



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY
EUROSYSTEM

Raport roczny

2015



Spis treści

Przedmowa	4
Gospodarka strefy euro: polityka pieniężna EBC i europejski sektor finansowy w 2015 r.	7
1 Gospodarka strefy euro: niska inflacja, niskie stopy procentowe	7
1.1 Globalna sytuacja makroekonomiczna	7
Ramka 1 Napięcia finansowe we wschodzących gospodarkach rynkowych	13
1.2 Sytuacja finansowa	15
Ramka 2 Dlaczego stopy procentowe są tak niskie?	19
Ramka 3 Co niskie stopy procentowe oznaczają dla banków i deponentów?	22
1.3 Aktywność gospodarcza	24
Ramka 4 Znaczenie konsumpcji prywatnej dla ożywienia gospodarczego	26
1.4 Kształtowanie się cen i kosztów	29
Ramka 5 Śledzenie zmian inflacji bazowej	32
1.5 Sytuacja monetarna i kredytowa	34
1.6 Polityka fiskalna i reformy strukturalne	36
2 Polityka pieniężna w czasach wyzwań	43
2.1 Zdecydowane działania EBC w obliczu niekorzystnych prognoz inflacyjnych	43
Ramka 6 Transmisja polityki pieniężnej do rynków finansowych i gospodarki realnej	46
2.2 Płynne wdrożenie programu skupu aktywów i ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących w 2015 r.	51
Ramka 7 Udział w operacjach refinansujących	57
Ramka 8 Zapewnienie płynności dla greckiego systemu bankowego w okresie podwyższonych napięć	59
3 Europejski sektor finansowy: zahamowanie napięć i postępy na drodze do utworzenia unii bankowej	61

3.1	Rodzaje ryzyka i słabe punkty w systemie finansowym strefy euro	61
	Ramka 9 Równoległy sektor bankowy w strefie euro	64
3.2	Funkcja makroostrożnościowa EBC	67
3.3	SSM - funkcja EBC w dziedzinie polityki mikroostrożnościowej	69
3.4	Wkład EBC do inicjatyw regulacyjnych	70
3.5	Unia rynków kapitałowych	76
	Inne zadania i działania	78
1	Infrastruktura rynkowa i płatności	78
1.1	Start produkcyjny T2S i przyszłość infrastruktury rynku	79
1.2	Cyfryzacja działalności płatniczej	80
1.3	Zarządzanie ryzykiem centralnego partnera rozliczeniowego	81
2	Usługi finansowe świadczone na rzecz innych instytucji	82
2.1	Zarządzanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek	82
2.2	Usługi Eurosystemu w zakresie zarządzania rezerwami	83
3	Banknoty i monety	83
3.1	Banknoty i monety w obiegu	83
3.2	Fałszywe banknoty euro	85
3.3	Druga seria banknotów euro	85
4	Statystyka	86
4.1	Nowa i rozszerzona statystyka strefy euro	86
4.2	Inne działania w zakresie statystyki	88
5	Badania ekonomiczne	89
5.1	Priorytety i klastry badawcze EBC	89
5.2	Sieci badawcze Eurosystemu/ESBC	90
5.3	Konferencje i publikacje	92
6	Działania i obowiązki w zakresie prawa	92
6.1	Udział EBC w postępowaniach sądowych na szczeblu UE	92

6.2	Opinie EBC i przypadki naruszenia obowiązku zasięgnięcia opinii	94
6.3	Zmiany prawne dotyczące jednolitego mechanizmu nadzorczego: Administracyjna Rada Odwoławcza	96
6.4	Przestrzeganie zakazu finansowania i uprzywilejowanego dostępu	96
7	Stosunki międzynarodowe i europejskie	98
7.1	Stosunki europejskie	98
7.2	Stosunki międzynarodowe	101
8	Komunikacja zewnętrzna	103
	Załącznik 1 Ramy instytucjonalne	107
	Załącznik 2 Komitety Eurosystemu i ESBC	117
	Załącznik 3 Sprawy organizacyjne i zasoby kadrowe	119
	Roczne sprawozdanie finansowe	A 1
	Skonsolidowany bilans Eurosystemu na dzień 31 grudnia 2015 r.	C 1
	Część statystyczna	S 1

Przedmowa



W roku 2015 sytuacja gospodarcza strefy euro poprawiła się, ale inflacja pozostała na ścieżce spadkowej. Dlatego też jednym z głównych zadań dla strefy euro w tym roku było wzmacnianie zaufania. Zaufania wśród konsumentów – by pobudzić spożycie. Zaufania wśród firm – by znów zaczęły zatrudniać ludzi i inwestować. I zaufania wśród banków – by zwiększyły akcję kredytową. Inaczej nie można by było podtrzymać ożywienia gospodarczego i stworzyć warunków do powrotu inflacji do docelowego poziomu, czyli poniżej, ale blisko 2%.

I rzeczywiście przez cały rok obserwowaliśmy, jak zaufanie się umacnia. Konsumentów poczuł się pewniej i popyt wewnętrzny stał się głównym motorem wzrostu gospodarczego, dotychczas napędzanego przez popyt z zewnątrz. Akcja kredytowa w skali całej strefy euro zaczęła iść w górę. Nadal rosło zatrudnienie. A obawy, że dojdzie do deflacji, nawiedzające strefę euro na początku 2015 r., całkowicie się rozwiały.

EBC przyczynił się do poprawy sytuacji na dwa sposoby (jak szczegółowo opisano w dalszej części raportu).

Pierwszym i najważniejszym były nasze decyzje w sprawie polityki pieniężnej. W ciągu roku podejmowaliśmy zdecydowane działania, by odeprzeć zagrożenia dla stabilności cen i zapewnić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. Pierwsza z tych decyzji – o rozszerzeniu programu skupu aktywów – zapadła w styczniu. Potem w ciągu roku dostosowywaliśmy ten program, m.in. rozszerzyliśmy listę emitentów, których papiery wartościowe kwalifikują się do zakupu. Ostatnie decyzje – o dalszym obniżeniu (już ujemnej) stopy depozytowej i korekcie parametrów skupu – podjęliśmy w grudniu.

Zastosowane środki okazały się skuteczne. Warunki finansowania zostały bardzo złagodzone: od połowy 2014 r. oprocentowanie kredytów w strefie euro spadło o ok. 80 punktów bazowych; taki efekt odpowiada jednorazowej obniżce stóp o 100 punktów bazowych w normalnych czasach. Nasze działania wywarły także pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy i inflację. Ekspert Eurosystemu oszacowali, że gdyby nie wprowadzono programu skupu aktywów (łącznie z pakietem grudniowym), inflacja w 2015 r. spadłaby poniżej zera, w 2016 r. byłaby niższa o ponad pół punktu procentowego, a w 2017 r. – o około pół punktu procentowego. PKB strefy euro w latach 2015–2018 będzie dzięki temu programowi o około 1,5 punktu procentowego wyższy.

Pod koniec roku skorygowaliśmy parametry polityki pieniężnej z uwagi na wystąpienie nowych niekorzystnych czynników w gospodarce światowej, które przechyliły perspektywy inflacji na stronę spadkową. Czynniki te nasiliły się na początku 2016 r., przez co stało się konieczne dalsze zwiększenie ekspansywności naszej polityki. W marcu 2016 r. Rada Prezesów jeszcze bardziej rozszerzyła program skupu aktywów, zarówno pod względem wartości, jak i zakresu (po raz pierwszy włączono do niego obligacje korporacyjne), ponownie obniżyła stopę

depozytową, wprowadziła nową serię ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących, zaprojektowanych w taki sposób, by zdecydowanie zachęcić banki do udzielania kredytów, oraz wzmocniła zapowiedź przyszłego nastawienia polityki pieniężnej. Decyzje te ponownie potwierdziły, że nawet w obliczu globalnych tendencji dezinflacyjnych EBC nie zaakceptuje zbyt niskiej inflacji.

Drugim sposobem ochrony zaufania, który stosował EBC w 2015 r., było przeciwdziałanie groźbie rozpadu strefy euro. Nasze działania w tym zakresie dotyczyły przede wszystkim wydarzeń, które miały miejsce w pierwszym półroczu w Grecji. Wskutek braku pewności, czy nowy rząd będzie konsekwentnie realizował program reform makroekonomicznych, banki i rząd straciły dostęp do finansowania rynkowego, zaś obywatele zaczęli masowo wycofywać pieniądze z banków. EBC uratował grecki system bankowy, udzielając mu awaryjnego wsparcia finansowego.

EBC działał w pełni niezależnie i zgodnie z obowiązującymi zasadami. Z jednej strony zatem upewniliśmy się, że środki publiczne nie zostały wykorzystane do finansowania rządu greckiego oraz że nasze pożyczki trafiły jedynie do banków wypłacalnych i mających wystarczające zabezpieczenia, a z drugiej – że decyzje mające daleko idące konsekwencje dla strefy euro były podejmowane przez odpowiednie organy władzy publicznej. Przyjęte podejście mieściło się całkowicie w naszym mandacie: było zgodne z traktatowym obowiązkiem działania na rzecz wspólnej waluty, zaś przy jego wykonywaniu trzymaliśmy się granic określonych w statucie.

Dzięki temu, że Grecja i pozostałe kraje strefy euro zawarły w końcu porozumienie w sprawie trzeciego programu pomocowego, nie doszło do najgorszego, ale wydarzenia te uwiarydliły słabość strefy euro i potwierdziły potrzebę ukończenia budowy unii walutowej. Dlatego też w czerwcu 2015 r. wziąłem udział – jako jeden z tzw. pięciu przewodniczących – w opracowaniu sprawozdania zawierającego konkretne propozycje dalszych reform instytucjonalnej architektury strefy euro. Jeśli chcemy mocniejszej, odporniejszej unii – zaś nie chcemy przeciążać banku centralnego – propozycje te trzeba będzie wprowadzić w czyn.

W 2015 r. EBC wzmocnił także zaufanie społeczne do swoich procedur decyzyjnych przez zwiększenie ich przejrzystości oraz usprawnienie własnego zarządzania. Od stycznia publikujemy relacje z posiedzeń poświęconych polityce pieniężnej, by społeczeństwo miało wgląd w nasze dyskusje. Zaczęliśmy także ogłaszać decyzje w sprawie awaryjnego wsparcia finansowego (łącznie z kwotami), dane o saldach z systemu TARGET2 oraz kalendarze członków Zarządu. W czasach niekonwencjonalnej polityki pieniężnej zwiększanie przejrzystości naszych działań jest ważnym elementem rozliczania się z odpowiedzialności przed społeczeństwem.

W celu ulepszenia zarządzania wewnętrznego EBC została przeprowadzona analiza możliwości optymalizacji naszego sposobu działania w świetle nowych zadań i kolejnych wyzwań. W 2015 r. zaczęliśmy już wdrażać część wynikających z niej zaleceń, w tym przede wszystkim powołaliśmy Szefa Służb – to nowo utworzona funkcja, która ma wspierać wewnętrzną organizację banku.

Rok 2016 wcale nie zapowiada się łatwiej. Perspektywy gospodarki światowej są w dalszym ciągu niepewne. Musimy zmierzyć się z wciąż obecną tendencją deflacyjną. Wreszcie – стоимy przed pytaniami o to, w jakim kierunku zmierza Europa i czy będzie w stanie wytrzymać kolejne wstrząsy. W tych trudnych okolicznościach nasza determinacja, by dotrzymać swojego mandatu, musi pozostać ostoją dla mieszkańców Europy.

Frankfurt nad Menem, kwiecień 2016 r.

Mario Draghi

Prezes

Gospodarka strefy euro: polityka pieniężna EBC i europejski sektor finansowy w 2015 r.

1 Gospodarka strefy euro: niska inflacja, niskie stopy procentowe

1.1 Globalna sytuacja makroekonomiczna

Trzy kluczowe cechy środowiska międzynarodowego miały szczególny wpływ na sytuację gospodarczą w strefie euro w roku 2015: wzrastające rozbieżności w aktywności gospodarczej pomiędzy gospodarkami zaawansowanymi i wschodzącymi gospodarkami rynkowymi; najniższe w historii wskaźniki globalnej wymiany handlowej oraz niska globalna presja inflacyjna w wyniku dalszego spadku cen energii i utrzymującej się nadwyżki wolnych mocy produkcyjnych.

Globalny wzrost gospodarczy utrzymał się na umiarkowanym poziomie.

W 2015 r. trwało stopniowe ożywienie w gospodarce światowej pomimo, iż globalny wzrost gospodarczy nieco zwolnił w stosunku do poprzedniego roku. Niewielkie przyspieszenie aktywności gospodarczej w gospodarkach zaawansowanych zostało zawiązką wyrównane przez spowolnienie wschodzących gospodarek rynkowych, przy istotnym zróżnicowaniu pomiędzy krajami i regionami. Po okresie silnej recesji w niektórych gospodarkach wschodzących w pierwszej połowie roku, globalny wzrost PKB utrzymał się na umiarkowanym poziomie w porównaniu z przeszłością (zob. wykres 1).

