-miesięczne dodatkowe dłuższe operacje refinansujące (50 mld euro) z terminami zapadalności przypadającymi odpowiednio 13 listopada i 11 grudnia 2008 r. Odnowienie tych dodatkowych dłuższych operacji refinansujących ma na celu wsparcie dalszej normalizacji rynku pieniężnego euro. Odnowienie to nie będzie miało wpływu na zwykłe dłuższe operacje refinansujące. Dodatkowe dłuższe operacje refinansujące zostaną przeprowadzone w następujący sposób: dwie dodatkowe trzymiesięczne dłuższe operacje refinansujące zostaną przeprowadzone za pomocą przetargów o zmiennej stopie procentowej na ustaloną wcześniej kwotę 50 mld euro każdy. Pierwsza operacja zostanie rozliczona 13 listopada 2008 r. z terminem zapadalności wyznaczonym na 12 lutego 2009 r. Druga operacja zostanie rozliczona 11 grudnia 2008 r., a jej termin zapadalności przypadnie na 12 marca 2009 r. Sześciomiesięczna dodatkowa dłuższa operacja refinansująca zostanie przeprowadzona z wykorzystaniem przetargu o zmiennej stopie procentowej, z ustaloną kwotą 25 mld euro. Operacja ta zostanie rozliczona 9 października 2008 r., a jej termin zapadalności przypadnie 9 kwietnia 2009 r. Jak poprzednio, w przypadku 6-miesięcznej dodatkowej dłuższej operacji refinansującej stosowana będzie maksymalna kwota oferowana w wysokości 2,5 mld euro. Dodatkowe dłuższe operacje refinansujące zostaną przeprowadzone w ramach standardowej procedury przetargowej, gdzie ogłoszenie i przydział mają miejsce odpowiednio na dwa dni i dzień przed rozliczeniem.

### **29 WRZEŚNIA 2008 R.**

#### **SPECJALNA TERMINOWA OPERACJA REFINANSUJĄCA**

Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o przeprowadzeniu specjalnej terminowej operacji refinansującej. Jej celem jest poprawa sytuacji w zakresie ogólnej płynności w systemie bankowym strefy euro. Operacja zostanie przeprowadzona w następujący sposób: zostanie ona przeprowadzona dzisiaj w ramach standardowej procedury przetargowej z wykorzysta-

niem przetargu o zmiennej stopie procentowej, bez wcześniej ustalonej kwoty. Operacja zostanie rozliczona we wtorek, 30 września 2008 r., a jej termin zapadalności przypadnie w piątek, 7 listopada 2008 r. EBC będzie nadal kontrolować sytuację płynnościową w celu zapewnienia równowagi, starając się oddziaływać w taki sposób, by utrzymać najkrótsze stopy procentowe na poziomie zbliżonym do minimalnej oferowanej stopy procentowej. Specjalna terminowa operacja refinansująca zostanie odnowiona co najmniej po zakończeniu roku.

### 3 PAŹDZIERNIKA 2008 R.

#### KOMUNIKAT OGÓLNY W SPRAWIE STRATEGII DOTYCZĄCEJ PŁYNNOŚCI

Rada Prezesów EBC podjęła decyzję, że od 6 października 2008 r. do odwołania wszystkie instytucje posiadające prawo do uczestniczenia w operacjach otwartego rynku Eurosystemu na podstawie przetargów standardowych, które spełniają dodatkowe kryteria operacyjne i inne kryteria wyboru określone przez odpowiednie krajowe banki centralne, będą również uprawnione do uczestniczenia w szybkich przetargach (ang. *quick tenders*), tzn. w procedurze przetargowej stosowanej zwykle w przypadku operacji dostrajających. Krajowe banki centralne mogą ogłosić dalsze szczegóły mające zastosowanie do instytucji utworzonych w poszczególnych państwach członkowskich, jeśli to będzie konieczne.

### 7 PAŹDZIERNIKA 2008 R.

#### UZUPEŁNIAJĄCA DŁUŻSZA OPERACJA REFINANSUJĄCA

Rada Prezesów EBC podjęła dzisiaj decyzję o zwiększeniu z 25 mld euro do 50 mld euro kwoty przydziału w ramach 6-miesięcznej dodatkowej dłuższej operacji refinansującej, która została zapowiedziana w komunikacie prasowym z 4 września 2008 r. i zostanie przydzielona 8 października 2008 r. W ramach tej operacji zostanie zastosowana maksymalna kwota oferowana w wysokości 5 mld euro.

### 8 PAŹDZIERNIKA 2008 R.<sup>2</sup>

#### KOMUNIKAT OGÓLNY W SPRAWIE STRATEGII DOTYCZĄCEJ PŁYNNOŚCI

Rada Prezesów EBC podjęła dziś, w drodze telekonferencji, decyzję o zastosowaniu następujących dwóch rozwiązań: począwszy od operacji rozliczanej 15 października, cotygodniowe podstawowe operacje refinansujące będą prowadzone w formie przetargu kwotowego (o stałej stopie procentowej) z pełnym przydziałem przy stopie procentowej oferowanej dla podstawowych operacji refinansujących, która aktualnie wynosi 3,75%. Począwszy od 9 października EBC zawęzi przedział oprocentowania swoich operacji kredytowo-depozytowych z 200 punktów bazowych do 100 punktów bazowych względem stopy podstawowej operacji refinansującej. W związku z tym, począwszy od 9 października oprocentowanie kredytu banku centralnego na koniec dnia zostanie obniżone ze 100 do 50 punktów bazowych ponad stopę podstawowej operacji refinansującej, aktualnie do 4,25%, a oprocentowanie depozytu w banku centralnym wzrośnie ze 100 do 50 punktów bazowych poniżej stopy podstawowej operacji refinansującej, aktualnie do 3,25%. Przyjęte rozwiązania będą obowiązywać tak długo, jak będzie to konieczne, a przynajmniej do zakończenia pierwszego okresu utrzymywania rezerw w 2009 r., które przypada 20 stycznia. Europejski Bank Centralny będzie nadal kontrolować sytuację płynnościową w celu zapewnienia równowagi, starając się oddziaływać w taki sposób, aby utrzymać stopy krótkoterminowe na poziomie zbliżonym do stopy podstawowej operacji refinansującej.

### 9 PAŹDZIERNIKA 2008 R.

#### OPERACJA DOSTRAJAJĄCA

Operacja ta stanowi realizację wczorajszej decyzji (zob. komunikat prasowy z 8 października), w celu zaspokojenia całości zapotrzebo-

<sup>2</sup> Lista ta nie zawiera komunikatów ogólnych w sprawie strategii dotyczącej płynności, które nie były bezpośrednio związane z jej zapewnieniem. Są one dostępne w serwisie internetowym EBC.

wania kontrahentów, tzn. pełnego przydziału, na refinansowanie według podstawowej stopy refinansującej w wysokości 3,75% w stosunku do kwalifikowanego zabezpieczenia tak długo, jak będzie to konieczne, a przynajmniej do końca pierwszego okresu utrzymywania rezerw w 2009 r., który przypada 20 stycznia.

### **15 PAŹDZIERNIKA 2008 R.**

#### **DODATKOWE DŁUŻSZE OPERACJE REFINANSUJĄCE / SPECJALNA TERMINOWA OPERACJA REFINANSUJĄCA<sup>3</sup>**

Rada Prezesów EBC podjęła dziś, w drodze telekonferencji, decyzję o zwiększeniu podaży długoterminowych instrumentów refinansujących oferowanych przez Eurosystem, począwszy od operacji rozliczanej 30 października 2008 r. do końca pierwszego kwartału 2009 r. Podaż zostanie zwiększona w następujący sposób, zgodny z tymczasowym rozszerzeniem puli zabezpieczeń:

Do marca 2009 r. wszystkie dłuższe operacje refinansujące będą prowadzone w formie przetargu o stałej stopie procentowej w pełną kwotę przydziału. Dwie 3-miesięczne dodatkowe dłuższe operacje refinansujące, z terminem zapadalności przypadającym na luty i marzec 2009 r. zostaną odnowione, ponadto w styczniu 2009 r. zostanie przeprowadzona dodatkowa 3-miesięczna operacja. Zostanie odnowiona 6-miesięczna dodatkowa dłuższa operacja refinansująca, której termin zapadalności przypada na styczeń 2009 r., ponadto cztery 6-miesięczne dodatkowe dłuższe operacje refinansujące zostaną przeprowadzone w listopadzie i w grudniu 2008 r. oraz w lutym i w marcu 2009 r., równoległe z odpowiednimi 3-miesięcznymi dodatkowymi dłuższymi operacjami refinansującymi. W rezultacie, dwie 3-miesięczne dłuższe operacje refinansujące (standardowa oraz dodatkowa) oraz jedna 6-miesięczna dłuższa operacja refinansująca będą przeprowadzane każdego miesiąca do marca 2009 r. włącznie. Ponadto, specjalna terminowa operacja refinansująca, której przydział został dokonany 29 września 2008 r., zostanie odnowiona w dniu jej zapadalności,

tzn. 7 listopada 2008 r.. Termin zapadalności tej operacji będzie równy długości okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

Europejski Bank Centralny będzie nadal kontrolować warunki w zakresie płynności w celu zapewnienia równowagi, starając się oddziaływać w taki sposób, by utrzymać stopy krótkoterminowe na poziomie zbliżonym do stopy procentowej podstawowej operacji refinansującej. W tym celu, Europejski Bank Centralny będzie także przyjmował depozyty terminowe z jednogodniowym terminem zapadalności.

### **16 PAŹDZIERNIKA 2008 R.**

#### **INNE UMOWY DOTYCZĄCE ZAPEWNIENIA PŁYNNOŚCI W EURO**

Magyar Nemzeti Bank poinformował 10 października 2008 r. o nowych operacjach otwartego rynku wspierających płynność na krajowym rynku swapów walutowych. W dniu dzisiejszym Magyar Nemzeti Bank i Europejski Bank Centralny informują o zawarciu porozumienia, którego celem jest wsparcie instrumentów Magyar Nemzeti Bank zapewniających płynność w euro. Porozumienie to dotyczy operacji z przyrzeczeniem odkupu (repo) i udzielenia Magyar Nemzeti Bank pożyczki w kwocie do 5 miliardów euro w celu dodatkowego wsparcia operacji banku. Więcej informacji o przetargach swapów walutowych Magyar Nemzeti Bank znajduje się w jego serwisie internetowym pod adresem: <http://www.mnb.hu>.

### **27 PAŹDZIERNIKA 2008 R.**

#### **INNE UMOWY DOTYCZĄCE ZAPEWNIENIA PŁYNNOŚCI W EURO**

W dniu dzisiejszym Danmarks Nationalbank informuje o działaniach, których celem jest poprawa płynności na rynkach krótkotermino-

3 Lista ta nie zawiera komunikatów o stałej stopie procentowej stosowanej w dłuższych operacjach refinansujących, dodatkowych dłuższych operacjach refinansujących i specjalnych terminowych operacjach refinansujących. Są one dostępne w serwisie internetowym EBC.



wych euro. W celu wsparcia tych działań, EBC i Danmarks Nationalbank zawarły dziś wzajemną umowę walutową (linię swap) w kwocie do 12 miliardów euro. Będzie ona obowiązywała tak długo, jak będzie to potrzebne.

#### **21 LISTOPADA 2008 R.**

##### **INNE UMOWY DOTYCZĄCE ZAPEWNIENIA PŁYNNOŚCI W EURO**

Narodowy Bank Polski (NBP) i Europejski Bank Centralny informują, że zawarły porozumienie, którego celem jest wsparcie instrumentów NBP zapewniających płynność w euro. Porozumienie zawarte 6 listopada 2008 r. dotyczy operacji z przyrzeczeniem odkupu (repo) i udzielenia NBP pożyczki w kwocie do 10 miliardów euro w celu dodatkowego wsparcia operacji NBP. Więcej informacji o operacjach Narodowego Banku Polskiego znajduje się w serwisie internetowym NBP pod adresem: <http://www.nbp.pl>.

#### **18 GRUDNIA 2008 R.**

##### **KOMUNIKAT OGÓLNY W SPRAWIE STRATEGII DOTYCZĄCEJ PŁYNNOŚCI**

W nawiązaniu do komunikatu prasowego dotyczącego zmian w procedurze przetargowej oraz w przedziale oprocentowania operacji kredytowo-depozytowych z 8 października 2008 r. Rada Prezesów EBC podjęła dziś następujące decyzje: po upływie okresu utrzymywania rezerw, kończącego się 20 stycznia 2009 r., podstawowe operacje refinansujące będą nadal prowadzone w formie przetargu kwotowego o stałej stopie procentowej z pełnym przydziałem. Rozwiązanie to będzie obowiązywać tak długo, jak będzie to konieczne, a przynajmniej do rozstrzygnięcia ostatniego przetargu w trzecim okresie utrzymywania rezerw w 2009 r., które przypada 31 marca. Z dniem 21 stycznia 2009 r. przedział oprocentowania operacji kredytowo-depozytowych, który 9 października 2008 r. zawężono do 100 punktów bazowych względem aktualnej stopy podstawowej operacji refinansującej, zostanie z powrotem rozsze-

rzony do 200 punktów bazowych. W związku z tym, począwszy od 21 stycznia oprocentowanie kredytu w anku centralnym wzrośnie z 50 o 00 punktów bazowych ponad stopę podstawowej operacji refinansującej, zaś oprocentowanie depozytu w banku centralnym obniży się z 50 o 100 unktów bazowych poniżej stopy podstawowej operacji refinansującej.

## OPERACJE OTWARTEGO RYNKU WEDŁUG WALUTY

### Operacje w EUR

Rodzaj operacji <sup>1)</sup>	Okres (dni)	Data rozliczenia	Przydzielona kwota <sup>2)</sup> (mld EUR)	Łączna kwota oferty	Krańcowa stopa procentowa (%)	Średnia ważona stopa procentowa (%)	Stala stopa procentowa	Liczba oferentów	Wskaźnik pokrycia ofert
FTO	1	2 sty. 2008	-168,6	-168,6	-	-	4,00	54	1,00
FTO	1	3 sty. 2008	-200,0	-212,6	-	-	4,00	69	1,06
MRO	5	4 sty. 2008	128,5	275,3	4,18	4,21	-	269	2,14
MRO	7	9 sty. 2008	151,5	285,4	4,20	4,22	-	301	1,87
FTO	1	15 sty. 2008	-20,0	-45,7	-	-	4,00	28	2,29
MRO	7	16 sty. 2008	190,5	242,1	4,16	4,21	-	281	1,27
MRO	7	23 sty. 2008	175,5	234,6	4,16	4,19	-	276	1,34
MRO	7	30 sty. 2008	167,5	253,3	4,18	4,20	-	264	1,51
LTRO	92	31 sty. 2008	50,0	98,2	4,21	4,33	-	151	1,96
MRO	7	6 luty 2008	161,5	223,8	4,17	4,20	-	226	1,39
FTO	1	12 luty 2008	-16,0	-29,2	-	-	4,00	22	1,82
MRO	7	13 luty 2008	187,5	223,7	4,10	4,18	-	229	1,19
MRO	7	20 luty 2008	178,0	226,7	4,10	4,15	-	262	1,27
SLTRO	91	21 luty 2008	60,0	110,5	4,15	4,26	-	105	1,84
MRO	7	27 luty 2008	183,0	233,2	4,10	4,15	-	260	1,27
LTRO	91	28 luty 2008	50,0	109,6	4,16	4,23	-	165	2,19
MRO	7	5 marz. 2008	176,5	240,5	4,11	4,14	-	264	1,36
FTO	1	11 marz. 2008	9,0	45,1	4,13	4,14	-	32	5,01
MRO	7	12 marz. 2008	209,5	260,4	4,12	4,16	-	298	1,24
SLTRO	91	13 marz. 2008	60,0	132,6	4,25	4,40	-	139	2,21
MRO	7	19 marz. 2008	202,0	295,7	4,16	4,20	-	336	1,46
FTO	5	20 marz. 2008	15,0	65,8	4,13	4,20	-	44	4,39
MRO	7	26 marz. 2008	216,0	302,5	4,23	4,28	-	301	1,40
LTRO	91	27 marz. 2008	50,0	131,3	4,44	4,53	-	190	2,63
FTO	1	31 marz. 2008	15,0	30,7	4,06	4,13	-	25	2,05
MRO	7	2 kwie. 2008	150,0	283,7	4,21	4,25	-	306	1,89
SLTRO	189	3 kwie. 2008	25,0	103,1	4,55	4,61	-	177	4,12
MRO	7	9 kwie. 2008	130,0	247,6	4,23	4,24	-	295	1,90
FTO	1	15 kwie. 2008	-14,9	-14,9	-	-	4,00	7	0,71
MRO	7	16 kwie. 2008	204,5	249,7	4,21	4,26	-	310	1,22
MRO	7	23 kwie. 2008	173,0	218,4	4,21	4,25	-	302	1,26
MRO	7	30 kwie. 2008	170,0	247,5	4,26	4,29	-	316	1,46
LTRO	90	2 maj 2008	50,0	101,2	4,67	4,75	-	177	2,02
MRO	7	7 maj 2008	150,0	229,3	4,26	4,29	-	304	1,53
FTO	1	13 maj 2008	-23,5	-32,5	-	-	4,00	29	1,38
MRO	7	14 maj 2008	191,5	208,5	4,18	4,26	-	287	1,09
MRO	7	21 maj 2008	176,5	203,1	4,15	4,22	-	326	1,15
SLTRO	84	22 maj 2008	50,0	86,6	4,50	4,68	-	138	1,73
MRO	7	28 maj 2008	170,0	224,1	4,19	4,23	-	330	1,32
LTRO	91	29 maj 2008	50,0	97,7	4,51	4,62	-	171	1,95
MRO	7	4 czer. 2008	153,0	210,1	4,17	4,22	-	336	1,37
FTO	1	10 czer. 2008	-14,0	-18,5	-	-	4,00	15	1,32
MRO	7	11 czer. 2008	191,0	202,8	4,03	4,18	-	343	1,06
SLTRO	91	12 czer. 2008	50,0	99,8	4,60	4,72	-	128	2,00
MRO	7	18 czer. 2008	188,0	224,3	4,03	4,13	-	425	1,19
MRO	7	25 czer. 2008	208,0	243,3	4,07	4,25	-	439	1,17
LTRO	91	26 czer. 2008	50,0	89,8	4,50	4,67	-	174	1,80
MRO	7	2 lip. 2008	154,5	254,7	4,10	4,15	-	433	1,65
FTO	1	8 lip. 2008	-14,6	-14,6	-	-	4,00	12	0,69
MRO	7	9 lip. 2008	175,0	263,6	4,32	4,37	-	400	1,51
SLTRO	182	10 lip. 2008	25,0	74,6	4,93	5,03	-	141	2,98
MRO	7	16 lip. 2008	155,0	265,9	4,34	4,36	-	440	1,72
MRO	7	23 lip. 2008	175,5	268,2	4,35	4,38	-	461	1,53
MRO	7	30 lip. 2008	166,0	247,4	4,38	4,42	-	430	1,49
LTRO	91	31 lip. 2008	50,0	107,7	4,70	4,76	-	189	2,15
MRO	7	6 sier. 2008	160,0	241,9	4,38	4,41	-	424	1,51

1) MRO – podstawowa operacja refinansująca, LTRO – dłuższa operacja refinansująca, SLTRO – dodatkowa dłuższa operacja refinansująca, STRO – specjalna terminowa operacja refinansująca.

2) Wartości dodatnie w przypadku operacji zasilające w płynność, wartości ujemne dla operacji absorbujących płynność.