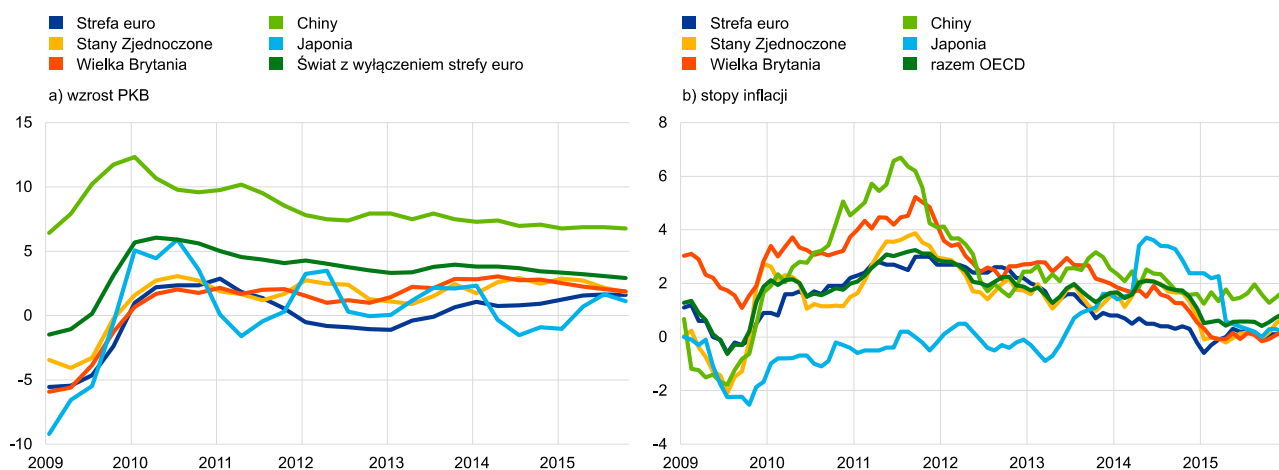
W gospodarkach zaawansowanych, aktywność gospodarcza przez cały rok zachowała odporność w sytuacji nadal akomodacyjnych warunków finansowania, poprawy sytuacji na rynkach pracy, niskich cen ropy naftowej i zmniejszających się trudności wynikających z oddłużania sektora prywatnego i konsolidacji fiskalnej. Z kolei tempo wzrostu gospodarczego wyraźnie zwolniło we wschodzących gospodarkach rynkowych w świetle podwyższonej niepewności, ograniczeń strukturalnych (np. związanych z „wąskimi gardłami” istniejącymi w infrastrukturze, słabym otoczeniem biznesowym i brakiem konkurencji na rynkach pracy i rynkach produktów) oraz zaostrzających się warunków finansowania zewnętrznego. W szczególności niższe ceny surowców doprowadziły do gwałtownego spowolnienia w gospodarkach opartych na eksporcie surowców, natomiast rozwój gospodarczy w krajach importujących surowce był bardziej stabilny. Jednakże spadek cen surowców miał w sumie pozytywny wpływ na globalny popyt, ponieważ kraje

importujące ropę naftową wykazują większą skłonność do wydatkowania środków niż kraje eksportujące ropę naftową, chociaż w niektórych przypadkach pozytywne oddziaływanie tego zjawiska na konsumpcję było słabsze niż oczekiwano.

Wykres 1

Główne zmiany zachodzące w wybranych gospodarkach

(roczne zmiany w proc.; dane kwartalne; dane miesięczne)



Źródła: Eurostat oraz dane krajowe.

Uwagi: Wartości PKB są skorygowane o efekty sezonowe. Wskaźnik HICP dla strefy euro i Wielkiej Brytanii, a CPI - dla Stanów Zjednoczonych, Chin i Japonii.

Globalne warunki finansowania zasadniczo zachowały charakter akomodacyjny. System Rezerwy Federalnej odroczył rozpoczęcie procesu normalizacji swojej polityki pieniężnej do końca roku 2015, natomiast bank centralny Japonii i EBC kontynuowały ekspansywną politykę pieniężną. Polityka pieniężna banku centralnego Wielkiej Brytanii nie zmieniła się. Przez większą część roku zmienność rynków finansowych i awersja do ryzyka utrzymywały się na niskim poziomie. Jednak w trzecim kwartale roku ostra korekta cen akcji na giełdach chińskich doprowadziła do wyraźnego nasilenia się wahań na rynkach. O ile rozprzestrzenianie się tych zjawisk na realną gospodarkę było ograniczone, perspektywa większego zróżnicowania nastawienia polityki pieniężnej głównych gospodarek zaawansowanych oraz istniejące na rynkach obawy dotyczące odporności wzrostu gospodarczego w gospodarkach wschodzących doprowadziły do znacznej deprecjacji kursów walut oraz odpływu kapitału w wielu wschodzących gospodarkach rynkowych, w szczególności tych, które charakteryzowały się znaczącymi krajowymi i zewnętrznymi zakłóceniami równowagi (por. ramka 1).

Historyczne osłabienie wymiany handlowej na świecie

Po trzech latach słabego wzrostu wymiany handlowej, w pierwszej połowie roku odnotowano jeszcze większe spadki tempa wzrostu światowego importu towarów i usług, które poprzedziły stopniowe ożywienie pod koniec roku, rozpoczynające się od bardzo niskich poziomów. Ogólnie wolumen globalnego importu towarów wzrósł w ujęciu rocznym tylko o 1,7% w 2015 r., w porównaniu z 3,5% w 2014 r. Podobnie jak w przypadku zmian dynamiki wzrostu PKB, głównym czynnikiem wywołującym

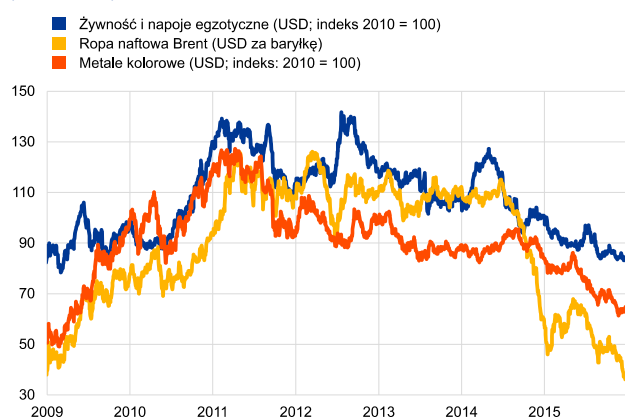
osłabienie światowej wymiany handlowej była sytuacja wschodzących gospodarek rynkowych, chociaż okresowe ekstremalne osłabienie wzrostu wymiany handlowej odnotowano również w niektórych gospodarkach zaawansowanych.

Dynamika globalnego wzrostu importu od drugiej połowy 2011 r. utrzymuje się poniżej swojego długoterminowego średniego poziomu. Mimo że to osłabienie częściowo wynika z powoli następującego ożywienia gospodarczego, a zatem do pewnego stopnia jest zjawiskiem cyklicznym, w ciągu ostatnich czterech lat elastyczność światowej wymiany handlowej – tj. reakcja globalnego wzrostu importu na wzrost PKB – była również wyjątkowo słaba. O ile w ciągu 25 lat poprzedzających rok 2007 wymiana handlowa rosła w tempie prawie dwukrotnie wyższym niż globalny PKB, w ostatnich latach tempo jej wzrostu spadło poniżej tempa wzrostu PKB.

Istnieje wiele przyczyn utrzymującego się osłabienia wymiany handlowej. Z jednej strony czynniki cykliczne obejmują nie tylko ogólnie powolne ożywienie gospodarcze na świecie, ale również zmianę składników popytu kształtujących światowy poziom PKB, ponieważ importochłonne składniki popytu (takie jak inwestycje) były wyjątkowo słabe. Z drugiej strony istotną rolę mogą również odgrywać czynniki strukturalne, w tym, przesunięcia aktywności w kierunku sektorów (takich jak usługi) i regionów (wschodzących gospodarek rynkowych, szczególnie Chin) o niższej elastyczności podstawowej wymiany handlowej i zmianach w zakresie udziału w globalnych łańcuchach wartości.

Wykres 2 Ceny surowców

(dane dzienne)



Źródła: Bloomberg i HWWI.

Wpływ niskich cen energii na globalną inflację

Gwałtowny spadek cen surowców – szczególnie cen energii – w drugiej połowie 2014 r. istotnie przyczynił się do globalnego spadku inflacji zasadniczej w 2015 r. (zob. wykres 2). Inflacja roczna w krajach OECD spadła do 0,6% (z poziomu 1,7% w 2014 r.), natomiast roczna inflacja bazowa OECD (z wyłączeniem żywności i energii) spadła tylko nieznacznie, z 1,8% w 2014 r. do 1,7% w 2015 r. (zob. wykres 1).

Utrzymujące się na ogólnie niskim poziomie ceny ropy naftowej wykazywały znaczną zmienność przez cały 2015 r. Wynikało to z ciągłego spadku cen z poziomu około 112 USD za baryłkę w czerwcu 2014 r. do 46 USD w połowie stycznia 2015 r. Po chwilowym

wzroście do maja 2015 r., w drugiej połowie roku ceny ropy naftowej spadały, nadal odzwierciedlając nadwyżkę podaży na światowym rynku ropy naftowej. Kraje OPEC utrzymały swoją produkcję na prawie rekordowym poziomie, chociaż w drugiej połowie roku wzrost produkcji w krajach spoza OPEC został nieco obniżony. W szczególności niższe ceny i zredukowane inwestycje spowodowały spowolnienie nadal odpornej produkcji łupków ropośnych w USA, prowadząc do zmniejszenia

nadwyżek podaży. W roku 2015 popyt na ropę naftową wzrósł w związku z niskimi cenami, ale był nadal zbyt słaby, aby nadażyć za podażą ropy naftowej.

Ceny surowców innych niż ropa naftowa nadal spadały, zarówno dzięki czynnikom podażowym i popytowym. Niższy popyt globalny – w szczególności ze strony Chin, które są głównym źródłem popytu na szereg metali – przyczynił się do obniżenia presji na ceny surowców innych niż ropa naftowa. Niższe ceny żywności odzwierciedlały głównie wzrost podaży. W sumie ceny żywności wyrażone w dolarach amerykańskich spadły o 18%, natomiast indeks cen metali obniżył się w 2015 r. o 17%.

Ponadto, powoli zamykające się luki popytowe w gospodarkach zaawansowanych i poszerzające się luki popytowe w kilku wschodzących gospodarkach rynkowych spowodowały nadmiar wolnych mocy produkcyjnych, co jeszcze bardziej obniżyło presję na globalną inflację. Na poziomie poszczególnych krajów, na inflację miały również wpływ zmiany kursów walut. O ile aprecjacja dolara amerykańskiego i funta szterlinga na początku roku miała dodatkowy negatywny wpływ na presję inflacyjną w odpowiednich krajach, niektóre gospodarki rynków wschodzących, takie jak Rosja, Brazylia i Turcja odnotowały presję na wzrost cen wynikającą z istotnej deprecjacji ich walut.

Niejednolita dynamika wzrostu w głównych gospodarkach

W Stanach Zjednoczonych, aktywność gospodarcza utrzymała swoją dynamikę, a wzrost realnego PKB w 2015 r. wyniósł średnio 2,4% i nie zmienił się w stosunku do poprzedniego roku. Po pewnym osłabieniu na początku roku z powodu czynników przejściowych, takich jak niekorzystna sytuacja meteorologiczna i zakłócenia ruchu portowego, wzrost PKB w drugim i trzecim kwartale był w miarę silny, głównie dzięki oddziaływaniu końcowego popytu krajowego, natomiast eksport netto miał negatywny wpływ na wzrost. Z kolei w czwartym kwartale działalność gospodarcza ponownie wyhamowała. Wydatki na spożycie indywidualne utrzymały swoją dynamikę w związku z akomodacyjnymi warunkami finansowania, niższymi cenami ropy naftowej, wzmocnionym bilansem gospodarstw domowych i poprawą zaufania konsumentów. Dynamika rynku pracy była nadal silna, z dalszym spadkiem stopy bezrobocia do 5,0% pod koniec roku. W świetle silnego spadku cen energii i aprecjacji dolara amerykańskiego od drugiej połowy 2014 r., inflacja utrzymała się na niezwykle niskim poziomie przez cały rok 2015. Inflacja roczna CPI wyniosła średnio 0,1%, co oznacza spadek z poziomu 1,6% w 2014 r., natomiast roczna inflacja bazowa CPI (z wyłączeniem cen żywności i energii) utrzymała się mniej więcej na niezmiennym poziomie 1,8%.

Polityka pieniężna zachowała silny charakter akomodacyjny przez większość roku 2015. Prognozy stóp procentowych Federalnego Komitetu Otwartego Rynku Systemu Rezerwy Federalnej (FOMC) oraz kontrakty terminowe na stopę funduszy federalnych spadały w miarę upływu czasu, ponieważ oczekiwania dotyczące wzrostu stóp procentowych ustalanych w ramach polityki pieniężnej przesuwały się coraz bardziej w kierunku przyszłości. W grudniu 2015 r. FOMC podjął decyzję

dotyczącą podniesienia docelowego zakresu stopy funduszy federalnych do 0,25-0,50% i było to pierwsze podniesienie stóp procentowych od ponad dziewięciu lat. Nastawienie polityki fiskalnej w roku fiskalnym 2015 było zasadniczo neutralne, natomiast deficyt fiskalny nieznacznie spadł do poziomu 2,5% PKB i był to najniższy wskaźnik od 2007 r.

W Japonii, wzrost realnego PKB w ciągu roku był stosunkowo zmienny. Po silnym wzroście na początku roku, aktywność gospodarcza przejściowo zwolniła w drugim kwartale, aby powrócić do dodatniego, chociaż obniżonego, tempa wzrostu w drugiej połowie roku. Ożywienie wystąpiło na tle odbicia spożycia indywidualnego i eksportu. Średni wzrost realnego PKB w 2015 r. wyniósł 0,7%, co stanowiło lekkie przyspieszenie w porównaniu z 2014 r., kiedy Japonia przeszła silną recesję związaną z podniesieniem stawek podatku VAT. Słabnące skutki bazowe wzrostu tego podatku doprowadziły również do spowolnienia inflacji średnio do 0,8% (spadek z poziomu 2,7% w 2014 r.). Tym samym pomimo trwającego programu łagodzenia ilościowego i jakościowego polityki pieniężnej, wprowadzonego przez bank centralny Japonii, inflacja nadal utrzymuje się znacznie poniżej celu inflacyjnego w wysokości 2%, chociaż pod koniec roku inflacja bazowa wykazała pewne oznaki przyspieszenia.

W Wielkiej Brytanii, w 2015 r. odnotowano umiarkowane spowolnienie aktywności gospodarczej. Według wstępnych szacunków, roczna dynamika wzrostu PKB wyhamowała do 2,2% w 2015 r., z prawie 3% w 2014 r. W szczególności dynamika wzrostu inwestycji mieszkaniowych zmniejszyła się w stosunku do bardzo szybkiego tempa wzrostu odnotowanego w roku poprzednim. Niska inflacja przyczyniła się do wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wspierając wzrost spożycia indywidualnego i PKB. W porównaniu z rokiem poprzednim, rynek pracy nadal się wzmacniał i stopa bezrobocia pod koniec 2015 r. spadła do około 5%. Postępowała konsolidacja fiskalna, a spadek deficytu budżetowego w 2015 r. szacuje się na około 4,5% PKB. Inflacja spadła w porównaniu z sytuacją sprzed roku, kiedy utrzymywała się ona na poziomie około 0% przez cały rok, w związku z niskimi cenami energii i żywności oraz aprecjacją funta szterlinga. W roku 2015 Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii podtrzymał akomodacyjny charakter polityki pieniężnej, utrzymując referencyjne stopy procentowe na poziomie 0,5%, a wielkość programu skupu aktywów na poziomie 375 mld GBP.

W Chinach, trwało stopniowe spowolnienie gospodarcze związane z wolniejszym wzrostem inwestycji i osłabieniem eksportu. Roczna dynamika wzrostu PKB w 2015 r. spadła do 6,8%, z poziomu 7,3% w roku poprzednim. W okresie letnim nastąpiła gwałtowna korekta na chińskich rynkach akcji, po wysokich zyskach w poprzedzających miesiącach, co wywołało niepokój dotyczący stabilności finansowej i perspektyw rozwoju gospodarczego w Chinach i innych gospodarkach wschodzących. Jednakże, oddziaływanie korekty na rynkach akcji na otoczenie makroekonomiczne i stabilność finansową było raczej ograniczone. W obliczu spadku inflacji CPI (z 2,0% w 2014 r. do 1,5% w 2015 r.) oraz w celu przyczynienia się do stabilizacji wzrostu, Ludowy Bank Chin kontynuował luzowanie polityki pieniężnej rozpoczęte w listopadzie 2014 r., wprowadzając kilka dodatkowych obniżek wartości odniesienia i stóp rezerw obowiązkowych w roku 2015. Ponadto

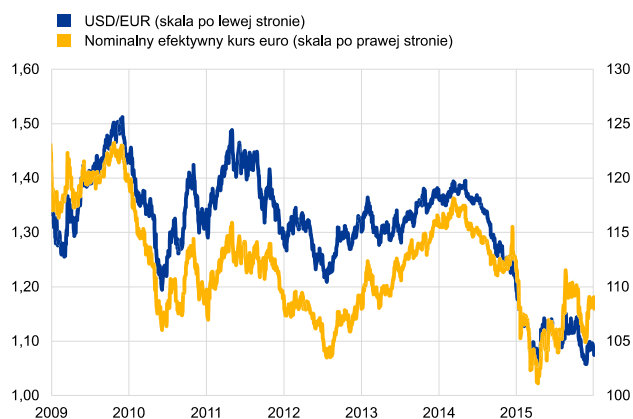
wprowadzono kolejne reformy w celu wzmocnienia roli sił rynkowych w ustalaniu kursu walutowego, co doprowadziło do deprecjacji renminbi i innych walut gospodarek wschodzących, w stosunku do dolara amerykańskiego oraz spowodowało kolejne wahania na rynku akcji w tygodniach następujących po decyzji. W odniesieniu do polityki fiskalnej, zwiększono wydatki na infrastrukturę publiczną w celu wsparcia łącznych inwestycji.

Trwające osłabienie euro

W 2015 r. nominalny efektywny kurs euro osłabiał się. Zmiany kursu euro nadal odzwierciedlały w dużej mierze rozbieżność cykli – gospodarczego i polityki pieniężnej – w głównych gospodarkach. Zmiany te charakteryzowały się czterema odrębnymi fazami. W pierwszym kwartale 2015 r. miała miejsce wyraźna deprecjacja euro poprzedzająca rozszerzony program skupu aktywów przez EBC. Następnie, w drugim kwartale nastąpiła stabilizacja euro, niezależnie od sporadycznych nawrotów wahań związanych z przebiegiem negocjacji pomiędzy Grecją i jej międzynarodowymi wierzycielami, a także ze zmianami oczekiwań rynków odnośnie do terminu potencjalnego podwyższenia podstawowych stóp procentowych Rezerwy Federalnej w Stanach Zjednoczonych. W okresie letnim nastąpiła wyraźna aprecjacja euro w otoczeniu podwyższonej globalnej awersji do ryzyka, a także niepewności związanej z sytuacją w Chinach i bardziej ogólnie – w gospodarkach wschodzących. W czwartym kwartale nastąpiła ponowna ogólna deprecjacja euro w związku z odrodzeniem się oczekiwań dotyczących rosnących rozbieżności polityki pieniężnej po obu stronach Atlantyku.

Wykres 3
Kurs walutowy euro

(dane dzienne)



Źródło: EBC.

Uwaga: Nominalny efektywny kurs walutowy wobec 38 głównych partnerów handlowych.

Nominalny efektywny kurs wymiany euro (mierzony względem 38 największych partnerów handlowych) osłabił się o 3% w ujęciu rocznym (zob. wykres 3). W kategoriach dwustronnych, euro straciło silnie na wartości wobec dolara amerykańskiego (-11,0%). W związku z tym trwało osłabienie euro względem walut powiązanych z USD, w tym chińskiego renminbi (-6,5%). Euro straciło również na wartości wobec funta szterlinga (-5,9%) i jena japońskiego (-10,3%). Natomiast euro wyraźnie wzmocniło się względem reala brazylijskiego (+29,2%) i randa południowoafrykańskiego (+18,9%).

W odniesieniu do walut europejskich ściśle powiązanych z euro, po przystąpieniu Litwy do strefy euro 1 stycznia 2015 r., jedyną walutą pozostającą obecnie w europejskim mechanizmie kursowym II (ERM II) jest korona duńska. Korona duńska notowana

była na poziomie zbliżonym do jej kursu centralnego w ERM II, natomiast Danmarks Nationalbank obniżył swoje podstawowe stopy procentowe czterokrotnie w styczniu i lutym 2015 r. Po ogłoszeniu 15 stycznia 2015 r. zakończenia utrzymywania minimalnego celu kursu walutowego franka szwajcarskiego względem euro na

poziomie CHF/EUR 1,20 przez bank centralny Szwajcarii, nastąpił gwałtowny spadek kursu euro w stosunku do franka szwajcarskiego, który później osiągnął poziom notowań nieco powyżej parytetu. Kurs bułgarskiego lewa był nadal sztywno powiązany z euro, natomiast kurs euro umiarkowanie osłabił się względem niektórych walut państw członkowskich UE posiadających system płynnego kursu wymiany, w tym w stosunku do czeskiej korony (-2,6%), polskiego złotego (-0,2%), szwedzkiej korony (-2,2%) i chorwackiej kuny (-0,3%).

Ramka 1

Napięcia finansowe we wschodzących gospodarkach rynkowych

Obawy związane z perspektywami wzrostu gospodarczego w Chinach i, mówiąc bardziej ogólnie, wschodzących gospodarkach rynkowych, a także rosnące oczekiwania związane z normalizacją polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych, doprowadziły do okresu podwyższonej zmienności rynków finansowych gospodarek wschodzących w 2015 r. W kilku krajach nastąpił wyraźny odpływ kapitału z krajowych rynków obligacji i akcji, w połączeniu ze wzrostem spreadów obligacji korporacyjnych i skarbowych oraz znaczącą presją na obniżenie wartości ich waluty krajowej. Podejmując próbę pokonania tych trudności, różne banki centralne podjęły na dużą skalę interwencje na rynkach walutowych poprzez wyprzedaż rezerw dewizowych. Kulminacja napięć nastąpiła pod koniec sierpnia 2015 r., kiedy gwałtowna korekta na chińskich rynkach akcji spowodowała wyraźny wzrost awersji do ryzyka w skali globalnej, z istotnymi konsekwencjami na

światowych rynkach finansowych, w tym w strefie euro.

Wykres A

Napięcia finansowe w głównych wschodzących gospodarkach rynkowych

(dane miesięczne)



Źródła: Haver, Międzynarodowy Instytut Finansów (ang.: Institute of International Finance) i obliczenia EBC.

Uwagi: Wskaźnik napięć finansowych we wschodzących gospodarkach rynkowych łączy informacje z różnych szeregów czasowych rynków finansowych: (1) przepływy portfeli na rynki obligacji i akcji (Międzynarodowy Instytut Finansów); (2) zmiany dwustronnych nominalnych kursów walutowych względem dolara amerykańskiego (Rada Rezerwy Federalnej); (3) zmiany spreadów na krajowym rynku obligacji w stosunku do rentowności obligacji amerykańskich (Indeks Obligacji Rynku Wschodzącego JP Morgans); oraz (4) zmiany posiadanych rezerw dewizowych (Dział Międzynarodowych Statystyk Finansowych MFW).

Pokazany wskaźnik odpowiada 3-miesięcznej średniej ruchomej pierwszego głównego komponentu, co wyjaśnia około 50% łącznej zmienności oryginalnego zbioru danych. Dodatnie/ujemne wartości wskaźnika oznaczają poziomy napięć powyżej/poniżej długofalowej średniej. Próbkę krajów obejmuje Brazylię, Chiny, Indie, Indonezję, Meksyk, Republikę Południowej Afryki, Koreę Południową, Tajlandię i Turcję. Dane są miesięczne i obejmują okres od stycznia 2005 r. Najnowsze dane pochodzą z grudnia 2015 r.

Napięcia finansowe w głównych wschodzących gospodarkach rynkowych były najwyższe w trzecim kwartale 2015 r., osiągając poziom, który był bardzo wysoki również w perspektywie długoterminowej. Wykres A przedstawia zagregowany wskaźnik napięć finansowych we wschodzących gospodarkach rynkowych, który łączy informacje dotyczące przepływów portfeli, zmian kursów walutowych, ruchów spreadów obligacji krajowych i zmian posiadanych rezerw dewizowych. Wskaźnik ten osiągnął najwyższy poziom we wrześniu 2015 r., tj. drugi pod względem wartości poziom zaobserwowany w ciągu ostatnich dziesięciu lat, przekraczając również podniesione poziomy osiągnięte podczas epizodu „taper tantrum” (wyprzedaż obligacji) w połowie 2013 r. Wyższe poziomy napięć zaobserwowano tylko w wyniku szoku, który nastąpił bezpośrednio po światowym kryzysie finansowym pod koniec roku 2008. Pod względem poszczególnych składników zagregowanego wskaźnika, na wysokie poziomy napięć w roku 2015 oddziaływały

głównie zmiany kursu walutowego oraz, w mniejszym zakresie, spadki oficjalnych rezerw dewizowych. Po spadkach na chińskim rynku akcji pod koniec sierpnia 2015 r., wchodzące gospodarki rynkowe odnotowały również silny odpływ kapitału, co przyczyniło się do osiągnięcia najwyższego poziomu napięć we wrześniu 2015 r.

O ile wzrastające oczekiwania dotyczące normalizacji polityki pieniężnej w USA przyczyniły się do podwyższenia niestabilności rynków finansowych w 2015 r., nie był to prawdopodobnie główny czynnik. Oczekiwania odnoszące się do podniesienia stóp procentowych w USA wywołały szeroką aprecjację dolara amerykańskiego w 2015 r. i zwiększoną niestabilność na rynkach walutowych. Jednocześnie podniesienie stóp procentowych w grudniu 2015 r. było oczekiwane przez rynki i zostało już w dużej mierze wycenione od początku roku. Ponadto, w przeciwieństwie do epizodu „taper tantrum”, rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych w 2015 r. nie wykazała zdecydowanego trendu zwyżkowego i marża terminowa była nadal bardzo skompresowana.

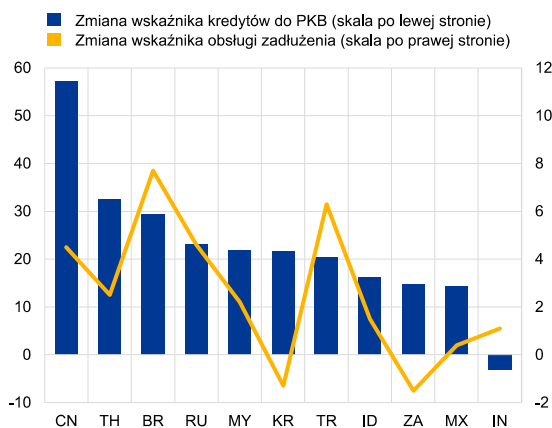
Silna niestabilność finansowa wschodzących gospodarek rynkowych w roku 2015 wynikała w dużym stopniu z obaw związanych z konsekwencjami spowolnienia w Chinach i spadkiem cen surowców. Na przykład, po korekcie na chińskim rynku akcji w sierpniu 2015 r., niektóre wschodzące gospodarki rynkowe doświadczyły silnej deprecjacji swoich walut. Silnie zareagowały również waluty gospodarek blisko powiązanych handlowo z Chinami, m.in. gospodarka Chile, Indonezji, Malezji i Tajlandii.