Operacje w EUR

Rodzaj operacji <sup>1)</sup>	Okres (dni)	Data rozliczenia	Przydzielona kwota <sup>2)</sup> (mld EUR)	Łączna kwota oferty	Krańcowa stopa procentowa (%)	Średnia ważona stopa procentowa (%)	Stala stopa procentowa	Liczba oferentów	Wskaźnik pokrycia ofert
FTO	1	12 sier. 2008	-21,0	-22,6	-	-	4,25	10	1,08
MRO	7	13 sier. 2008	176,0	233,4	4,37	4,40	-	430	1,33
SLTRO	91	14 sier. 2008	50,0	78,9	4,61	4,74	-	124	1,58
MRO	7	20 sier. 2008	151,0	228,7	4,38	4,40	-	454	1,51
MRO	7	27 sier. 2008	167,0	226,5	4,39	4,42	-	424	1,36
LTRO	91	28 sier. 2008	50,0	77,2	4,60	4,74	-	191	1,54
MRO	7	3 wrze. 2008	160,0	226,3	4,39	4,41	-	411	1,41
FTO	1	9 wrze. 2008	-20,1	-20,1	-	-	4,25	17	0,63
MRO	7	10 wrze. 2008	176,5	223,3	4,39	4,41	-	422	1,27
SLTRO	91	11 wrze. 2008	50,0	69,5	4,45	4,66	-	114	1,39
FTO	1	15 wrze. 2008	30,0	90,3	4,30	4,39	-	51	3,01
FTO	1	16 wrze. 2008	70,0	102,5	4,32	4,40	-	56	1,46
MRO	7	17 wrze. 2008	150,0	328,7	4,53	4,58	-	533	2,19
FTO	1	18 wrze. 2008	25,0	49,3	4,30	4,39	-	43	1,97
MRO	7	24 wrze. 2008	180,0	334,0	4,73	4,78	-	506	1,86
FTO	1	24 wrze. 2008	40,0	50,3	4,25	4,35	-	36	1,26
LTRO	84	25 wrze. 2008	50,0	154,6	4,98	5,11	-	246	3,09
STRO	38	30 wrze. 2008	120,0	141,7	4,36	4,88	-	210	1,18
MRO	7	1 paź. 2008	190,0	228,0	4,65	4,96	-	419	1,20
FTO	1	1 paź. 2008	-173,0	-173,0	-	-	4,25	52	1,00
FTO	1	2 paź. 2008	-200,0	-216,1	-	-	4,25	65	1,08
FTO	3	3 paź. 2008	-193,8	-193,8	-	-	4,25	54	1,00
FTO	1	6 paź. 2008	-171,9	-171,9	-	-	4,25	111	1,00
FTO	1	7 paź. 2008	-147,5	-147,5	-	-	4,25	97	1,00
MRO	7	8 paź. 2008	250,0	271,3	4,70	4,99	-	436	1,09
SLTRO	182	9 paź. 2008	50,0	113,8	5,36	5,57	-	181	2,28
FTO	6	9 paź. 2008	24,7	24,7	-	-	3,75	99	1,00
MRO	7	15 paź. 2008	310,4	310,4	-	-	3,75	604	1,00
MRO	7	22 paź. 2008	305,4	305,4	-	-	3,75	703	1,00
MRO	7	29 paź. 2008	325,1	325,1	-	-	3,75	736	1,00
LTRO	91	30 paź. 2008	103,1	103,1	-	-	3,75	223	1,00
MRO	7	5 list. 2008	312,0	312,0	-	-	3,75	756	1,00
STRO	33	7 list. 2008	20,4	20,4	-	-	3,75	55	1,00
FTO	1	11 list. 2008	-79,9	-149,7	3,60	3,51	-	117	1,87
MRO	7	12 list. 2008	334,4	334,4	-	-	3,25	848	1,00
SLTRO	91	13 list. 2008	66,8	66,8	-	-	3,25	139	1,00
SLTRO	182	13 list. 2008	41,6	41,6	-	-	3,25	127	1,00
MRO	7	19 list. 2008	338,0	338,0	-	-	3,25	851	1,00
MRO	7	26 list. 2008	334,5	334,5	-	-	3,25	836	1,00
LTRO	91	27 list. 2008	42,2	42,2	-	-	3,25	161	1,00
MRO	7	3 gru. 2008	339,5	339,5	-	-	3,25	787	1,00
FTO	1	9 gru. 2008	-137,5	-152,7	3,05	2,94	-	95	1,11
MRO	7	10 gru. 2008	217,9	217,9	-	-	2,50	783	1,00
STRO	42	10 gru. 2008	134,9	134,9	-	-	2,50	139	1,00
SLTRO	91	11 gru. 2008	55,9	55,9	-	-	2,50	105	1,00
SLTRO	182	11 gru. 2008	38,1	38,1	-	-	2,50	96	1,00
MRO	6	17 gru. 2008	209,7	209,7	-	-	2,50	792	1,00
LTRO	98	18 gru. 2008	50,8	50,8	-	-	2,50	169	1,00
MRO	7	23 gru. 2008	223,7	223,7	-	-	2,50	640	1,00
MRO	7	30 gru. 2008	238,9	238,9	-	-	2,50	629	1,00

1) MRO – podstawowa operacja refinansująca, LTRO – dłuższa operacja refinansująca, SLTRO – dodatkowa dłuższa operacja refinansująca, STRO – specjalna terminowa operacja refinansująca.

2) Wartości dodatnie w przypadku operacji zasilające w płynność, wartości ujemne dla operacji absorbujących płynność.

Operacje w dolarach amerykańskich

Rodzaj transakcji <sup>1)</sup>	Data rozliczenia	Okres (dni)	Przydzielona kwota	Krańcowa stopa procentowa (%)	Stala stopa procentowa (%) (RT)/ Stale punkty swapowe (FX)	Łączna kwota oferty (mld USD)	Liczba oferentów	Wskaźnik pokrycia ofert
RT	17 sty. 2008	28	10,0	-	3,95	14,8	22	1,48
RT	31 sty. 2008	28	10,0	-	3,12	12,4	19	1,24
RT	27 marz. 2008	28	15,0	-	2,62	31,2	34	2,08
RT	10 kwie. 2008	28	15,0	-	2,82	30,8	32	2,05
RT	24 kwie. 2008	28	15,0	-	2,87	30,1	33	2,01
RT	8 maj 2008	28	25,0	-	2,22	39,5	31	1,58
RT	22 maj 2008	28	25,0	-	2,10	58,9	54	2,36
RT	5 czer. 2008	28	25,0	-	2,26	64,9	50	2,59
RT	19 czer. 2008	28	25,0	-	2,36	78,5	56	3,14
RT	3 lip. 2008	28	25,0	-	2,34	84,8	57	3,39
RT	17 lip. 2008	28	25,0	-	2,30	90,1	59	3,60
RT	31 lip. 2008	28	25,0	-	2,35	101,7	63	4,07
RT	14 sier. 2008	28	20,0	-	2,45	91,1	66	4,55
RT	14 sier. 2008	84	10,0	-	2,75	38,5	57	3,85
RT	28 sier. 2008	28	20,0	-	2,38	89,2	69	4,46
RT	11 wrze. 2008	28	10,0	-	2,53	43,3	53	4,33
RT	11 wrze. 2008	84	10,0	-	2,67	31,7	40	3,17
RT	18 wrze. 2008	1	40,0	4,00	-	101,7	61	2,54
RT	19 wrze. 2008	3	40,0	3,50	-	96,7	64	2,42
RT	22 wrze. 2008	1	40,0	3,25	-	82,1	48	2,05
RT	23 wrze. 2008	1	40,0	3,30	-	77,6	48	1,94
RT	24 wrze. 2008	1	40,0	2,50	-	61,7	40	1,54
RT	25 wrze. 2008	1	40,0	2,55	-	72,7	43	1,82
RT	25 wrze. 2008	28	25,0	-	3,75	110,1	71	4,40
RT	26 wrze. 2008	3	30,0	2,25	-	41,4	33	1,38
RT	26 wrze. 2008	7	35,0	4,50	-	82,5	52	2,36
RT	29 wrze. 2008	1	30,0	3,00	-	57,4	42	1,91
RT	30 wrze. 2008	1	30,7	0,50	-	30,7	32	1,00
RT	30 wrze. 2008	1	30,0	11,00	-	77,3	57	2,58
RT	10 paź. 2008	1	50,0	3,25	-	70,9	61	1,42
RT	2 paź. 2008	1	50,0	2,75	-	67,2	55	1,34
RT	3 paź. 2008	3	50,0	2,51	-	82,9	59	1,66
RT	6 paź. 2008	1	50,0	4,00	-	90,9	59	1,82
RT	7 paź. 2008	1	50,0	6,75	-	109,2	67	2,18
RT	8 paź. 2008	1	70,0	9,50	-	122,0	69	1,74
RT	9 paź. 2008	1	100,0	5,00	-	116,2	66	1,16
RT	9 paź. 2008	85	20,0	-	1,39	88,7	70	4,43
RT	10 paź. 2008	4	93,9	0,50	-	93,9	62	1,00
RT	14 paź. 2008	1	98,4	0,20	-	98,4	67	1,00
RT	15 paź. 2008	1	100,0	0,50	-	120,2	70	1,20
RT	16 paź. 2008	7	170,9	-	2,28	170,9	86	1,00
FX	23 paź. 2008	7	3,9	-	-2,45	3,9	11	1,00
RT	23 paź. 2008	7	68,0	-	2,03	68,0	61	1,00
FX	23 paź. 2008	28	22,6	-	-8,60	22,6	16	1,00
RT	23 paź. 2008	28	101,9	-	2,11	101,9	91	1,00
FX	30 paź. 2008	7	14,5	-	-3,03	14,5	16	1,00
RT	30 paź. 2008	7	92,1	-	1,91	92,1	70	1,00
FX	6 list. 2008	7	1,0	-	-3,61	1,0	5	1,00
RT	6 list. 2008	7	58,6	-	1,53	58,6	47	1,00
FX	6 list. 2008	84	0,7	-	-26,55	0,7	3	1,00
RT	6 list. 2008	84	70,8	-	1,60	70,8	67	1,00
FX	13 list. 2008	7	1,0	-	-3,22	1,0	7	1,00
RT	13 list. 2008	7	60,6	-	1,43	60,6	42	1,00
FX	20 list. 2008	8	0,9	-	-3,29	0,9	6	1,00
RT	20 list. 2008	8	72,5	-	1,48	72,5	52	1,00
FX	20 list. 2008	28	4,8	-	-9,64	4,8	4	1,00
RT	20 list. 2008	28	52,3	-	1,51	52,3	54	1,00

1) RT – transakcja odwracalna, FX – swap walutowy.

#### Operacje w dolarach amerykańskich

Rodzaj transakcji <sup>1)</sup>	Data rozliczenia	Okres (dni)	Przydzielona kwota	Krańcowa stopa procentowa (%)	Stala stopa procentowa (%) (RT)/ Stale punkty swapowe (FX)	Łączna kwota oferty (mld USD)	Liczba oferentów	Wskaźnik pokrycia ofert
FX	28 list. 2008	6	0,8	-	-2,53	0,8	6	1,00
RT	28 list. 2008	6	84,6	-	1,42	84,6	60	1,00
FX	4 gru. 2008	7	0,8	-	-2,28	0,8	6	1,00
RT	4 gru. 2008	7	75,1	-	1,47	75,1	50	1,00
FX	4 gru. 2008	84	1,5	-	-13,03	1,5	3	1,00
RT	4 gru. 2008	84	67,5	-	1,42	67,5	53	1,00
FX	11 gru. 2008	7	0,8	-	-1,75	0,8	6	1,00
RT	11 gru. 2008	7	57,4	-	1,24	57,4	39	1,00
FX	18 gru. 2008	5	5,1	-	-1,30	5,1	7	1,00
RT	18 gru. 2008	5	41,6	-	1,18	41,6	36	1,00
FX	18 gru. 2008	28	0,1	-	-6,00	0,1	1	1,00
RT	18 gru. 2008	28	47,6	-	1,28	47,6	47	1,00
FX	23 gru. 2008	16	5,4	-	-4,07	5,4	7	1,00
RT	23 gru. 2008	16	52,3	-	1,16	52,3	46	1,00
FX	30 gru. 2008	83	0,1	-	-8,30	0,1	2	1,00
RT	30 gru. 2008	83	10,8	-	1,20	10,8	30	1,00

1) RT – transakcja odwracalna, FX – swap walutowy.