Jednocześnie istniejąca podatność na zagrożenia i obawy dotyczące niższych perspektyw wzrostu przyczyniły się także do napięć na rynkach finansowych. Większość wschodzących gospodarek rynkowych doświadczyła w ostatnich latach spowolnienia wynikającego zarówno z czynników cyklicznych, jak i z przeszkód strukturalnych, a perspektywy wzrostu na najbliższe lata są dla tych gospodarek obniżone. Ponadto niektóre gospodarki, które były już uznawane przez rynki finansowe jako słabe podczas epizodu taper tantrum w 2013 r., pozostały niestabilne. Podobnie jak na

Wykres B

Zmiany wskaźnika kredytów do PKB i wskaźnika obsługi zadłużenia

(I kw. 2010 r. - II kw. 2015 r., punkty procentowe PKB; punkty procentowe)



Źródła: Bank Rozrachunków Międzynarodowych i obliczenia EBC.
Uwagi: Kredyty dotyczą łącznych kredytów dla sektora niefinansowego, zapewnionych przez banki krajowe, wszystkie inne sektory gospodarki i nierezzydentów; pod względem instrumentów finansowych pojęcie to obejmuje „dług podstawowy” zdefiniowany jako kredyty i pożyczki, dłużne papiery wartościowe, a także walutę i depozyty. Wskaźnik obsługi długu odzwierciedla udział dochodu wykorzystywanego do obsługi długu w prywatnym sektorze niefinansowym. Na końcu raportu znajduje się wykaz oznaczeń krajów.

początku 2013 r., Brazylia, Indonezja i Republika Południowej Afryki nadal wykazywały podwójny deficyt (deficyt fiskalny i deficyt rachunku obrotów bieżących), ponadto Brazylia i Republika Południowej Afryki miały wysoką inflację i słabnący wzrost. Turcja również nadal wykazywała istotny brak równowagi zewnętrznej, któremu towarzyszyła wysoka inflacja i wzrost akcji kredytowej. Spadek cen surowców miał niekorzystny wpływ na eksporterów surowców netto, w tym na Rosję i Brazylię. W Rosji, trwające spowolnienie potęgowały sankcje gospodarcze i niskie ceny ropy naftowej, które zepchnęły gospodarkę w kierunku silnej recesji. Natomiast Indie zdołały skorygować podatność na zagrożenia w porównaniu z rokiem 2013, obniżając zarówno stopę inflacji i deficyt na rachunku bieżącym, po wprowadzeniu przez władze szeregu działań stabilizujących i stymulujących wzrost.

Szybki wzrost kredytów spowodował również wzrost podatności wschodzących gospodarek rynkowych na zaostrzające się globalne warunki finansowania. Poluzowane globalne warunki finansowania w ostatnich latach przyczyniły się do szybkiej ekspansji kredytów w wielu z tych krajów (zob. wykres B). W Chinach, gdzie szybko rosnące kredyty wspierały silny rozwój inwestycji, kredyty dla prywatnego sektora niefinansowego osiągnęły około 200% PKB w 2015 r. Pomimo niskich stóp procentowych, rosnący poziom zadłużenia spowodował podwyższenie wskaźników obsługi długu dla gospodarstw domowych i firm w wielu wschodzących gospodarkach rynkowych, w szczególności, jeśli zaostrzenie warunków finansowania miałoby spowodować dalsze podnoszenie stóp procentowych. Ponadto w ostatnich latach kilka wschodzących gospodarek rynkowych istotnie zwiększyło finansowanie zewnętrzne w dolarach amerykańskich, co powoduje, że stały się one wrażliwe na dalszą aprecjację USD.

Ogólnie rzecz biorąc, napięcia finansowe w roku 2015 wyeksponowały istniejącą podatność niektórych wschodzących gospodarek rynkowych na zagrożenia oraz potrzebę rozwiązywania tych problemów, zwłaszcza w kontekście prawdopodobnego zaostrzenia globalnych warunków finansowania oraz obniżonych perspektyw wzrostu w tych krajach.

1.2 Sytuacja finansowa

Dynamikę sytuacji finansowej strefy euro w 2015 r. w znacznym stopniu kształtowały decyzje EBC w zakresie polityki pieniężnej, a w szczególności program zakupu aktywów (APP). W konsekwencji stopy procentowe rynku pieniężnego, rentowność obligacji skarbowych oraz koszty finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw niefinansowych nadal spadały, osiągając nowe, historyczne minima. Gospodarstwa domowe również odnotowały dalszą poprawę swojej sytuacji finansowej.

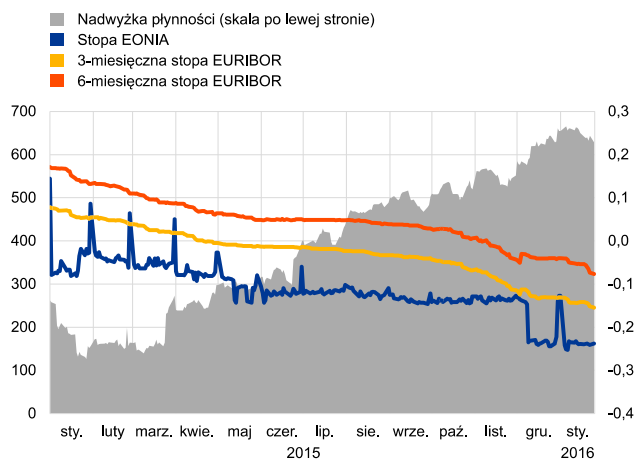
Spadki stóp procentowych rynku pieniężnego przy rosnących poziomach nadwyżki płynności

W roku 2015 stopy procentowe rynku pieniężnego nadal spadały, początkowo odzwierciedlając trwający wpływ ujemnej stopy depozytu w banku centralnym, wprowadzonej po raz pierwszy w czerwcu 2014 r. Początkowe strategie inwestorów mające na celu unikanie ujemnych stóp procentowych poprzez poszukiwanie rentowności przy nieco dłuższych terminach zapadalności, zakup wysokiej jakości papierów wartościowych oraz, w mniejszym zakresie, przyjmowanie większego ryzyka kredytowego, stopniowo wyczerpywały się w miarę korekty cen. Ponadto stopniowo zanikały tarcia na rynku, związane z przejściem na ujemne stopy procentowe.

Wykres 4

Stopy rynku pieniężnego i nadwyżka płynności

(mld EUR; w proc. rocznie; dane dzienne)



Źródła: EBC i Bloomberg.

Uwagi: Najnowsze dane według stanu na 11 stycznia 2016 r.

Zastrzyki płynnościowe w formie niestandardowych działań w zakresie polityki pieniężnej wywarły dodatkową presję na obniżanie stóp procentowych rynku pieniężnego. Głównymi czynnikami pobudzającymi wzrost nadwyżki płynności były zwłaszcza program APP oraz wprowadzenie serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO). Przy nadwyżce płynności przekraczającej na koniec roku 650 mld EUR, stopy procentowe stały się w coraz większym stopniu ujemne (zob. wykres 4), a w niektórych segmentach rynku pieniężnego strefy euro wystąpił spadek aktywności.

W okresie poprzedzającym posiedzenie Rady Prezesów w grudniu 2015 r. stopy procentowe rynku pieniężnego spadły jeszcze bardziej, odzwierciedlając oczekiwania rynkowe dodatkowego luzowania polityki pieniężnej. W dniu 3 grudnia 2015 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o obniżeniu stopy depozytu w banku

centralnym do -30 pkt bazowych i przedłużyła program APP, co najmniej do marca 2017 r. W wyniku tych działań krzywe rentowności rynku pieniężnego stopniowo przesuwały się w dół.

Mimo pewnych początkowych obaw, przejście szerokiego zestawu stóp referencyjnych do poziomów ujemnych przebiegło płynnie, łącznie z transmisją na dłuższe terminy zapadalności, takie jak 6-miesięczna stopa EURIBOR. 3-miesięczna stopa EURIBOR i 6-miesięczna stopa EURIBOR osiągnęły wartości ujemne, odpowiednio w kwietniu i listopadzie, a na koniec 2015 r. wyniosły, odpowiednio, -13 pkt bazowych i -4 pkt bazowe.

Historyczne minima rentowności obligacji skarbowych

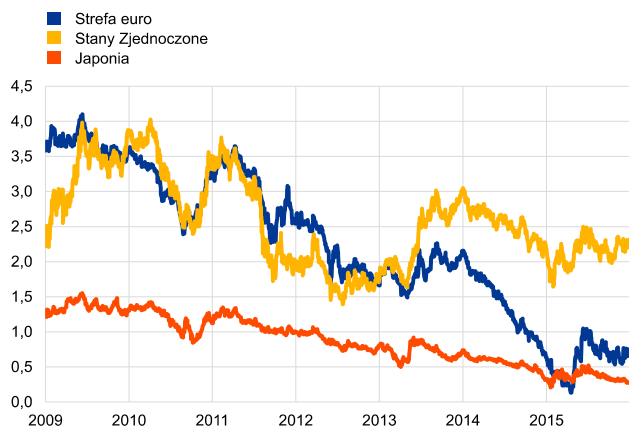
Czynnikiem silnie oddziałującym na rynek obligacji skarbowych był program skupu aktywów sektora publicznego (PSPP) (zob. wykres 5)¹. Początkowo, w wyniku ogłoszenia i wdrożenia PSPP, długoterminowe rentowności papierów dłużnych o ratingu AAA odnotowały dalsze spadki, rozpoczęte w 2014 r., osiągając na wiosnę nowe historyczne minima. Następnie, do połowy 2015 r. rentowności rosły, dzięki zaskakująco pozytywnej perspektywie ekonomicznej dla strefy euro, technicznym czynnikom rynkowym, a także w wyniku procesu gromadzenia doświadczeń, w ramach którego rynek dostosował się do wdrożenia PSPP. W drugiej połowie 2015 r., rentowności zaczęły ponownie spadać, ponieważ utrzymujące się ryzyko pogorszenia perspektyw inflacyjnych spowodowało dalsze działania akomodacyjne w polityce pieniężnej EBC, w tym przedłużenie programu APP. Generalnie, średnia rentowność obligacji 10-letnich w strefie euro osiągnęła historyczne minimum na

¹ Por. ramka 6 dotycząca „Transmisji polityki pieniężnej do rynków finansowych i gospodarki realnej.”

Wykres 5

Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych

(w proc. rocznie; dane dzienne)



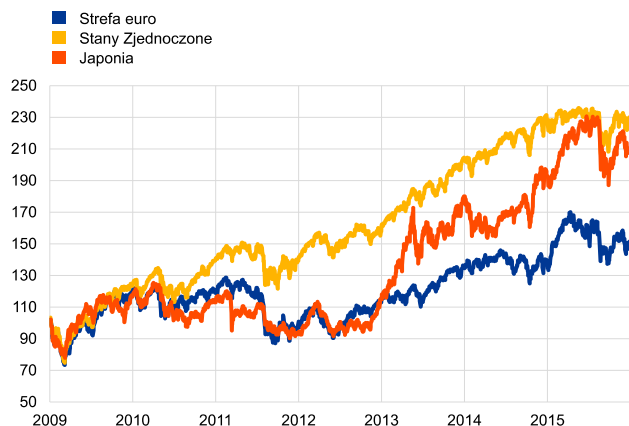
Źródła: EuroMTS, EBC, Bloomberg oraz Thomson Reuters.

Uwagi: Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych odnosi się do obligacji 10-letnich lub do obligacji o najbardziej zbliżonym terminie pierwotnym. Rentowność obligacji skarbowych strefy euro jest oparta na danych EBC dotyczących obligacji o ratingu AAA, które obejmują obligacje z Austrii, Finlandii, Niemiec oraz Holandii.

Wykres 6

Główne indeksy rynku akcji

(indeks: 1 stycznia 2009 r. = 100, dane dzienne)



Źródło: Thomson Reuters.

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

poziomie 0,6%. Jest to poziom znacząco niższy niż średnie odnotowane w poprzednich latach, a także istotnie niższy niż średnia rentowność w wysokości 2,1% odnotowana w Stanach Zjednoczonych. Jednakże poziom ten był wyższy niż rentowność w wysokości 0,4% obserwowana w Japonii.

Zmiany spreadów obligacji skarbowych wewnątrz strefy euro były stosunkowo niewielkie w ujęciu rocznym, ale wykazywały pewne zróżnicowanie pomiędzy krajami. Jednocześnie spready utrzymały się na poziomach porównywalnych do notowanych przed rozpoczęciem kryzysu zadłużenia publicznego.

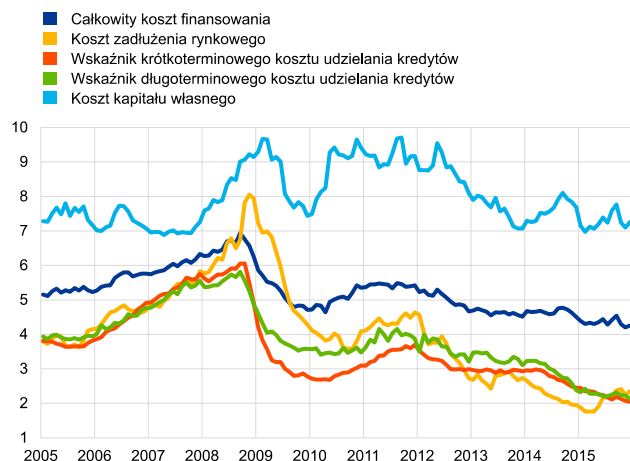
Wzrost cen akcji w warunkach podwyższonej niestabilności

Na rynki akcji strefy euro wpływ miał również PSPP. Początkowo ceny akcji znacznie wzrosły, w oczekiwaniu na ogłoszenie PSPP i po jego ogłoszeniu, gdyż spadająca rentowność obligacji zapewniła silne wsparcie dla akcji w strefie euro poprzez niższe stopy dyskontowe i równoważenie portfeli przez inwestorów w kierunku bardziej ryzykownych aktywów. W konsekwencji do wiosny indeks EURO STOXX zyskał prawie jedną czwartą wartości (zob. wykres 6). Jednakże, w połowie 2015 r. wzrosły wahania na rynkach i ceny akcji zaczęły spadać, odzwierciedlając niepewność otaczającą wydarzenia w Grecji oraz gwałtowne spadki na chińskich rynkach akcji, co - w połączeniu z gwałtownym spadkiem cen ropy naftowej - nasiliło obawy związane z prognozami dla gospodarki światowej. Jednak jesienią rynki akcji w strefie euro odnotowały wzrosty - częściowo ponieważ wspomniane obawy wzbudzały oczekiwania dalszej akomodacji polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w tym przez EBC - i zakończyły rok na poziomie około 8%.

Wykres 7

Łączny nominalny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw niefinansowych w strefie euro

(w proc. rocznie; 3-miesięczne średnie ruchome)

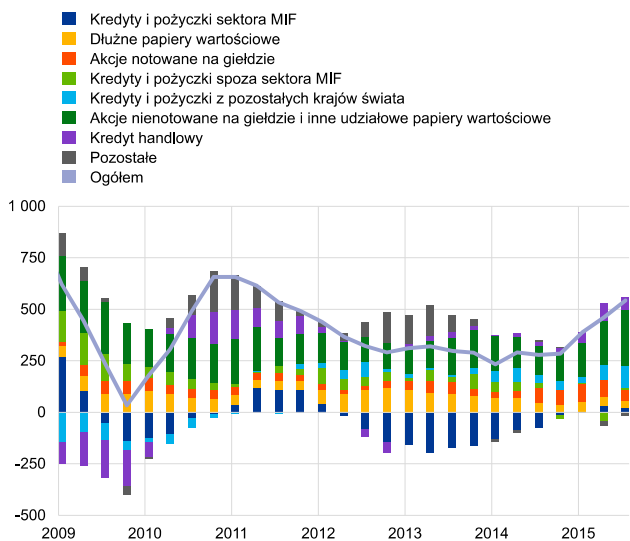


Źródła: EBC, Merrill Lynch, Thomson Reuters i obliczenia EBC.
Uwagi: Łączny koszt finansowania przedsiębiorstw niefinansowych Datastream jest obliczany jako średnia ważona kosztu kredytu bankowego, kosztu zadłużenia rynkowego i kosztu kapitału własnego, na podstawie kwot pozostałych do spłacenia, pochodzących z rachunków strefy euro. Koszt kapitału własnego mierzony jest za pomocą trzystopniowego modelu zdyskontowanych dywidend wykorzystującego informacje z indeksu rynku akcji przedsiębiorstw sektora niefinansowego. Najnowsze dane z listopada 2015 r.

Wykres 8

Zmiany w źródłach zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w strefie euro

(sumy z 4 kwartałów; mld EUR)



Źródła: Eurostat i EBC.
Uwagi: Kredyty i pożyczki sektora MIF oraz kredyty i pożyczki spoza sektora MIF (pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego, instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne) są korygowane o sprzedaż kredytów i sekurytyzacje. Pozycja „Pozostałe”, to różnica między kwotą ogółem a instrumentami uwzględnionymi w tym wykresie. Obejmuje ona pożyczki między spółkami powiązanyymi. Najnowsze dane dotyczą III kw. 2015 r.

Nominalny koszt finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw niefinansowych również osiągnął historyczne minimum

Poprzez obniżenie kosztów zadłużenia rynkowego i kosztu kapitału własnego, ogłoszenie PSPP przyczyniło się również do obniżenia w lutym 2015 r. łącznych kosztów nominalnych finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw niefinansowych (NFC) do nowego historycznego minimum (zob. wykres 7). W szczególności złagodzenie warunków finansowania przez banki, zarówno w wyniku PSPP jak i TLTRO, umożliwiło dalsze obniżenie kosztów kredytu bankowego dla przedsiębiorstw niefinansowych. Z powodu charakteru pośrednictwa finansowego w strefie euro, opartego głównie na kredycie bankowym, ograniczenie kosztów finansowania przez banki odgrywało ważną rolę w obniżeniu łącznego nominalnego kosztu finansowania zewnętrznego. Skompensowało ono wzrost kosztów zadłużenia rynkowego w drugiej połowie roku oraz skok kosztów kapitału własnego, związany z sytuacją na rynku akcji w połowie 2015 r. Co istotne, w roku 2015 nastąpił dalszy spadek zróżnicowania kosztów finansowania zewnętrznego w krajach strefy euro, ponieważ wpływ zwiększonej akomodacji polityki pieniężnej EBC wzmocnił się w tych krajach, które najbardziej odczuły skutki kryzysu.

Wzrost przepływu finansowania zewnętrznego

Niskie koszty finansowania (zarówno nominalne i realne), w połączeniu z łatwiejszym dostępem do finansowania i wzmocnieniem gospodarczym, doprowadziły do istotnego wzrostu wykorzystania finansowania zewnętrznego przez przedsiębiorstwa niefinansowe w pierwszych trzech kwartałach 2015 r. (zob. wykres 8). Kluczowymi czynnikami stymulującymi ogólny wzrost były kredyty bankowe, emisja nienotowanych akcji i kredyty kupieckie, natomiast trwający silny wzrost zatrzymanych zysków prawdopodobnie nieco zahamował emisję papierów wartościowych. Istotne jest to, że w roku 2015 po raz pierwszy od czterech lat przedsiębiorstwa niefinansowe

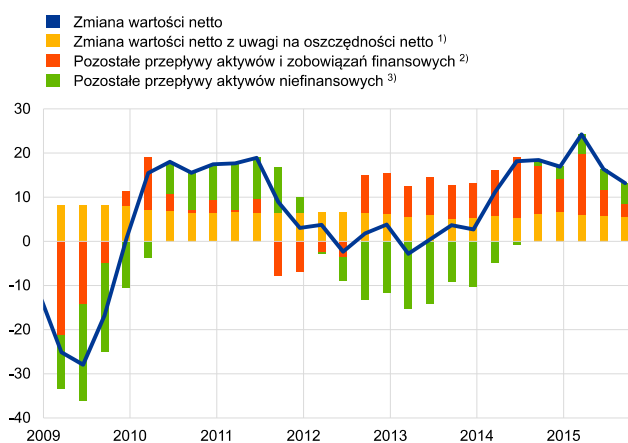
zwiększyły wykorzystanie kredytów bankowych, co odzwierciedlało zarówno silniejszą podaż kredytów, jak i utrzymującą się poprawę popytu na kredyt. Podaż kredytów wzrosła dzięki złagodzeniu warunków finansowania przez banki i poprawie relacji między ryzykiem a rentownością kredytów względem innych aktywów². Z kolei popyt na kredyt wspierały trwające spadki kosztów kredytowania na tle lepszych prognoz gospodarczych. Poza kredytami bankowymi, emisja dłużnych papierów

wartościowych i notowanych akcji gwałtownie wzrosła między styczniem a kwietniem 2015 r., po ogłoszeniu PSPP, ale spadła w drugiej połowie roku, kiedy finansowanie rynkowe stało się bardziej kosztowne.

Wykres 9

Zmiana wartości netto gospodarstw domowych

(sumy z 4 kwartałów, odsetek dochodu brutto do dyspozycji)



Źródła: Eurostat i EBC.

Uwagi: Dane dotyczące aktywów niefinansowych są szacunkami EBC. Najnowsze dane dotyczą II kw. 2015 r.

1) Pozycja ta obejmuje oszczędności netto, otrzymane transfery kapitałowe netto i różnicę między sprawozdaniami niefinansowymi a sprawozdaniami finansowymi.

2) Głównie zyski i straty z tytułu posiadania akcji i innych udziałowych papierów wartościowych.

3) Głównie zyski i straty z tytułu posiadania nieruchomości (w tym gruntów).

Dalszy wzrost wartości netto gospodarstw domowych

Niski poziom stóp procentowych i związany z nim wysoki poziom cen aktywów, który odzwierciedlała również dynamika cen domów, zwiększyły wartość netto gospodarstw domowych strefy euro w 2015 r. (zob. wykres 9).

Koszty finansowania gospodarstw domowych strefy euro utrzymały się na rekordowo niskim poziomie we wszystkich kategoriach kredytowania, ale nadal różniły się w zależności od kraju i rodzaju kredytu. Kredyty bankowe zaciągane przez sektor gospodarstw domowych odnotowały umiarkowane tempo ożywienia.

Ramka 2

Dlaczego stopy procentowe są tak niskie?

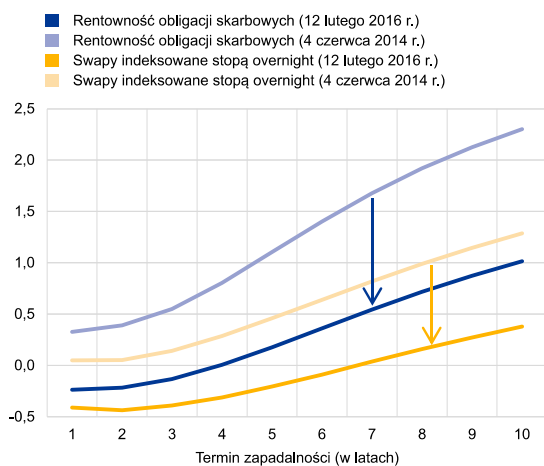
Nominalne stopy procentowe w strefie euro są obecnie na rekordowo niskim poziomie, przy czym stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących jest bliska zeru, natomiast stopa oprocentowania depozytów, ujemna. W ciągu ostatniego półtora roku, krzywa dochodowości w strefie euro obniżyła się i uległa spłaszczeniu (zob. wykres A).

² Więcej informacji na temat złagodzenia warunków finansowania przez banki zawiera również rozdział 1.5 części 1, w którym omówiono najnowsze wyniki badania ankietowego na temat akcji kredytowej w strefie euro.

Wykres A

Syntetyczna krzywa dochodowości obligacji skarbowych państw strefy euro i krzywa swapów na stopę overnight

(pkt. bazowe)



Źródło: EBC.

osiągnąć przez sprowadzenie stóp procentowych jak najbliższej poziomu, który odpowiada tzw. „stopie równowagi”. Jest to stopa procentowa, przy której zasoby są w pełni wykorzystywane w gospodarce, a inflacja pozostaje na stabilnym poziomie, najbardziej spójnym z celem banku centralnego, jakim jest stabilność cen. Zważywszy na dotkliwość kryzysu, nie można było tego osiągnąć prowadząc wyłącznie konwencjonalną politykę pieniężną. Stąd pojawiła się konieczność wprowadzenia szeregu działań niestandardowych. W przyszłości osiągnięcie stabilności cen stworzy warunki do ponownego wzrostu stóp procentowych i stopniowego powrotu do normalnych poziomów.

W związku z powyższym, w ramce dokonano przeglądu czynników odpowiedzialnych za niskie stopy procentowe w strefie euro i omówiono niektóre ich następstwa dla banków i deponentów. O ile akomodacyjna polityka pieniężna jest wyraźnie uzasadniona koniecznością wsparcia ożywienia gospodarczego i osiągnięcia właściwego poziomu inflacji i okazuje się bardzo skuteczną, co widać na przykładzie obniżenia oprocentowania kredytów bankowych i lepszej dostępności kredytu dla firm i gospodarstw domowych, niskie stopy procentowe mogą mieć pewne konsekwencje dla osób, które są w większym stopniu zależne od przychodu z tytułu odsetek, np. posiadaczy rachunków oszczędnościowych. Ponadto, niskie stopy procentowe mogą mieć niepożądane skutki uboczne, np. zachęcanie do podejmowania nadmiernego ryzyka na rynkach finansowych. Z tego względu, istotne jest zrozumienie czynników odpowiedzialnych za utrzymujące się niskie stopy procentowe, także dlatego, że mogą być one powiązane z czynnikami, które leżą poza strefą oddziaływania polityki pieniężnej.

Z uwagi na fakt, że taka sytuacja jest zdecydowanie nietypowa dla rozwiniętych gospodarek, ważne jest zrozumienie przyczyn tak niskiego poziomu stóp procentowych. Bardzo niskie stopy procentowe są jedynie częściowo wynikiem celowego działania banku centralnego. Odzwierciedlają one także czynniki globalne i typowe wyłącznie dla strefy euro, z których niektóre mają charakter długoterminowy, a niektóre związane są z następstwami kryzysu finansowego³.

O ile polityka monetarna nie może przeciwdziałać takim długofalowym siłom oddziałującym na gospodarkę strefy euro, musi zmierzyć się z wywołaną przez nie dezinflacyjną presją. Jeśli będzie to zgodne z jego mandatem, bank centralny może również reagować na wywołane kryzysem dodatkowe osłabienie popytu zagregowanego. Może to

³ Por. Bean, C., Broda, C., Ito, T. i Kroszner, R., „Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates”, *Geneva Reports on the World Economy* 17, International Center for Monetary and Banking Studies, październik 2015.

Czynniki odpowiadające za bardzo niski poziom stóp procentowych

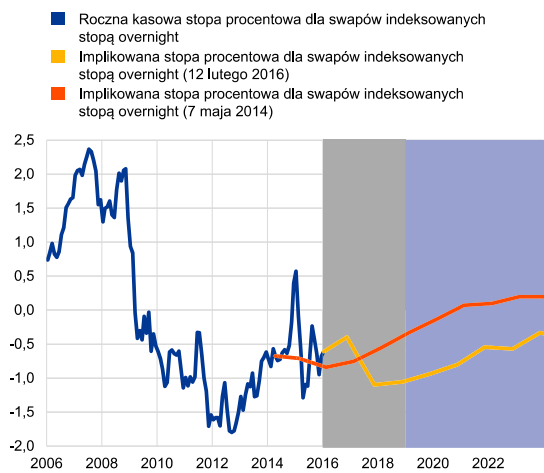
Jako sposób na lepsze zrozumienie różnych czynników odpowiadających za niskie stopy procentowe, warto rozbić długoterminowe nominalne stopy procentowe na cztery komponenty: inflację oczekiwaną w okresie zapadalności danego instrumentu, oczekiwaną ścieżkę krótkoterminowych realnych stóp procentowych, premię za ryzyko inflacji oraz realną premię terminową, które wspólnie stanowią wynagrodzenie oczekiwane przez inwestorów za przechowywanie obligacji długoterminowych w obliczu możliwości rolowania krótkoterminowych papierów wartościowych. W sumie, wszystkie te składniki przyczyniły się do bardzo niskiego poziomu długoterminowych stóp obserwowanego obecnie.