#### Operacje we frankach szwajcarskich

Rodzaj transakcji <sup>1)</sup>	Data rozliczenia	Okres (dni)	Przydzielona kwota (mld EUR)	Krańcowa stopa procentowa (%)	Stale punkty swapowe	Łączna kwota oferty (mld EUR)	Liczba oferentów	Wskaźnik pokrycia ofert
FX	22 paź. 2008	7	15,3	-	-6,36	15,3	50	1,00
FX	29 paź. 2008	7	13,6	-	-6,04	13,6	33	1,00
FX	5 list. 2008	7	15,0	-	-6,84	15,0	36	1,00
FX	7 list. 2008	84	0,9	-	-60,22	0,9	6	1,00
FX	12 list. 2008	7	10,6	-	-6,97	10,6	35	1,00
FX	19 list. 2008	7	12,5	-	-6,95	12,5	38	1,00
FX	21 list. 2008	84	0,5	-	-65,17	0,5	7	1,00
FX	26 list. 2008	7	13,7	-	-8,23	13,7	37	1,00
FX	3 gru. 2008	7	13,9	-	-8,23	13,9	36	1,00
FX	5 gru. 2008	84	0,5	-	-84,15	0,5	6	1,00
FX	10 gru. 2008	7	12,8	-	-6,19	12,8	29	1,00
FX	17 gru. 2008	6	9,7	-	-5,49	9,7	28	1,00
FX	19 gru. 2008	84	0,7	-	-70,63	0,7	6	1,00
FX	23 gru. 2008	7	11,6	-	-6,25	11,6	29	1,00
FX	30 gru. 2008	8	15,8	-	-6,97	15,8	36	1,00

1) FX - swap walutowy.

## **DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY OD 2008 R.**

Poniżej znajduje się lista wybranych dokumentów opublikowanych przez Europejski Bank Centralny od stycznia 2008 r. Lista dokumentów roboczych obejmuje jedynie publikacje z okresu od grudnia 2008 r. do lutego 2009 r. Jeśli nie wskazano inaczej, wersje papierowe publikacji można otrzymać nieodpłatnie, do wyczerpania nakładu, zgłaszając chęć złożenia jednorazowego zamówienia lub dokonania subskrypcji na adres [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Pełna lista dokumentów opublikowanych przez Europejski Bank Centralny i Europejski Instytut Walutowy dostępna jest w serwisie internetowym EBC (<http://www.ecb.europa.eu>).

### **RAPORT ROCZNY**

„Raport Roczny 2007”, kwiecień 2008.

### **RAPORT O KONWERCENCJI**

„Raport o konwergencji”, maj 2008.

### **BIULETYN MIESIĘCZNY – WYDANIE SPECJALNE**

„10. rocznica EBC 1998–2008”, maj 2008.

### **ARTYKUŁY Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO**

„Productivity developments and monetary policy”, styczeń 2008.

„Globalisation, trade and the euro area macroeconomy”, styczeń 2008.

„The Eurosystem’s experience with forecasting autonomous factors and excess reserves”, styczeń 2008.

„The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, luty 2008.

„Securitisation in the euro area”, luty 2008.

„The new euro area yield curves”, luty 2008.

„Business investment in the euro area and the role of firms’ financial positions”, kwiecień 2008.

„Short-term forecasts of economic activity in the euro area”, kwiecień 2008.

„Developments in the EU arrangements for financial stability”, kwiecień 2008.

„Price stability and growth”, maj 2008.

„The Eurosystem’s open market operations during the recent period of financial market volatility”, maj 2008.

„One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU”, lipiec 2008.

„Euro area trade in services: some key stylised facts”, lipiec 2008.

„The Eurosystem as a provider of technical assistance to EU neighbouring regions”, lipiec 2008.

„The external dimension of monetary analysis”, sierpień 2008.

„The role of banks in the monetary policy transmission mechanism”, sierpień 2008.

„Ten years of the Stability and Growth Pact”, październik 2008.

„Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors”, październik 2008.

„Monitoring labour cost developments across euro area countries”, listopad 2008.

„Valuing stock markets and the equity risk premium”, listopad 2008.

„Ten years of TARGET and the launch of TARGET2”, listopad 2008.

„Housing wealth and private consumption in the euro area”, styczeń 2009.

„Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets”, styczeń 2009.

- „New survey evidence on wage setting in Europe”, luty 2009.  
„Assessing global trends in protectionism”, luty 2009.

### **KIESZONKOWY MIESIĘCZNIK STATYSTYCZNY**

Dostępny od sierpnia 2003 r.

### **PRAWNE DOKUMENTY ROBOCZE**

- 6 „The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law” S. Kerjean, czerwiec 2008.  
7 „Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects” P. Athanassiou i N. Mas-Guix, lipiec 2008.

### **DOKUMENTY OKOLICZNOŚCIOWE**

- 78 „A framework for assessing global imbalances” T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora i R. Straub, styczeń 2008.  
79 „The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues” P. Moutot, A. Jung i F. P. Mongelli, styczeń 2008.  
80 „China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?” M. Bussière i A. Mehl, styczeń 2008.  
81 „Measuring financial integration in new EU Member States” M. Baltzer, L. Cappiello, R.A. De Santis i S. Manganelli, marzec 2008.  
82 „The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation” L. Cappiello i G. Ferrucci, marzec 2008.  
83 „The predictability of monetary policy” T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch i J. Turunen, marzec 2008.  
84 „Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise” G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk i C. Van Nieuwenhuyze, maj 2008.  
85 „Benchmarking the Lisbon strategy” D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca i W. Coussens, czerwiec 2008.  
86 „Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach” M.M. Borys, É.K. Polgár i A. Zlate, czerwiec 2008.  
87 „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges” Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, czerwiec 2008.  
88 „Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia” S. Herrmann i A. Winkler, czerwiec 2008.  
89 „An analysis of youth unemployment in the euro area” R. Gomez-Salvador i N. Leiner-Killinger, czerwiec 2008.  
90 „Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts” M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi i N. Vidalis, lipiec 2008.  
91 „The impact of sovereign wealth funds on global financial markets” R. Beck i M. Fidora, lipiec 2008.  
92 „The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy” M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf i D. Peschel, lipiec 2008.

- 93 „Russia, EU enlargement and the euro” Z. Polański i Winkler, sierpień 2008.
- 94 „The changing role of the exchange rate in a globalised economy” F. di Mauro, R. Ruffer i I. Bunda, wrzesień 2008.
- 95 „Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems” International Relations Committee expert group on financial stability challenges in candidate countries, wrzesień 2008.
- 96 „The monetary presentation of the euro area balance of payments” L. Bê Duc, F. Mayerlen i P. Sola, wrzesień 2008.
- 97 „Globalisation and the competitiveness of the euro area” F. di Mauro i K. Forster, wrzesień 2008.
- 98 „Will oil prices decline over the long run?” R. Kaufmann, P. Karadeloglou i F. di Mauro, październik 2008.
- 99 „The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches” A.M. Agresti, P. Baudino i P. Poloni, listopad 2008.
- 100 „Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use” Eurosystem Household Finance and Consumption Network, styczeń 2009.

#### **BIULETYN NAUKOWY**

„Research Bulletin”, nr 7, czerwiec 2008.

#### **DOKUMENTY ROBOCZE**

- 973 „Do China and oil exporters influence major currency configurations?” M. Fratzscher i A. Mehl, grudzień 2008.
- 974 „Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the United States and Japan” P. Du Caju, E. Gautier, D. Momferatou i M. Ward-Warmedinger, grudzień 2008.
- 975 „Early estimates of euro area real GDP growth: a bottom-up approach from the production side” E. Hahn i F. Skudelny, grudzień 2008.
- 976 „The term structure of interest rates across frequencies” K. Assenmacher-Wesche i S. Gerlach, grudzień 2008.
- 977 „Predictions of short-term rates and the expectations hypothesis of the term structure of interest rates” M. Guidolin i D.L. Thornton, grudzień 2008.
- 978 „Measuring monetary policy expectations from financial market instruments” M. Joyce, J. Relleen i S. Sorensen, grudzień 2008.
- 979 „Futures contract rates as monetary policy forecasts” G. Ferrero and A. Nobili, grudzień 2008.
- 980 „Extracting market expectations from yield curves augmented by money market interest rates: the case of Japan” T. Nagano i N. Baba, grudzień 2008.
- 981 „Why the effective price for money exceeds the policy rate in the ECB tenders?” T. Välimäki, grudzień 2008.
- 982 „Modelling short-term interest rate spreads in the euro money market” N. Cassola i C. Morana, grudzień 2008.
- 983 „What explains the spread between the euro overnight rate and the ECB’s policy rate?” T. Linzert i S. Schmidt, grudzień 2008.
- 984 „The daily and policy-relevant liquidity effects” D.L. Thornton, grudzień 2008.
- 985 „Portuguese banks in the euro area market for daily funds” L. Farinha i V. Gaspar, grudzień 2008.
- 986 „The topology of the federal funds market” M.L. Bech i E. Atalay, grudzień 2008.