Z perspektywy długoterminowej, rentowności nominalne długoterminowych stóp procentowych spadają we wszystkich dużych gospodarkach rozwiniętych od lat 80-tych XX wieku. Częściowo odzwierciedla to usprawnienia w strategiach polityki pieniężnej przyjętych przez banki centralne, które obniżyły długoterminowe oczekiwania inflacyjne i zmniejszyły premie inflacyjne, co przyczyniło się do obniżenia rentowności nominalnych.

Wykres B

Oczekiwana ścieżka rocznej realnej stopy procentowej w strefie euro implikowana z danych rynkowych

(w proc. rocznie)



Źródło: EBC.

w celu organizacji różnych czynników kształtujących stopy procentowe w długim okresie, czynniki te ostatecznie odnoszą się do produktywności, wzrostu populacji i wahań skłonności do oszczędzania. Intuicja podpowiada, że czynniki te determinują inwestycje, a w następstwie popyt na środki, które mogą posłużyć do udzielania kredytów i które muszą znaleźć odpowiednik po stronie oszczędności. W długim horyzoncie czasowym, wzrost łącznej wydajności czynników produkcji oraz populacji zmniejsza się w strefie euro od dziesięcioleci. Istnieje również możliwość, że zwiększyła się globalna skłonność do oszczędzania.

Spadek nominalnych długoterminowych stóp procentowych można również wyjaśnić utrzymywaniem się na ujemnym poziomie realnych stóp procentowych z kontraktów terminowych (zob. wykres B). Z uwagi na fakt, że przyszłe realne stopy procentowe uwzględniają oczekiwaną realną stopę procentową i realną premię terminową, udowodniono, że oczekiwana realna stopa procentowa w odpowiednio odległym horyzoncie czasowym, po korekcie o premię terminową, jest dobrym przybliżeniem realnej stopy procentowej równowagi⁴.

Część spadku globalnych realnych stóp procentowych można przypisać czynnikom długoterminowym; druga część wynika z okoliczności o charakterze bardziej cyklicznym. W przypadku zastosowania podręcznikowego modelu wzrostu Solow'a

⁴ W celu uzyskania dalszych informacji, zob. Bomfim, A., „Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What can we learn from yields on indexed bonds?”, Zarząd Rezerwy Federalnej, lipiec 2001.

Oprócz wpływu wywieranego przez wspomniane czynniki długoterminowe, istnieją dodatkowe czynniki wpływające na realne stopy procentowe, które są bardziej bezpośrednio związane z globalnym kryzysem finansowym. W szczególności, strefa euro wciąż pracuje nad sposobem wyjścia z „recesji bilansowej”, w przypadku której widmo znacznego zadłużenia stwarza warunki do gwałtownego załamania, które z kolei wymusza delewarowanie na znaczną skalę i przedłuża czas trwania recesji.

Ostatnim składnikiem wpływającym na długoterminowe stopy procentowe jest premia terminowa. Również w tym przypadku czynniki długoterminowe współdziałały z elementami cyklicznymi związanymi z kryzysem finansowym, obniżając nominalne stopy procentowe. Premie terminowe w strefie euro zmniejszyły się pod wpływem programu skupu aktywów przez Eurosystem, a także takich czynników, jak podaż i popyt na bezpieczne aktywa na poziomie globalnym.

W sumie, niskie stopy procentowe są ostatecznie konsekwencją słabych trendów długoterminowych, połączonych z cyklicznymi następstwami złożonego kryzysu finansowego oraz nadzwyczajnie przedłużającej się recesji. Prognozowanie utrzymywania się tych wpływów jest obciążone znaczną niepewnością. O ile długoterminowe siły będące przyczyną utrzymującego się spadku realnych stóp procentowych pozostają poza zakresem polityki pieniężnej, do banku centralnego należy zapewnienie powrotu i stabilizacji inflacji na poziomie celu banku centralnego, umożliwiające gospodarce powrót na ścieżkę zrównoważonego wzrostu, poprzez reabsorbowanie cyklicznego zastoju. Aktualnie, mandat ten motywuje do wdrażania polityki, która może wywierać presję na obniżenie się krzywej dochodowości, umożliwiając utrzymanie warunków kredytowania na poziomach, które są wystarczająco akomodacyjne aby zapewnić normalizację warunków ekonomicznych w horyzoncie średnioterminowym.

Dane faktycznie potwierdzają, że utrzymywanie aktualnych i oczekiwanych krótkoterminowych stóp procentowych przez EBC na poziomie ich efektywnej dolnej granicy oraz obniżenie komponentu realnej premii terminowej stóp długoterminowych, znajdują odzwierciedlenie na rynkach finansowych. Oprocentowanie kredytów i pożyczek bankowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych nadal spadało. Jednocześnie, odnotowano ożywienie dynamiki akcji kredytowej, która pozostaje nadal słaba (zob. rozdział 1.5 niniejszej części).

W związku z powyższym, przyjęte obecnie przez EBC akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej jest koniecznym i skutecznym środkiem zapewnienia stabilności cen w średnim okresie. Ponieważ Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej stawia sobie stabilność cen jako nadrzędny cel polityki pieniężnej w strefie euro, przyjęte obecnie przez EBC nastawienie polityki pieniężnej jest w pełni zgodne z jego mandatem.

Ramka 3

Co niskie stopy procentowe oznaczają dla banków i deponentów?

Istotne jest monitorowanie, czy akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej EBC ma niekorzystne skutki uboczne dla banków i deponentów. O ile mandat w zakresie stabilności cen, zapisany w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej nie powinien być zastępować innych aspektów polityki, ryzyko skutków ubocznych może być złagodzone poprzez opracowanie odpowiednich zabezpieczeń i wyekspozowanie obszarów, w których inne domeny polityki powinny wzmocnić

działania ukierunkowane na podstawowe słabości w gospodarce w systemie finansowym strefy euro. Powszechne obawy związane z potencjalnymi skutkami ubocznymi akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej EBC i otoczeniem niskich stóp procentowych związane są z wpływem na rentowność banku oraz dochody z tytułu oszczędności.

Jeden z potencjalnych niekorzystnych wpływów na sektor finansowy często wiąże się ze skutkami, jakie środowisko niskich stóp procentowych - w szczególności, skup aktywów przez bank centralny i związane z nim spłaszczenie krzywej dochodowości - może wywierać na rentowność banku. Inaczej mówiąc, stosowanie tradycyjnego modelu biznesowego przez banki, polegającego na transformacji struktury terminowej aktywów w gospodarce (finansowaniu aktywów długoterminowych poprzez emisję krótkoterminowych zobowiązań) może być utrudnione przez presję na obniżenie ich wyników odsetkowych. Ponadto, ujemne stopy depozytów w banku centralnym mogą jeszcze bardziej obniżyć rentowność banków, które deponują duże ilości nadwyżek płynności w bankach centralnych Eurosystemu.

O ile te skutki są faktycznie widoczne, nie można zapominać o innych korzystnych skutkach wyrównawczych, związanych z programami skupu aktywów i ogólnie instrumentami akomodacyjnej polityki pieniężnej. Poprzez wspieranie działalności gospodarczej, instrumenty te poprawiają zdolność kredytobiorców do spłaty zobowiązań, wywierając pozytywny wpływ na bilanse banków, poprzez wyraźną poprawę jakości aktywów bankowych i obniżenie potrzeb finansowania banków. Ponadto, ogólny wzrost cen aktywów pobudzany przez akomodacyjną politykę pieniężną prowadzi do wzrostu wyceny takich aktywów w bilansach banków.

Oceniając na podstawie informacji uzyskanych z ankiet kredytowych banków strefy euro, aktualnie nic nie wskazuje na to, aby niekorzystne skutki dla rentowności banków wynikające z akomodacyjnego nastawienia EBC były szczególnie odczuwalne w strefie euro. Przeciwnie, kilka miesięcy po rozpoczęciu zakupów w ramach programu skupu aktywów (APP), dodatni procent netto banków zgłosił wzrost rentowności w wyniku APP. O ile ostateczny wpływ APP na rentowność banków może być różny w poszczególnych krajach, w zależności od struktury ich systemów bankowych, dostępne dane zasadniczo wspierają pozytywne oceny.

Druga obawa dotyczy spadku dochodów, jakie gospodarstwa domowe mogą uzyskać ze swoich oszczędności, w szczególności utrzymywanych w formie lokat bankowych⁵. Faktycznie, istnieje ścisły związek pomiędzy takimi dochodami i nastawieniem polityki pieniężnej. W konsekwencji, nominalne stopy oprocentowania wielu rodzajów oszczędności w strefie euro są aktualnie bardzo niskie w stosunku do historycznych poziomów

Jednakże, jak wyjaśniono wcześniej, otoczenie niskich stóp procentowych jest faktycznie odzwierciedleniem utrzymujących się warunków makroekonomicznych i strukturalnych. A zatem, niskie dochody z oszczędności są raczej symptomem niż przyczyną spowolnionego ożywienia. Odejście od przyjętego obecnie akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej doprowadziłoby do dalszego ograniczenia dynamiki wzrostu gospodarczego, zniechęciłoby do zaciągania kredytów

⁵ Zob. Bindseil, U., Domnick, C. i Zeuner, J., „Critique of accommodating central bank policies and the ‘expropriation of the saver’ – A review”, *Occasional Paper Series*, Nr 161, EBC, maj 2015 – artykuł zawierający bardziej szczegółowe omówienie argumentów potwierdzających fakt, że deponenci ponoszą koszty akomodacyjnej polityki pieniężnej. Dalsze szczegóły zawiera artykuł pt. „German households’ saving and investment behaviour in light of the low-interest-rate environment”, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, październik 2015.

(np. przez firmy, które mają zamiar sfinansować opłacalne projekty inwestycyjne) i ostatecznie przyczyniłoby się do przedłużenia okresu utrzymywania się niskich stóp procentowych.

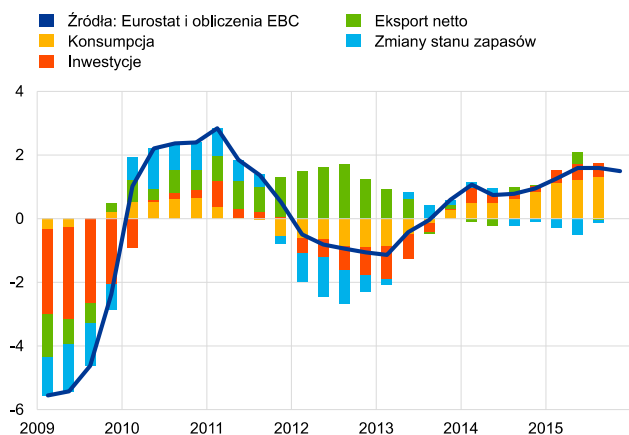
Ostatecznie, kluczową kwestią jest odniesienie się do fundamentalnych sił, które odpowiadają za obserwowany obecnie niski poziom realnej stopy równowagi. Należy tego dokonać głównie poprzez prowadzenie efektywnej polityki strukturalnej, która może podnieść produktywność i wzmocnić wzrost gospodarczy w sposób zrównoważony. Również polityka fiskalna powinna wspierać ożywienie gospodarcze, pozostając w zgodności z regulacjami EU. Wreszcie, w celu usunięcia pozostałych przeszkód wysokiego i zrównoważonego wzrostu, konieczne jest rozwiązanie problemu instytucjonalnych braków Unii Gospodarczej i Walutowej, zgodnie z założeniami określonymi w Raporcie Pięciu Przewodniczących.

1.3 Aktywność gospodarcza

Pomimo osłabienia w otoczeniu zewnętrznym, aktywność gospodarcza w strefie euro pozostała na wysokim poziomie dzięki poprawie popytu krajowego. W konsekwencji, stopniowe ożywienie w strefie euro, które rozpoczęło się w drugim kwartale 2013 r., obserwowano przez cały 2015 r. Średni roczny wzrost osiągnął poziom 1,5% w 2015 r. (zob. wykres 10), co stanowi najwyższy poziom od 2011 r. Stopniowa poprawa dynamiki wzrostu odzwierciedlała głównie stabilne spożycie indywidualne obserwowane w krajach strefy euro na szeroką skalę (por. ramka 4). Obroty handlowe netto również nieco przyczyniły się do wzrostu, głównie dzięki zwiększeniu udziału w rynkach eksportowych, po znacznej deprecjacji euro, która rozpoczęła się w połowie 2014 r. Jednak wzrost inwestycji był nadal słaby, hamowany przez stosunkowo powolne postępy w zakresie wdrażania reform strukturalnych w niektórych krajach i niezbędnych korekt bilansów w wielu sektorach.

Wykres 10
Realny PKB strefy euro

(zmiana w proc. r/r; udziały w pkt proc.. r/r)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

W 2015 r. nadal obserwowano ożywienie gospodarcze w strefie euro, pomimo słabszych perspektyw globalnego wzrostu

Przyspieszenie średniego rocznego wzrostu w 2015 r. wspierało silnie akomodacyjne nastawienie polityki pieniężnej EBC, które było przenoszone do gospodarki poprzez złagodzenie warunków finansowania, poprawę nastrojów rynkowych, bardzo niskie stopy procentowe, a także deprecjację euro. Spadek cen ropy naftowej i stopniowa poprawa na rynkach pracy w strefie euro stanowiły kolejny impuls dla wzrostu w 2015 r.

Oprócz poprawy nastrojów konsumentów, różne działania w zakresie polityki pieniężnej wdrożone w ostatnich latach, łącznie z rozszerzeniem programu skupu aktywów na początku 2015 r., zwiększały

zaufanie przedsiębiorców, ponieważ poprawiły się warunki finansowania, w tym dla małych i średnich przedsiębiorstw. Sprzyjało to inwestycjom, a ich średni udział we wzroście w 2015 r. był wyższy niż w 2014 r. i 2013 r., odzwierciedlając poprawę zysków firm, mniejsze ograniczenia popytu i wzrost wykorzystania potencjału. Jednakże, o ile inwestycje wzrosły na początku 2015 r., wciąż jednak utrzymały się około 15% poniżej swojego poziomu obserwowanego przed kryzysem.