- 987 „Probability of informed trading on the euro overnight market rate: an update”  
J. Idier i S. Nardelli, grudzień 2008.
- 988 „The interday and intraday patterns of the overnight market: evidence from  
an electronic platform” R. Beaupain i A. Durré, grudzień 2008.
- 989 „Modelling loans to non-financial corporations in the euro area” C. Kok Sørensen,  
D. Marqués Ibáñez i C. Rossi, styczeń 2009.
- 990 „Fiscal policy, housing and stock prices” A. Afonso i R.M. Sousa, styczeń 2009.
- 991 „The macroeconomic effects of fiscal policy” A. Afonso i R.M. Sousa, styczeń 2009.
- 992 „FDI and productivity convergence in central and eastern Europe:  
an industry-level investigation” M. Bijsterbosch i M. Kolasa, styczeń 2009.
- 993 „Has emerging Asia decoupled? An analysis of production and trade linkages using  
the Asian international input-output table” G. Pula i T.A. Peltonen, styczeń 2009.
- 994 „Fiscal sustainability and policy implications for the euro area” F. Balassone,  
J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer i P. Tommasino, styczeń 2009.
- 995 „Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?”  
M. Ca’ Zorzi, A. Chudik i A. Dieppe, styczeń 2009.
- 996 „What drives euro area break-even inflation rates?” M. Ciccarelli i J.A. García,  
styczeń 2009.
- 997 „Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations”  
C. Coluzzi, A. Ferrando i C. Martinez-Carrascal, styczeń 2009.
- 998 „Infinite-dimensional VARs and factor models” A. Chudik i M.H. Pesaran, styczeń 2009.
- 999 „Risk-adjusted forecasts of oil prices” P. Pagano i M. Pisani, styczeń 2009.
- 1000 „Wealth effects in emerging market economies” T. A. Peltonen, R.M. Sousa  
i I.S. Vansteenkiste, styczeń 2009.
- 1001 „Identifying the elasticity of substitution with biased technical change”  
M.A. León-Ledesma, P. McAdam i A. Willman, styczeń 2009.
- 1002 „Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking  
groups in reaction to macroeconomic shocks” O. Castrén, T. Fitzpatrick i M. Sydow,  
luty 2009.
- 1003 „Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and  
frequency domains” J. Messina, C. Strozzi i J. Turunen, luty 2009.
- 1004 „Characterising the inflation-targeting regime in South Korea” M. Sánchez, luty 2009.
- 1005 „Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries”  
F. Rumler i J. Scharler, luty 2009.
- 1006 „Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce  
composition, institutions, technology and competition” P. Du Caju, C. Fuss i L. Wintr,  
luty 2009.
- 1007 „Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and  
staggered wage negotiation” G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens i R. Wouters,  
luty 2009.
- 1008 „Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions” K. Nikolaou, luty 2009.
- 1009 „Optimal sticky prices under rational inattention” B. Maćkowiak i M. Wiederholt,  
luty 2009.
- 1010 „Business cycles in the euro area” D. Giannone, M. Lenza i L. Reichlin, luty 2009.
- 1011 „The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves”  
S. Eickmeier i K. Moll, luty 2009.
- 1012 „Petrodollars and imports of oil-exporting countries” R. Beck i A. Kamps, luty 2009.
- 1013 „Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect” A. Beyer, A. Haug i B. Dewald,  
luty 2009.

- 1014 „Asset prices and current account fluctuations in G7 economies” M. Fratzscher i R. Straub, luty 2009.
- 1015 „Inflation forecasting in the new EU Member States” O. Arratibel, C. Kamps i N. Leiner-Killinger, luty 2009.

### **INNE PUBLIKACJE**

- „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union”, styczeń 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Oversight framework for card payment schemes – standards”, styczeń 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006”, luty 2008.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report”, marzec 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „ECB statistics quality framework (SQF)”, kwiecień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Quality assurance procedures within the ECB statistical function”, kwiecień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „ECB statistics – an overview”, kwiecień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „TARGET Annual Report 2007”, kwiecień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Financial integration in Europe”, kwiecień 2008.
- „Financial Stability Review”, czerwiec 2008.
- „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges”, czerwiec 2008.
- „The international role of the euro”, czerwiec 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Payment systems and market infrastructure oversight report”, lipiec 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament”, lipiec 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, lipiec 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments”, lipiec 2008.
- „CCBM2 User Requirements 4.1”, lipiec 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007” wrzesień 2008.
- „New procedure for constructing ECB staff projection ranges”, wrzesień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation”, wrzesień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Euro money market survey”, wrzesień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „EU banking structures”, październik 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament”, październik 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament”, październik 2008 (tylko w wersji elektronicznej).
- „A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008”, listopad 2008.

„Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro. Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu”, listopad 2008.

„The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’ ”, listopad 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„Single Euro Payments Area – sixth progress report”, listopad 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans”, listopad 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„Government finance statistics guide”, grudzień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„Financial Stability Review”, grudzień 2008.

„Covered bonds in the EU financial system”, grudzień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model”, grudzień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations”, grudzień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt”, grudzień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures”, grudzień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„System banków centralnych korespondentów (CCBM). Procedury dla kontrahentów Eurosystemu”, grudzień 2008 (tylko w wersji elektronicznej).

„Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament”, styczeń 2009 (tylko w wersji elektronicznej).

„Euro money market study 2008”, luty 2009 (tylko w wersji elektronicznej).

„Eurosystem oversight policy framework”, luty 2009 (tylko w wersji elektronicznej).

„Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments”, luty 2009 (tylko w wersji elektronicznej).

„European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution”, luty 2009 (tylko w wersji elektronicznej).

#### **BROSZURY INFORMACYJNE**

„Europejski Bank Centralny, Eurosystem, Europejski System Banków Centralnych”, 2. wydanie, kwiecień 2008.

„Stabilność cen – dlaczego jest ważna także dla Ciebie?”, czerwiec 2008.

„A single currency – an integrated market infrastructure”, wrzesień 2008.



## SŁOWNICZEK

*Niniejszy słownik zawiera wybrane terminy użyte w Raporcie Rocznym. Bardziej szczegółowe objaśnienia wielu pojęć można znaleźć w serwisie internetowym EBC.*

**Aktywa zagraniczne netto MIF** – aktywa zagraniczne sektora **MIF strefy euro** (w tym złoto, banknoty i monety w walutach obcych, papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty niebędące rezydentami strefy euro, kredyty i pożyczki udzielone nierezydentom), pomniejszone o zobowiązania zagraniczne sektora MIF strefy euro (w tym depozyty nierezydentów strefy euro oraz ich **umowy z przyrzeczeniem odkupu** i udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach **rynku pieniężnego** oraz wyemitowane przez MIF **dłużne papiery wartościowe** z terminem zapadalności do dwóch lat łącznie).

**Analiza ekonomiczna** – jeden z filarów prowadzonej przez **Europejski Bank Centralny** kompleksowej oceny zagrożeń dla **stabilności cen**, na podstawie której **Rada Prezesów** podejmuje decyzje w zakresie polityki pieniężnej. Analiza ekonomiczna koncentruje się głównie na ocenie bieżącej sytuacji gospodarczej i finansowej oraz związanego z nią ryzyka dla stabilności cen w okresie krótkim do średniego z perspektywy współzależności między podażą i popytem na rynkach dóbr, usług i czynników produkcji. Zwraca się przy tym uwagę na rozpoznanie charakteru wstrząsów wpływających na gospodarkę, ich wpływ na koszty i ceny oraz na krótko- i średniookresowe perspektywy ich rozprzestrzeniania się w gospodarce (por. **analiza monetarna**).

**Analiza monetarna** – jeden z filarów prowadzonej przez **EBC** kompleksowej oceny zagrożeń dla **stabilności cen**, na podstawie której **Rada Prezesów** podejmuje decyzje w zakresie polityki pieniężnej. Z uwagi na ścisłą długookresową zależność między ilością pieniądza a cenami analiza monetarna pomaga w ocenie średnio- i długookresowych trendów inflacyjnych. Analiza monetarna uwzględnia różne wskaźniki pieniężne, w tym agregat **M3**, jego składniki i czynniki kreacji (zwłaszcza kredyty) oraz różne miary nadwyżki płynności (por. **analiza ekonomiczna**).

**Bilans płatniczy** – statystyczne zestawienie transakcji przeprowadzonych przez daną gospodarkę z resztą świata w pewnym okresie. Obejmuje transakcje dotyczące towarów, usług i dochodów, transakcje dotyczące należności i zobowiązań finansowych wobec reszty świata oraz transakcje zaliczane do transferów (np. umorzenie długu).

**Centralny depozyt papierów wartościowych (CDPW)** – podmiot, który a) umożliwia przetwarzanie i rozliczanie transakcji obrotu tymi papierami w formie zapisów księgowych oraz b) odgrywa aktywną rolę w zapewnianiu integralności emisji papierów wartościowych. Papiery wartościowe mogą być przechowywane w formie materialnej (zablokowane przez CDPW) lub zdematerializowanej (tylko jako zapisy elektroniczne).

**Centralny partner rozliczeniowy** – podmiot, który pośredniczy między **kontrahentami** w transakcjach przeprowadzanych na jednym lub kilku rynkach finansowych, stając się kupującym dla każdego sprzedającego i sprzedającym dla każdego kupującego.

**Depozyt w banku centralnym na koniec dnia** – jedna z **operacji kredytowo-depozytowych Eurosystemu**, w ramach której kontrahenci mogą składać w krajowym banku centralnym depozyty *overnight* oprocentowane według wcześniej ustalonej stopy (por. **podstawowe stopy procentowe EBC**).

**Długoterminowe zobowiązania finansowe sektora MIF** – depozyty z umownym terminem zapadalności powyżej dwóch lat, depozyty zwrotne za wypowiedzeniem powyżej trzech miesięcy,

**dłużne papiery wartościowe** wyemitowane przez **MIF strefy euro** z terminem pierwotnym powyżej dwóch lat, a także kapitał i fundusze rezerwowe sektora MIF strefy euro.

**Dłużne papiery wartościowe** – zobowiązanie emitenta (dłużnika), że dokona na rzecz ich posiadacza (wierzyciela) jednej lub kilku płatności w określonym terminie lub terminach. Papiery te są na ogół oprocentowane (kupon) lub sprzedawane z dyskontem w stosunku do kwoty, za którą zostaną wykupione w terminie zapadalności. Dłużne papiery wartościowe o terminie pierwotnym powyżej roku zalicza się do długoterminowych.

**Dłuższe operacje refinansujące** – regularne **operacje otwartego rynku** realizowane przez **Eurosystem** w formie **transakcji odwracalnych**. Operacje takie przeprowadza się w trybie comiesięcznych przetargów standardowych, a ich termin zapadalności wynosi zwykle trzy miesiące.

**Dochód pieniężny** – dochód osiągany przez krajowe banki centralne w wyniku realizacji funkcji **Eurosystemu** związanej z polityką pieniężną, uzyskany z aktywów wyodrębnionych zgodnie z wytycznymi przyjętymi przez **Radę Prezesów** i stanowiących równowartość banknotów w obiegu oraz zobowiązań wobec **instytucji kredytowych** z tytułu depozytów.