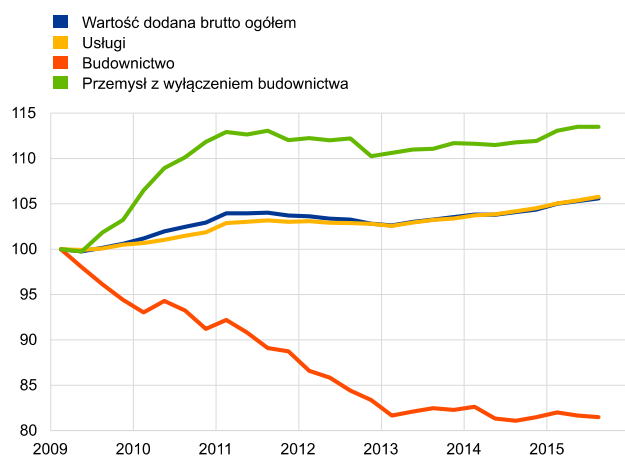
Popyt wewnętrzny w strefie euro poprawił się w 2015 r. i był średnio najwyższy od 2007 r. Wskaźnik oszczędności gospodarstw domowych w 2015 r. był zasadniczo stabilny, co wzmacniało dynamikę konsumpcji. Spożycie publiczne miało pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy w 2015 r. Zadłużenie sektora publicznego i prywatnego, które w niektórych krajach utrzymało się na wysokim poziomie, miało ograniczający wpływ na popyt krajowy. Ponadto, powolny postęp w zakresie wdrażania reform strukturalnych nadal osłabiał wzrost.

Dynamika wzrostu gospodarczego w 2015 r. była hamowana przez słabą koniunkturę w otoczeniu zewnętrznym (zob. podrozdział 1.1 w rozdziale 1). O ile spowolnienie we wschodzących gospodarkach rynkowych generowało trudności dla wzrostu eksportu strefy euro, znaczna deprecjacja efektywnego kursu walutowego euro, która rozpoczęła się w połowie 2014 r. była korzystna dla eksportu i prowadziła do zwiększenia udziału strefy euro w rynkach eksportowych. Stosunkowo silna wydajność eksportu opierała się na przesunięciu w strukturze geograficznej eksportu, dzięki czemu gospodarki rozwinięte, takie jak gospodarka Stanów Zjednoczonych, miały coraz większy udział w eksporcie strefy euro. Ponadto, w 2015 r. nastąpiło dalsze ożywienie obrotów handlowych wewnątrz strefy euro, odzwierciedlając pozytywne zmiany popytu krajowego w strefie euro. Wskaźniki wzrostu, zarówno dla eksportu i importu w 2015 r. były wyższe niż w okresie poprzednich trzech lat. W sumie, obroty handlowe netto mogły mieć nieznaczny pozytywny wpływ na wzrost w 2015 r.

Wykres 11

Realna wartość dodana brutto strefy euro, wg rodzaju działalności

(indeks: 1 kw. 2009 = 100)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Z perspektywy sektorowej, ożywienie w 2015 r. obserwowano w większości sektorów (zob. wykres 11). Łączna wartość dodana brutto niemalże osiągnęła swój najwyższy poziom odnotowany przed kryzysem w trzecim kwartale 2015 r., utrzymując się na ścieżce wzrostu przez ostatnie trzy lata. Wzrost wartości dodanej w usługach był nadal wyższy niż w przemyśle (z wyłączeniem budownictwa), a także w sektorze budowlanym i w trzecim kwartale 2015 r. przewyższał o prawie o 3% najwyższy poziom odnotowany przed kryzysem. Wartość dodana w przemyśle, z wyłączeniem budownictwa, utrzymała się poniżej poziomu sprzed kryzysu, ale stopniowo wzrastała. Natomiast wartość dodana w budownictwie wykazała w 2015 r. niewielki spadek i utrzymywała się znacznie poniżej najwyższych poziomów notowanych przed kryzysem w 2011 r.

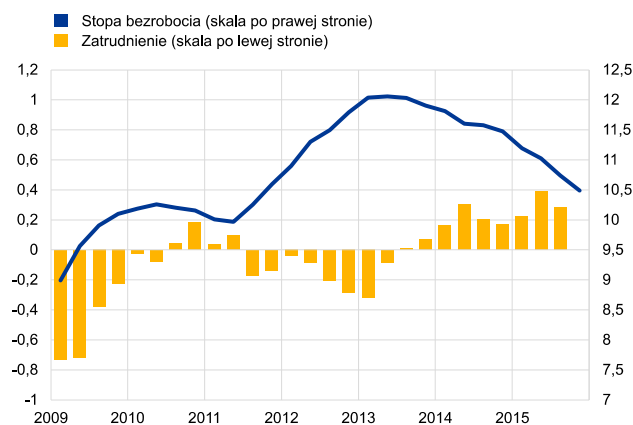
Dalsza stopniowa poprawa sytuacji na rynkach pracy

W 2015 r. nastąpiło dalsze ożywienie rynków pracy (zob. wykres 12). W 2015 r. nadal obserwowano wzrost liczby osób zatrudnionych, który rozpoczął się w połowie 2013 r. W trzecim kwartale roku, liczba osób zatrudnionych w strefie euro była o 1,1% wyższa niż w odpowiednim kwartale 2014 r., ale pozostawała nadal około 2% poniżej najwyższego poziomu notowanego przed kryzysem. Wzrost zatrudnienia w 2015 r. odzwierciedlał głównie poprawę sytuacji w Hiszpanii i Niemczech, ale niektóre inne kraje, poprzednio podatne na zagrożenia, również przyczyniły się do tego wzrostu.

Wykres 12

Wskaźniki rynku pracy

(stopa wzrostu kw/kw; odsetek siły roboczej; skorygowane o efekty sezonowe)



Źródło: Eurostat.

W ujęciu sektorowym wzrost zatrudnienia nastąpił głównie w sektorze usług, podczas gdy liczba osób zatrudnionych w przemyśle, z wyłączeniem budownictwa, wzrosła tylko w umiarkowanym stopniu, a zatrudnienie w budownictwie spadło. W 2015 r. całkowita liczba przepracowanych godzin wzrosła nieco mniej niż liczba zatrudnionych osób. Roczny wzrost produktywności na osobę pozostał niski i wyniósł średnio około 0,5% kwartalnie przez pierwsze trzy kwartały 2015 r., w porównaniu do średniej stopy wzrostu wynoszącej 0,3% w 2014 r.

W 2015 r. stopa bezrobocia nadal spadała, osiągając w czwartym kwartale 2015 r. 10,5%, co było najniższą wartością odnotowaną od początku 2012 r. Spadek bezrobocia, który rozpoczął się w pierwszej połowie 2013 r. był widoczny we wszystkich grupach wiekowych

i w przypadku obu płci. W całym roku 2015, stopa bezrobocia wyniosła średnio 10,9%, w porównaniu ze średnią stopą wynoszącą 11,6% w 2014 r. i 12% w 2013 r.

Jednakże, o ile stopa bezrobocia w strefie euro istotnie spadła od połowy 2013 r., szersze działania powodujące zastój na rynku pracy - obejmujące osoby wbrew własnej woli zatrudnione w niepełnym wymiarze czasu pracy i osoby, które wycofały się z rynku pracy - utrzymują się nadal na podwyższonym poziomie. Przy około sześciu milionach ludzi aktualnie objętych zatrudnieniem w niepełnym wymiarze czasu pracy, wbrew własnej woli, z powodu braku pracy na pełen etat oraz ponad sześciu milionach pracowników zniechęconych do pracy (tj. osób, które zrezygnowały z poszukiwania pracy i wycofały się z rynku pracy), rynek pracy strefy euro nadal wykazuje istotne cechy zastoju.

Ramka 4

Znaczenie konsumpcji prywatnej dla ożywienia gospodarczego

Konsumpcja prywatna jest głównym motorem ożywienia gospodarczego w strefie euro. Podczas gdy inwestycje były słabe, prowadzono konsolidację fiskalną a wzrost obrotów handlowych był umiarkowany. Od początku 2013 r. następowało stopniowe ożywienie konsumpcji prywatnej. Jej

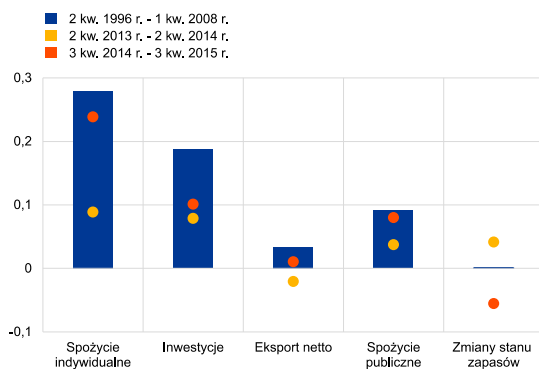
wkład do wzrostu PKB w okresie III kw. 2014 r. - III kw. 2015 r. zbliżał się do średniego poziomu sprzed kryzysu, inaczej niż w przypadku inwestycji (zob. wykres A).

Odnotowane w ostatnim czasie ożywienie konsumpcji następowało równolegle do stabilnej poprawy na rynkach pracy. Obserwowany od początku 2013 r. wzrost zaufania konsumentów odzwierciedla silny wzrost realnego dochodu do dyspozycji, co z kolei wynika ze stabilnej poprawy sytuacji na rynkach pracy (zob. wykres B). W tym okresie, stopa bezrobocia spadła o 1,6 punktu procentowego, ale pozostaje nadal na poziomie wyższym niż przed kryzysem (w czwartym kwartale 2015 r. była ona wyższa o 3,3 punktu procentowego niż w pierwszym kwartale 2008 r.). Patrząc na poszczególne kraje strefy euro, obserwowany w ostatnim okresie wzrost konsumpcji był stosunkowo wysoki w krajach, gdzie nastąpiła znacząca poprawa na rynkach pracy. Ożywienie na rynku pracy było szczególnie wyraźne w Hiszpanii, Irlandii i Portugalii. W tych krajach ożywieniu na rynku pracy towarzyszył istotny wzrost dochodu do dyspozycji i konsumpcji.

Wykres A

Średni wkład głównych składników PKB do wzrostu PKB w ujęciu kwartalnym

(średni udział kw/kw; punkty procentowe)

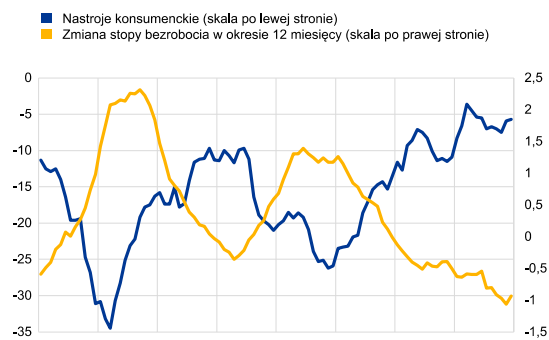


Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Wykres B

Zaufanie konsumentów i zmiana stopy bezrobocia

(proc.; punkty procentowe)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Niższe ceny energii odgrywały również istotną rolę w obserwowanym w ostatnim czasie ożywieniu konsumpcji. Od początku 2013 r. siła nabywczą gospodarstw domowych, mierzona realnymi dochodami do dyspozycji, wzrosła o około 3%. Około jedna trzecia tego wzrostu spowodowana była spadkiem cen energii⁶.

Ponadto, wydaje się, że wpływ wzrostu siły nabywczej, będącego wynikiem niższych cen energii na konsumpcję był, w sytuacji utrzymującego się ożywienia, silniejszy niż zazwyczaj. Część wzrostu realnych dochodów do dyspozycji wynikająca ze spadku cen konsumpcyjnych zostaje zwykle zaoszczędzona na okres kilku kwartałów. Stopa oszczędności zazwyczaj wzrasta po spadku cen ropy naftowej i maleje po ich wzroście. Taka sytuacja miała również miejsce podczas kryzysu finansowego, kiedy gwałtownym spadkiem cen ropy naftowej towarzyszył znaczący wzrost stopy oszczędności (zob. wykres C). Natomiast w ostatnich kwartałach stopa oszczędności utrzymywała się na stosunkowo stabilnym poziomie.

Niewielka reakcja stopy oszczędności na niższe ceny energii jest spójna z ustępującym efektem słumionego popytu konsumpcyjnego, zwłaszcza popytu na dobra trwałe, który w okresie kryzysu

⁶ Por. „An assessment of recent euro area consumption growth”, „Economic Bulletin”, 7/2015, EBC.

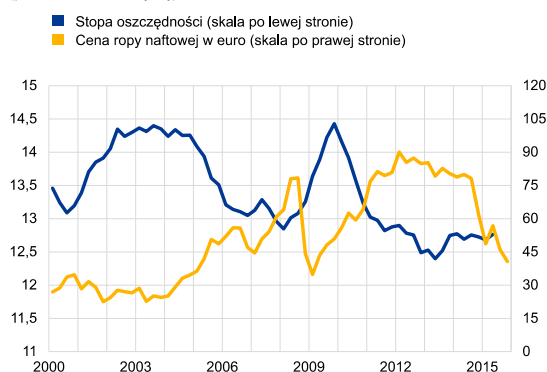
obniżył się w większym stopniu niż popyt na dobra nietrwałe i usługi (zob. wykres D). Zjawisko stłumionego popytu jest często obserwowane w przypadku dóbr trwałych bezpośrednio po recesji, kiedy konsumenci wstrzymują zakupy z powodu niepewności dotyczącej sytuacji gospodarczej. Im dłużej gospodarstwa domowe odkładają zakupy dóbr trwałych, tym silniejsza jest zarówno chęć, jak i potrzeba realizacji tych zakupów w okresie ożywienia. Tak więc, tłumiony popyt może prowadzić do przyspieszenia ożywienia bezpośrednio po okresie spowolnienia gospodarczego.