**Efektywny kurs euro, EER (nominalny/realny)** – średnia ważona dwustronnych kursów euro wobec walut głównych partnerów handlowych **strefy euro**. **Europejski Bank Centralny** publikuje indeksy nominalnego kursu efektywnego euro wobec walut dwóch grup partnerów handlowych: EER-21 (obejmującej 11 państw członkowskich UE spoza strefy euro i 10 głównych partnerów handlowych spoza UE) oraz EER-41 (obejmującej EER-21 i 20 innych krajów). Wagi poszczególnych walut odpowiadają udziałowi każdego z krajów-partnerów w wymianie handlowej ze strefą euro z uwzględnieniem konkurencji na rynkach trzecich. Realny kurs efektywny oblicza się wg kursu nominalnego z zastosowaniem deflatora w postaci średniej ważonej kosztów lub cen zagranicznych względem kosztów lub cen krajowych. Jest zatem miarą konkurencyjności cenowej i kosztowej.

**EONIA (Euro Overnight Index Average)** – miara efektywnej stopy procentowej w transakcjach *overnight* na rynku międzybankowym strefy euro. Obliczana jako średnia ważona stawek oprocentowania niezabezpieczonych pożyczek *overnight* w euro, na podstawie informacji uzyskiwanych od banków wchodzących w skład grupy sprawozdawczej.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)** – stopa, po której pierwszorzędny bank jest skłonny pożyczyć środki w euro innemu pierwszorzędnemu bankowi, obliczana codziennie dla depozytów międzybankowych o różnych terminach zapadalności, maksymalnie do 12 miesięcy, na podstawie informacji uzyskiwanych od banków wchodzących w skład grupy sprawozdawczej.

**Europejski Bank Centralny (EBC)** – centralna instytucja **Eurosystemu** i **Europejskiego Systemu Banków Centralnych**, posiadająca osobowość prawną na mocy **Traktatu** (art. 107 ust. 2). Odpowiada za wykonanie zadań powierzonych Eurosystemowi i ESBC, które może, zgodnie ze statutem ESBC, realizować samodzielnie lub za pośrednictwem krajowych banków centralnych. Na czele EBC stoją **Rada Prezesów** i **Zarząd** oraz trzeci organ decyzyjny – **Rada Ogólna**.

**Europejski Instytut Walutowy (EIW)** – tymczasowa instytucja ustanowiona 1 stycznia 1994 r. na początku drugiego etapu **unii gospodarczej i walutowej**. EIW rozwiązano po utworzeniu **Europejskiego Banku Centralnego** 1 czerwca 1998 r.

**Europejski System Banków Centralnych (ESBC) – Europejski Bank Centralny** i banki centralne wszystkich 27 państw członkowskich UE. Oprócz członków **Eurosystemu** obejmuje on zatem banki centralne państw członkowskich UE, które nie wprowadziły jeszcze euro. Na czele ESBC stoją **Rada Prezesów** i **Zarząd** EBC oraz trzeci organ decyzyjny EBC – **Rada Ogólna**.

**Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych 1995 (ESA 95)** – kompleksowy, zintegrowany system sprawozdań makroekonomicznych oparty na zbiorze uzgodnionych na szczeblu międzynarodowym pojęć, definicji i klasyfikacji statystycznych oraz zasad rachunkowości, którego celem jest zapewnienie jednolitego opisu ilościowego gospodarek państw członkowskich UE. ESA 95 jest wspólnotowym odpowiednikiem światowego Systemu Rachunków Narodowych 1993 (SNA 93).

**Eurosistem** – system bankowości centralnej **strefy euro**. Obejmuje **Europejski Bank Centralny** oraz banki centralne państw członkowskich UE, które wprowadziły euro.

**Instytucja kredytowa** – a) podmiot gospodarczy, którego działalność polega na przyjmowaniu od ludności depozytów lub innych środków pieniężnych podlegających zwrotowi oraz na udzielaniu kredytów na własny rachunek, b) podmiot gospodarczy lub inna osoba prawna niż zdefiniowane w punkcie a), które emitują środki płatnicze w formie pieniądza elektronicznego.

**Instytucje rządowe i samorządowe** – sektor, który zgodnie z definicją **ESA 95** obejmuje podmioty będące rezydentami, które zajmują się głównie produkcją nierynkowych towarów i usług konsumpcyjnych przeznaczonych dla odbiorców indywidualnych i zbiorowych, bądź redystrybucją dochodu i majątku narodowego. Sektor ten obejmuje instytucje rządowe szczebla centralnego, regionalnego, instytucje samorządowe oraz fundusze ubezpieczeń społecznych. Wyłączone są z niego podmioty państwowe prowadzące działalność komercyjną, np. przedsiębiorstwa państwowe.

**Instytucje rządowe szczebla centralnego** – instytucje rządowe zdefiniowane w **ESA 95** z wyłączeniem instytucji regionalnych i samorządowych (por. **instytucje rządowe i samorządowe**).

**Inwestycje bezpośrednie** – inwestycje transgraniczne, których celem jest nabycie trwałego udziału w podmiocie gospodarczym będącym rezydentem innego kraju (w praktyce chodzi o posiadanie przynajmniej 10% akcji zwykłych lub głosów). Obejmują kapitał akcyjny, zyski niepodzielone i inne rodzaje kapitału związane z działalnością wewnętrzną jednostki.

**Inwestycje portfelowe** – saldo transakcji rezydentów **strefy euro** i ich pozycji w papierach wartościowych wyemitowanych przez nierezydentów strefy euro (po stronie aktywów) oraz saldo transakcji nierezydentów strefy euro i ich pozycji w papierach wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro (po stronie pasywów). Obejmują udziałowe papiery wartościowe i **dłużne papiery wartościowe** (obligacje i bony oraz instrumenty **rynku pieniężnego**), z wyłączeniem kwot uwzględnionych w **inwestycjach bezpośrednich** i aktywach rezerwowych.

**Komitet Ekonomiczny i Finansowy** – organ doradczy Wspólnoty, który uczestniczy w przygotowywaniu prac **Rady ECOFIN** i Komisji Europejskiej. Do jego zadań należy przegląd sytuacji gospodarczej i finansowej poszczególnych państw członkowskich oraz całej Wspólnoty, a także nadzór budżetowy.

**Kontrahent** – druga strona transakcji finansowej (np. podmiot zawierający transakcję z bankiem centralnym).

**Koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw (realny)** – koszt ponoszony przez przedsiębiorstwa przy pozyskiwaniu nowych środków zewnętrznych. W przypadku przedsiębiorstwa ze strefy euro koszt ten jest obliczany jako średnia ważona kosztu kredytów bankowych, kosztu dłużnych papierów wartościowych oraz kosztu kapitału na podstawie stanu zadłużenia w każdym z tych źródeł (po korekcie z tytułu wyceny), z użyciem oczekiwań inflacyjnych jako deflatora.

**Kraje kandydujące** – kraje, których wnioski o członkostwo zostały przyjęte przez UE. 3 października 2005 r. rozpoczęto negocjacje akcesyjne z Chorwacją i Turcją; negocjacje z byłą Jugosławią – Serbią i Montenegro oraz z Republiką Macedonii jeszcze się nie rozpoczęły.

**Kredyt w banku centralnym** – jedna z operacji kredytowo-depozytowych Eurosystemu, w ramach której kontrahenci mogą uzyskać kredyt *overnight* w krajowym banku centralnym po określonej z góry stopie procentowej pod zastaw aktywów kwalifikowanych (por. podstawowe stopy procentowe EBC).

**Kredytowy instrument pochodny** – instrument finansowy, który pozwala na oddzielenie ryzyka kredytowego od transakcji bazowej, co umożliwia oddzielną wycenę i przeniesienie ryzyka kredytowego.

**Kredyty i pożyczki MIF udzielone rezydentom strefy euro** – kredyty i pożyczki udzielone przez instytucje sektora MIF rezydentom strefy euro spoza sektora MIF (w tym także instytucjom rządowym i samorządowym oraz podmiotom sektora prywatnego) oraz należące do tych instytucji papiery wartościowe (akcje, inne udziały kapitałowe oraz dłużne papiery wartościowe) wyemitowane przez rezydentów strefy euro spoza sektora MIF.

**Luka w finansowaniu przedsiębiorstw** – różnica między oszczędnościami przedsiębiorstw (w formie zysków niepodzielonych i odpisów amortyzacyjnych) oraz ich inwestycjami niefinansowymi, lub różnica między nabytymi aktywami finansowymi netto oraz zaciągniętymi zobowiązaniami netto przedsiębiorstw obliczana na podstawie rachunków finansowych. Między wynikami uzyskanymi tymi dwoma sposobami występują rozbieżności spowodowane różnicami w statystykach źródłowych.

**Ład korporacyjny** – zasady, procedury i procesy, zgodnie z którymi zarządza się i kieruje organizacją. Ład korporacyjny określa prawa i obowiązki poszczególnych grup uczestników: zarządu, kierownictwa, akcjonariuszy i innych interesariuszy, a także reguły i procedury podejmowania decyzji.

**M1** – wąski agregat pieniężny, który obejmuje pieniądź gotówkowy w obiegu oraz depozyty *overnight* w monetarnych instytucjach finansowych i instytucjach rządowych szczebla centralnego (takich jak poczta lub skarbnica państwa).

**M2** – pośredni agregat pieniężny, który obejmuje M1 oraz depozyty zwrotne za wypowiedzeniem do trzech miesięcy włącznie (czyli krótkoterminowe wkłady oszczędnościowe), a także depozyty z umownym terminem zapadalności do dwóch lat włącznie (czyli lokaty krótkoterminowe) w monetarnych instytucjach finansowych i instytucjach rządowych szczebla centralnego.

**M3** – szeroki agregat pieniężny, który obejmuje M2 oraz instrumenty rynkowe, w szczególności umowy z przyrzeczeniem odkupu, udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego, a także dłużne papiery wartościowe z terminem zapadalności do 2 lat włącznie wyemitowane przez monetarne instytucje finansowe.



**Mechanizm kursowy ERM II** – wielostronny mechanizm wyznaczający ramy współpracy pomiędzy krajami **strefy euro** i państwami członkowskimi spoza tej strefy w dziedzinie polityki kursowej. W ramach ERM II obowiązują stałe kursy centralne (z możliwością dostosowania) oraz standardowe pasmo wahań wynoszące  $\pm 15\%$ . Decyzje w sprawie kursu centralnego oraz ewentualnie zwięzienia pasma wahań zapadają w drodze porozumienia między danym państwem członkowskim, krajami strefy euro, **EBC** i pozostałymi państwami członkowskimi uczestniczącymi w ERM II. Każdy uczestnik ERM II, w tym także EBC, ma prawo do wszczęcia poufnej procedury w sprawie zmiany (korekty) kursu centralnego.

**Międzynarodowa pozycja inwestycyjna** – wartość i struktura salda niespłaconych należności i zobowiązań finansowych danej gospodarki wobec zagranicy.

**Minimalna oferowana stopa procentowa** – najniższa stopa procentowa, po której **kontrahenci** mogą składać oferty w przetargach o zmiennej stopie.

**Monetarne instytucje finansowe (MIF)** – instytucje finansowe tworzące łącznie sektor emitujący pieniądź w **strefie euro**. Zalicza się do nich **Eurosystem**, **instytucje kredytowe** będące rezydentami (zgodnie z definicją zawartą w prawie wspólnotowym) oraz wszelkie inne instytucje finansowe będące rezydentami, których działalność polega na przyjmowaniu depozytów lub bliskich substytutów depozytów od podmiotów innych niż monetarne instytucje finansowe oraz udzielaniu kredytów lub inwestowaniu w papiery wartościowe na własny rachunek (w sensie ekonomicznym). Ostatnia z wymienionych grup obejmuje przede wszystkim fundusze **rynku pieniężnego**.

**Nadwyżka operacyjna brutto** – nadwyżka (lub deficyt) wartości produkcji po odjęciu kosztów spożycia pośredniego, wynagrodzenia pracowników oraz podatków pomniejszonych o dotacje do produkcji, lecz przed uwzględnieniem płatności i wpływów związanych z wypożyczeniem/wynajęciem lub własnością aktywów finansowych i nieprodukowanych.

**Okres utrzymywania rezerw** – okres uwzględniany przy wyliczaniu, czy **instytucje kredytowe** mają wymagany poziom **rezerw obowiązkowych**. Okres ten rozpoczyna się w dniu rozliczenia pierwszej **podstawowej operacji refinansującej** po posiedzeniu **Rady Prezesów** poświęconym comiesięcznej ocenie nastawienia w polityce pieniężnej. **EBC** publikuje kalendarz okresów utrzymywania rezerw co najmniej trzy miesiące przed początkiem roku.

**Opcja** – instrument finansowy, który uprawnia posiadacza, lecz go nie zobowiązuje, do zakupu lub sprzedaży określonych aktywów (np. obligacji lub akcji) po wcześniej ustalonej cenie (cena wykonania opcji) w ustalonym wcześniej terminie (termin wykonania).

**Operacje dostrajające** – operacje otwartego rynku realizowane przez **Eurosystem** w celu przeciwdziałania nieoczekiwanym wahaniom płynności na rynku. Częstotliwość i termin zapadalności operacji dostrajających nie są znormalizowane.

**Operacje kredytowo-depozytowe** – operacje banku centralnego, z których **kontrahenci** mogą korzystać według własnego uznania. **Eurosystem** oferuje dwa rodzaje takich operacji – **kredyty w banku centralnym** i **depozyty w banku centralnym na koniec dnia**.

**Operacje otwartego rynku** – operacje prowadzone na rynku finansowym z inicjatywy banku centralnego. Operacje prowadzone przez Eurosystem można podzielić na cztery kategorie pod

względem celu, regularności i procedur: **podstawowe operacje refinansujące, dłuższe operacje refinansujące, operacje dostrajające** i operacje strukturalne. Głównym instrumentem otwartego rynku Eurosystemu są **transakcje odwracalne**, które mogą być wykorzystywane we wszystkich czterech kategoriach operacji. W operacjach strukturalnych można ponadto wykorzystywać emisję certyfikatów dłużnych i transakcje bezwarunkowe (*outright*), a w operacjach dostrajających – transakcje bezwarunkowe, **swapy walutowe** i przyjmowanie lokat terminowych.

**Pakt stabilności i wzrostu** – porozumienie służące zapewnieniu dobrego stanu finansów publicznych na trzecim etapie **unii gospodarczej i walutowej** w celu stworzenia warunków sprzyjających **stabilności cen** oraz silnemu i trwałemu wzrostowi prowadzemu do zwiększenia zatrudnienia. W tym celu pakt zobowiązuje państwa członkowskie do określenia średniookresowych celów budżetowych. Zawiera również konkretne postanowienia w sprawie **procedury nadmiernego deficytu**. Pakt obejmuje rezolucję Rady Europejskiej w sprawie paktu stabilności i wzrostu podjętą na szczycie w Amsterdamie 17 czerwca 1997 r. oraz dwa rozporządzenia Rady: a) rozporządzenie (WE) nr 1466/97 z 7 lipca 1997 r. w sprawie wzmocnienia nadzoru pozycji budżetowych oraz nadzoru i koordynacji polityk gospodarczych, zmienione rozporządzeniem (WE) nr 1055/2005 z 27 czerwca 2005 r. oraz b) rozporządzenie (WE) nr 1467/97 z 7 lipca 1997 r. w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia procedury nadmiernego deficytu, zmienione rozporządzeniem (WE) nr 1056/2005 z 27 czerwca 2005 r. Uzupełnieniem Paktu jest przyjęty na posiedzeniu Rady Europejskiej w Brukseli w dniach 22–23 marca 2005 r. raport **Rady ECOFIN** zatytułowany „Lepsza realizacja Paktu Stabilności i Wzrostu”. Kolejnym jego uzupełnieniem jest przyjęty przez Radę ECOFIN 11 października 2005 r. nowy kodeks postępowania zatytułowany „Szczegółowe zasady wdrażania Paktu na rzecz stabilności i wzrostu oraz wytyczne dotyczące formy i treści programów stabilności i konwergencji”.

**Podstawa naliczania rezerwy** – suma kwalifikowanych pozycji bilansowych (w szczególności zobowiązań) stanowiących podstawę obliczenia **rezerwy obowiązkowej instytucji kredytowej**.

**Podstawowe operacje refinansujące** – regularne **operacje otwartego rynku** realizowane przez Eurosystem w formie **transakcji odwracalnych**. Operacje takie prowadzi się co tydzień w trybie przetargów standardowych. Ich termin zapadalności wynosi zwykle jeden tydzień.

**Podstawowe stopy procentowe EBC** – stopy procentowe ustalane przez **Radę Prezesów**, które odzwierciedlają nastawienie **EBC** w polityce pieniężnej. Są to stopy **podstawowych operacji refinansujących, kredytu w banku centralnym i depozytu w banku centralnym na koniec dnia**.

**Portfel benchmarkowy** – w odniesieniu do inwestycji portfel lub indeks referencyjny zbudowany na podstawie celów w zakresie płynności i ryzyka inwestycyjnego oraz zwrotu z inwestycji. Portfel ten służy do oceny wyników faktycznych portfeli inwestycyjnych.

**Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego** – spółki lub spółki ułamne (inne niż instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne), których działalność obejmuje przede wszystkim pośrednictwo finansowe polegające głównie na zaciąganiu zobowiązań innych niż zobowiązania pieniężne, depozyty i bliskie substytuty depozytów w podmiotach instytucjonalnych innych niż **MIF**. Do tej kategorii należą w szczególności spółki zajmujące się głównie finansowaniem długoterminowym (np. leasingiem finansowym), zarządzaniem zabezpieczonymi aktywami i innymi instrumentami finansowymi, obrotem papierami wartościowymi i instrumentami pochodnymi (na własny rachunek) oraz spółki *venture capital*.

**Procedura nadmiernego deficytu** – przepis zawarty w art. 104 **Traktatu** i szczegółowo opisany w Protokole nr 20 w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, który stawia państwom członkowskim UE wymóg utrzymywania dyscypliny budżetowej, definiuje kryteria uznawania sytuacji budżetowej za świadczącą o istnieniu nadmiernego deficytu oraz określa działania, które należy podjąć w przypadku stwierdzenia, że wymogi dotyczące równowagi budżetowej lub długu publicznego nie zostały spełnione. Uzupełnieniem art. 104 jest 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.), będące częścią **paktu stabilności i wzrostu**.

**Projekcje** – scenariusze możliwego rozwoju sytuacji makroekonomicznej w **strefie euro** opracowywane cztery razy do roku. W czerwcu i grudniu ukazują się projekcje ekspertów **Eurosystemu**, a w marcu i wrześniu – projekcje ekspertów **EBC**. Projekcje są elementem **analizy ekonomicznej**, będącej jednym z dwóch filarów strategii polityki pieniężnej EBC, i stanowią jedno ze źródeł oceny zagrożeń dla **stabilności cen**, prowadzonej przez **Radę Prezesów**.

**Przetwarzanie bezpośrednie (STP)** – automatyczne przetwarzanie transakcji/płatności między zleceniodawcą i beneficjentem, obejmujące automatyczne potwierdzenie, uzgodnienie, wygenerowanie, rozliczenie i rozrachunek zleceń.

**Rada ECOFIN** – posiedzenie Rady Unii Europejskiej w składzie ministrów gospodarki i finansów.

**Rada Ogólna** – jeden z organów decyzyjnych **EBC**. W jej skład wchodzi prezes i wiceprezes EBC oraz prezesi wszystkich krajowych banków centralnych należących do **ESBC**.

**Rada Prezesów** – najwyższy organ decyzyjny **EBC**. W jej skład wchodzi wszyscy członkowie **Zarządu EBC** oraz prezesi banków centralnych państw członkowskich, które wprowadziły euro.

**Rentowność przedsiębiorstwa** – miara efektywności finansowej przedsiębiorstwa, głównie w odniesieniu do sprzedaży, aktywów lub kapitału. Istnieje wiele wskaźników rentowności opartych na sprawozdaniach finansowych, na przykład wskaźnik dochodu operacyjnego netto (przychody ze sprzedaży pomniejszone o koszty operacyjne) do przychodów ze sprzedaży, wskaźnik dochodu netto (dochód z działalności operacyjnej i pozostałej po opodatkowaniu pomniejszony o amortyzację oraz zyski i straty nadzwyczajne) do przychodów ze sprzedaży, stopa zwrotu z aktywów (stosunek dochodu netto do aktywów ogółem) oraz stopa zwrotu z kapitału (stosunek dochodu netto do kapitału własnego). W ujęciu makroekonomicznym często stosowaną miarą rentowności jest **nadwyżka operacyjna brutto** (obliczana na podstawie rachunków narodowych), np. w stosunku do PKB lub wartości dodanej.

**Rezerwa obowiązkowa** – minimalna kwota rezerwy, jaką **instytucja kredytowa** ma obowiązek utrzymywać w **Eurosystemie** w pewnym okresie. Spełnienie tego wymogu weryfikuje się na podstawie średniej z sald dziennych na rachunkach rezerwy obowiązkowej za **okres utrzymywania rezerw**.

**Rynek akcji** – rynek emisji **udziałowych papierów wartościowych** i obrotu tymi papierami.

**Rynek obligacji** – rynek emisji długoterminowych **papierów dłużnych** i obrotu tymi papierami.

**Rynek pieniężny** – rynek, na którym pozyskuje się i inwestuje środki krótkoterminowe oraz obraca się nimi za pomocą instrumentów z terminem pierwotnym do jednego roku włącznie.

**Ryzyko kredytowe** – ryzyko nieuregulowania przez **kontrahenta** pełnej kwoty zobowiązania w dacie wymagalności lub terminie późniejszym. Ryzyko kredytowe obejmuje ryzyko związane z kosztem odtworzenia i z kwotą główną, a także ryzyko niewypełnienia zobowiązań przez bank rozliczeniowy.

**Ryzyko płynności rynku** – ryzyko, że nie będzie można zawierać transakcji na rynku finansowym lub warunki transakcji będą gorsze od spodziewanych z powodu niedostatecznej głębokości rynku lub zakłócenia jego funkcjonowania.

**Ryzyko rozrachunku** – ryzyko, że rozliczenie w systemie transferowym nie będzie przebiegało zgodnie z oczekiwaniami, na ogół w wyniku niewykonania przez stronę jednego lub większej liczby zobowiązań dotyczących rozliczenia. Obejmuje w szczególności ryzyko operacyjne, **ryzyko kredytowe** i ryzyko płynności.

**Ryzyko rynkowe** – ryzyko, że wartość pozycji bilansowych i pozabilansowych spadnie w wyniku zmian cen rynkowych.

**Ryzyko systemowe** – ryzyko, że niezdolność jednego uczestnika do wykonania zobowiązań w systemie spowoduje, że inni uczestnicy nie będą mogli wykonać w terminie swoich zobowiązań; sytuacja taka może rozprzestrzenić się w gospodarce, prowadząc np. do znacznych problemów kredytowych lub płynnościowych, które mogą zagrozić stabilności systemu finansowego. Niewykonanie zobowiązań może wynikać z problemów operacyjnych lub finansowych.

**Saldo pierwotne** – saldo kredytów i pożyczek zaciągniętych i udzielonych przez sektor instytucji rządowych i samorządowych, z wyłączeniem płatności odsetkowych od skonsolidowanych zobowiązań tego sektora.

**Sekurytyzacja** – utworzenie puli aktywów finansowych, np. mieszkaniowych kredytów hipotecyjnych, i sprzedaż jej spółce celowej, która następnie emituje papiery wartościowe o stałym dochodzie i oferuje je inwestorom. Kwota główna i oprocentowanie tych papierów zależą od przepływów pieniężnych generowanych przez pulę bazowych aktywów finansowych.

**Skonsolidowany bilans sektora MIF** – bilans sporządzany poprzez kompensację wzajemnych sald **monetarnych instytucji finansowych** (np. kredytów i pożyczek oraz depozytów w obrębie sektora MIF) w ramach zagregowanego bilansu tego sektora. Dostarcza on informacji statystycznych na temat aktywów i zobowiązań sektora MIF wobec rezydentów **strefy euro** nienależących do tego sektora (tzn. **instytucji rządowych i samorządowych** i innych rezydentów strefy euro) oraz wobec nierezydentów. Stanowi podstawowe źródło informacji statystycznych wykorzystywanych do obliczania agregatów pieniężnych i jest podstawą regularnej analizy czynników kreacji **M3**.

**Stabilność cen** – utrzymanie stabilności cen jest głównym celem **Eurosystemu**. Według definicji **Rady Prezesów** ceny uznaje się za stabilne, jeżeli roczna stopa wzrostu **zharmonizowanego wskaźnika HICP** w **strefie euro** jest niższa niż 2%. Rada Prezesów wyjaśniła również, że w ramach działań na rzecz stabilności cen będzie dążyć do utrzymania stopy inflacji na poziomie poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

**Stabilność finansowa** – warunki, w których system finansowy (obejmujący pośredników finansowych oraz rynki finansowe wraz z infrastrukturą) jest odporny na wstrząsy i skutki rozprzestrzeniania się nierównowagi finansowej, przez co ogranicza się prawdopodobieństwo wystąpienia w procesie pośrednictwa finansowego zakłóceń na tyle poważnych, że mogłyby znacznie utrudnić zyskowe inwestowanie oszczędności.

**Stopa rezerwy** – stopa określona przez bank centralny dla każdej kategorii kwalifikowanych pozycji bilansowych wchodzących do **podstawy naliczania rezerwy**. Służy do obliczania wysokości **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 gospodarstw domowych i przedsiębiorstw będących rezydentami **strefy euro**.

**Strategia lizbońska** – kompleksowy program reform strukturalnych mający przekształcić UE w najbardziej dynamiczną i konkurencyjną gospodarkę na świecie opartą na wiedzy. Zapoczątkowana w 2000 r. na posiedzeniu Rady Europejskiej w Lizbonie.

**Strefa euro** – obszar obejmujący państwa członkowskie UE posługujące się (zgodnie z **Traktatem**) euro jako wspólną walutą, w którym za wspólną politykę pieniężną odpowiada **Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego**. Strefa euro obejmuje obecnie: Belgię, Niemcy, Irlandię, Grecję, Hiszpanię, Francję, Włochy, Cypr, Luksemburg, Malte, Holandię, Austrię, Portugalię, Słowenię, Słowację i Finlandię.

**Swap walutowy** – wymiana jednej waluty na inną w dwóch jednoczesnych transakcjach: kasowej i terminowej.

**System banków centralnych korespondentów (CCBM)** – mechanizm stworzony przez Eurosystem w celu umożliwienia **kontrahentom** wykorzystania aktywów zabezpieczających przy realizacji rozliczeń transgranicznych. W ramach CCBM krajowe banki centralne pełnią wobec siebie funkcję powierników: w ramach administracji papierami wartościowymi każdy prowadzi po jednym rachunku dla wszystkich pozostałych krajowych banków centralnych (oraz dla **EBC**).

**System rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (RTGS)** – system rozrachunku, w którym przetwarzanie i rozrachunek zleceń odbywają się osobno dla każdego zlecenia (bez kompensowania pozycji) w czasie rzeczywistym (w sposób ciągły) (por. **TARGET**).

**System rozrachunku papierów wartościowych (SSS)** – system transferowy służący do rozliczania transakcji na papierach wartościowych. Obejmuje wszystkie rozwiązania instytucjonalne potrzebne do rozliczenia i rozrachunku transakcji oraz usługi powiernicze dotyczące papierów wartościowych.

**TARGET** – (transeuropejski zautomatyzowany system błyskawicznego rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym) – **system RTGS** dla euro.

**TARGET2** – nowa generacja systemu **TARGET**, w której dotychczasową zdecentralizowaną strukturę techniczną zastąpiła jednolita wspólna platforma zapewniająca skoordynowaną obsługę i jednakowe zasady naliczania opłat.

**Traktat** – Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską („traktat rzymski”). Był on kilkakrotnie nowelizowany, w szczególności przez Traktat o Unii Europejskiej („traktat z Maastricht”), który stworzył podstawy **unii gospodarczej i walutowej**; częścią Traktatu jest statut **ESBC**.

**Transakcja odwracalna** – operacja, w ramach której bank centralny kupuje lub sprzedaje aktywa na podstawie **umowy z przyrzeczeniem odkupu** bądź prowadzi operacje kredytowe z **zabezpieczeniem**.

**Udziałowe papiery wartościowe** – papiery stanowiące dowód udziału w kapitale przedsiębiorstwa. Obejmują akcje giełdowe (notowane na giełdach papierów wartościowych), akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe. Udziałowe papiery wartościowe zwykle przynoszą dochód w postaci dywidendy.

**Umowa z przyrzeczeniem odkupu** – umowa, na podstawie której dokonuje się sprzedaży, a następnie odkupu papierów wartościowych w określonym terminie i po określonej cenie; zwana również umową repo.

**Unia gospodarcza i walutowa (UGW)** – proces, który doprowadził do wprowadzenia wspólnej waluty euro oraz wspólnej polityki pieniężnej w **strefie euro**, jak również do koordynacji polityki gospodarczej prowadzonej przez państwa członkowskie UE. Zgodnie z postanowieniami **Traktatu** proces ten przebiegał w trzech etapach. Ostatni, trzeci etap rozpoczął się 1 stycznia 1999 r. wraz z przekazaniem **Europejskiemu Bankowi Centralnemu** kompetencji w zakresie polityki pieniężnej oraz z wprowadzeniem euro. Proces wdrażania UGW zakończył się wraz z wejściem euro do obiegu gotówkowego 1 stycznia 2002 r.

**Wartość referencyjna tempa wzrostu M3** – roczne tempo wzrostu agregatu **M3** w średnim okresie pozwalające na utrzymanie **stabilności cen**. Obecnie wartość ta wynosi 4,5%.

**Zabezpieczenie** – aktywa zastawione lub w inny sposób przekazane przez np. **instytucje kredytowe** na rzecz banków centralnych jako gwarancja spłaty pożyczek i kredytów, lub aktywa sprzedane przez np. instytucje kredytowe bankom centralnym w ramach **umów z przyrzeczeniem odkupu**.

**Zarząd** – jeden z organów decyzyjnych **EBC**. W skład Zarządu wchodzi prezes i wiceprezes EBC oraz czterech członków mianowanych za wspólnym porozumieniem szefów państw lub rządów krajów strefy euro.

**Zharmonizowany wskaźnik cen konsumpcyjnych (HICP)** – miara zmian cen konsumpcyjnych. Obliczany przez Eurostat i uśredniony dla wszystkich państw członkowskich UE.

**Zmienność implikowana** – oczekiwana zmienność (tj. odchylenie standardowe) stopy zmian ceny aktywów (np. akcji lub obligacji). Można ją obliczyć na podstawie ceny aktywów, terminu zapadalności i ceny wykonania **opcji** na te aktywa oraz stopy zwrotu wolnej od ryzyka, przy wykorzystaniu modelu wyceny opcji (np. modelu Blacka-Scholesa).



ISSN 1830-2912



9 771830 291005