W związku z tym, obserwowany ostatnio wzrost konsumpcji dóbr trwałych może odzwierciedlać odbudowywanie popytu stłumionego podczas kryzysu (zob. wykres D). W latach 2007-2013 udział dóbr trwałych w całkowitej konsumpcji spadał w całej strefie euro. Spadek ten był znacznie większy w krajach, które bardziej dotkliwie odczuły skutki kryzysu. Z drugiej strony, wzrost udziału dóbr trwałych w łącznej konsumpcji w tych krajach od 2013 r. był szybszy. Wpływ stłumionego popytu na wzrost konsumpcji prawdopodobnie zaniknie, jak tylko gospodarstwa domowe dokonają odłożonych w czasie zakupów dóbr trwałych.

Wykres C

Stopa oszczędności i cena ropy naftowej

(proc. i euro za baryłkę)



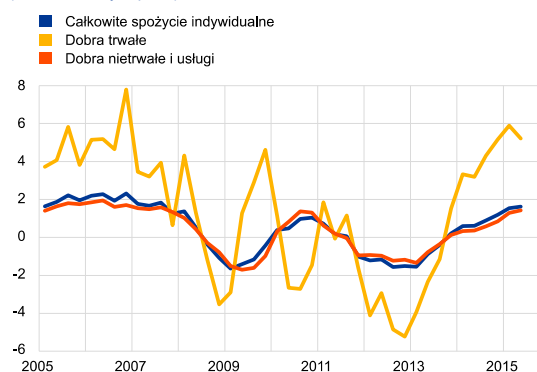
Źródła: Eurostat i MFW.

Uwaga: Stopa oszczędności stanowi stosunek oszczędności brutto gospodarstw domowych i instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych do rocznej ruchomej sumy ich dochodu do dyspozycji brutto.

Wykres D

Konsumpcja dóbr trwałych i nietrwałych oraz usług w strefie euro

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Uwagi: Ponieważ Eurostat publikuje dane o konsumpcji prywatnej w rozbiórce na dobra trwałe i nietrwałe tylko dla niektórych krajów strefy euro, zagregowane dane dla strefy euro uśredniono na podstawie danych z 17 krajów (tj. wszystkich krajów strefy euro z wyjątkiem Belgii i Irlandii). Najnowsze dane dotyczą drugiego kwartału 2015 r.

Z uwagi na fakt, że łączny wzrost realnych dochodów zdaje się być w dużej mierze wynikiem lepszej sytuacji na rynkach pracy, konsumpcja będzie rosła stabilnie, jeżeli sytuacja na rynkach pracy będzie ulegać dalszej poprawie. Nawet jeśli zaniknie wpływ niskich cen ropy naftowej i stłumionego popytu na dobra trwałe, utrzymująca się poprawa sytuacji na rynku pracy będzie nadal wspierać ożywienie konsumpcji prywatnej.

1.4 Kształtowanie się cen i kosztów

Inflacja mierzona wskaźnikiem HICP (Harmonized Index of Consumer Prices) była w roku 2015 w strefie euro bardzo niska a nawet ujemna, przy utrzymujących się niskich cenach surowców. Inflacja HICP z wyłączeniem cen surowców i żywności, po odbiciu od poziomów bliskich historycznemu minimum w pierwszej połowie roku, ustabilizowała się na poziomie 0,9% w drugiej połowie roku.

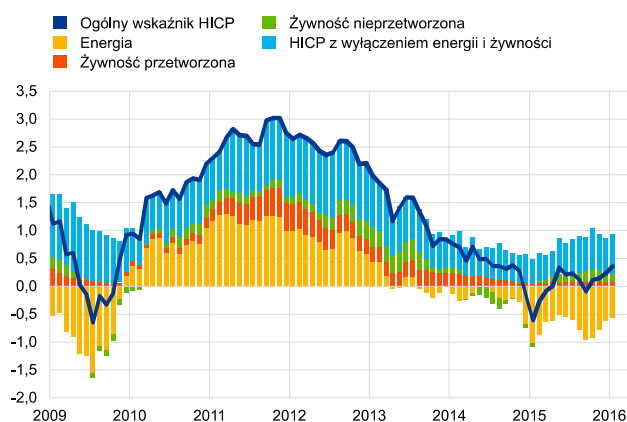
Dalszy spadek inflacji zasadniczej w roku 2015

W 2015 r. inflacja HICP w strefie euro wyniosła średnio 0,0%, w porównaniu z 0,4% w 2014 r. i 1,4% w 2013 r. Głównym czynnikiem kształtującym poziom inflacji HICP były ceny energii (zob. wykres 13). Inflacja zasadnicza dwukrotnie obniżyła się poniżej zera - najpierw na początku 2015 r., ponownie jesienią. Pod koniec roku inflacja zasadnicza powróciła do poziomu nieco powyższej zera.

Inflacja bazowa mierzona wskaźnikiem HICP z wyłączeniem cen energii i żywności odbiła się od historycznego minimum 0,6% zanotowanego na początku 2015 r. (zob. ramka 5). W drugiej połowie roku ustabilizowała się ona na poziomie ok. 0,9%, inflacja średnioroczna zaś wyniosła 0,8% (zob. rysunek 14). Czynniki zewnętrzne, w tym opóźnione skutki aprecjacji euro obserwowanej do maja 2014 r., oraz pośredni wpływ spadków cen ropy i innych surowców hamowały inflację HICP w ciągu całego roku. Spośród czynników wewnętrznych, niski poziom inflacji bazowej wspierały dodatkowo niska dynamika płac oraz słaba - w warunkach silnie konkurencyjnego środowiska - pozycja przetargowa firm w zakresie dyktowania cen.

Wykres 13
Inflacja HICP i jej dekompozycja wg składników

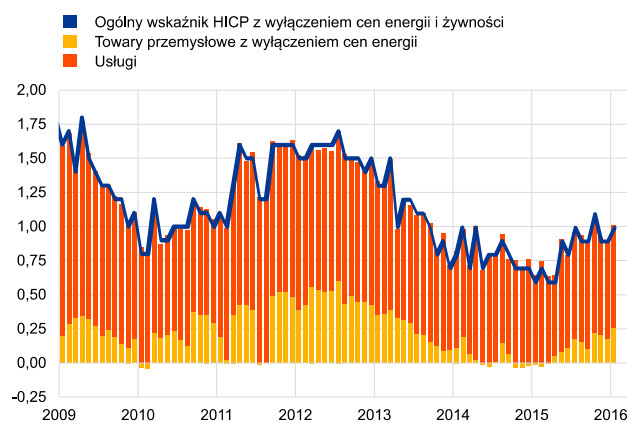
(zmiany w ujęciu rocznym w proc. i udziały w pkt proc.)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Wykres 14
Inflacja HICP z wyłączeniem energii i żywności oraz dekompozycja wg składników

(roczne zmiany w proc. i udziały w pkt proc.)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Analiza poszczególnych składników inflacji HICP pokazuje, że źródłem presji na spadek inflacji HICP w wymiarze całego roku 2015 były ceny energii. Inflacja cen energii była ujemna we wszystkich miesiącach 2015 r., głównie z powodu zmian cen ropy wyrażonych w euro.

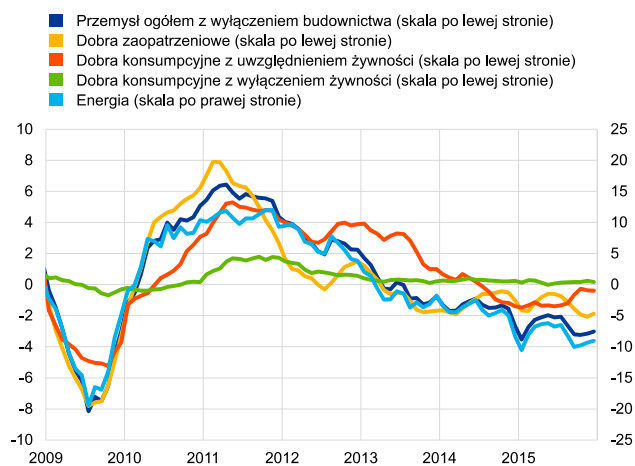
Od początku 2015 r. inflacja cen żywności ma tendencję wzrostową głównie za sprawą inflacji żywności nieprzetworzonej. Odnotowany jesienią gwałtowny wzrost inflacji żywności nieprzetworzonej odzwierciedlał wpływ, wyjątkowo upalnego lata, na ceny owoców i warzyw. Inflacja cen żywności przetworzonej pozostała zasadniczo niezmienna w ciągu całego roku.

Roczne tempo zmian cen towarów przemysłowych z wyłączeniem energii wzrosło znacznie w stosunku do bardzo niskich poziomów odnotowanych w 2014 r. i na początku 2015 r. Motorem tego wzrostu były przede wszystkim ceny dóbr trwałego użytku oraz, w mniejszym stopniu, dóbr półtrwałego użytku. Z kolei inflacja dóbr nietrwałego użytku pozostała na zasadniczo stabilnym poziomie. Trend wzrostowy wynikał przede wszystkim z obserwowanej od maja 2014 r. deprecjacji euro. W kontekście tendencji długoterminowych, czynnikiem ograniczającym inflację artykułów przemysłowych pozostaje szybki spadek cen dóbr zaawansowanych technologicznie, które są przedmiotem ostrej konkurencji zarówno na rynku krajowym, jak i międzynarodowym.

Wykres 15

Struktura cen produkcji sprzedanej przemysłu

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

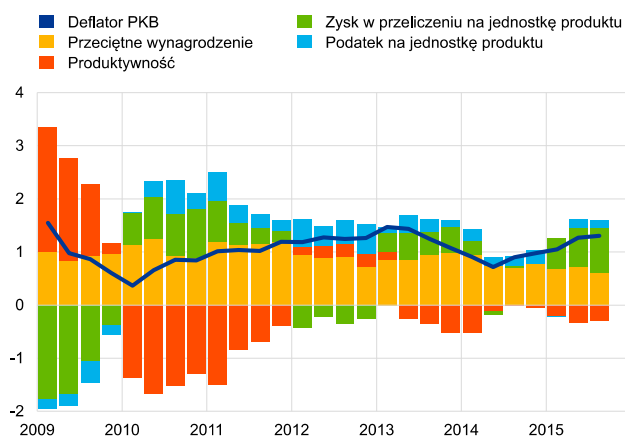
Rosnące na skutek deprecjacji euro ceny importu były głównym czynnikiem presji związanej z transmisją cen. Ceny importu nieżywnościowych dóbr konsumpcyjnych w ciągu całego roku wykazywały konsekwentnie wysokie roczne tempo wzrostu. Jeżeli chodzi o czynniki wewnętrzne, związana z transmisją cen presja na wzrost konsumpcyjnych cen nieenergetycznych artykułów przemysłowych pozostała słaba. Było to widoczne przede wszystkim w niskich - nieco poniżej zera - poziomach inflacji cen producentów w branży nieżywnościowych dóbr konsumpcyjnych w ciągu całego roku. Ceny producenta na rynku dóbr zaopatrzeniowych oraz ceny ropy i innych surowców w euro wskazują, że presja cenowa była również niewielka na wcześniejszych etapach łańcucha cenowego, głównie dzięki niskim cenom energii i surowców nieenergetycznych (zob. wykres 15).

Inflacja cen usług pozostała stabilna, poruszając się w przedziale od 1,0% do 1,3% w 2015 r., co odzwierciedlało znaczne spowolnienie na rynkach produkcji i pracy w strefie euro. Pozycje składnika "usługi" inflacji HICP są zwykle pochodzenia krajowego, co oznacza, że ceny usług zależą przede wszystkim od zmian popytu i kosztu siły roboczej w poszczególnych krajach.

Wykres 16

Struktura deflatora PKB

(roczne zmiany w proc. i udziały w pkt proc.)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Dalsza słabość wewnętrznej presji kosztowej

Wewnętrzna presja kosztowa generowana przez koszty pracy w pierwszych trzech kwartałach 2015 r. pozostała na niskim poziomie (zob. wykres 16). Istotne spowolnienie gospodarcze i przewaga podaży nad popytem na rynku pracy strefy nadal osłabiały presję na wzrost kosztów pracy i możliwości cenotwórcze firm. Ponadto wprowadzane w ostatnich latach strukturalne reformy rynku pracy i produktów zwiększyły elastyczność dostosowań płac i cen w dół w niektórych krajach strefy euro. Także wzrost realnej siły nabywczej wynagrodzeń związany z niską inflacją ograniczał presję na podwyżki płac.

Wynagrodzenie na pracownika w strefie euro wzrosło o 1,1% (w ujęciu rocznym) w trzecim kwartale 2015 r.;

średni wzrost wynagrodzeń, wynoszący 1,2% za pierwsze trzy kwartały 2015 r. jest niższy w stosunku do 2014 r. Utrzymała się niska - znacznie poniżej 1% - roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy. Wynikało to głównie ze spadku dynamiki wynagrodzeń na pracownika. Natomiast wzrost wydajności, po przyspieszeniu z pierwszej połowy 2015 r., w kolejnych miesiącach nieco osłabł.

W 2015 r. odnotowano wzrost wewnętrznej presji kosztowej związanej z poziomem zysków. Roczne tempo wzrostu zysków (mierzonych jako nadwyżka operacyjna brutto) w pierwszych trzech kwartałach 2015 r. wykazywało tendencję zwyżkową, co odzwierciedlało ożywienie gospodarcze, umiarkowane koszty wynagrodzeń i poprawę warunków wymiany handlowej związaną z niskimi cenami importu. W konsekwencji zysk na jednostkę produkcji był głównym czynnikiem wzrostu deflatora PKB w 2015 r.

Odbudowa długoterminowych oczekiwań inflacyjnych

Po odnotowaniu historycznych minimów na początku 2015 r. wzrosły długoterminowe oczekiwania inflacyjne. Dotyczy to zarówno oczekiwań mierzonych za pomocą badań ankietowych, jak i opartych na analizie rynku. Ankieta makroekonomiczna (Survey of Professional Forecasters) za czwarty kwartał 2015 r. wykazała oczekiwania inflacyjne na poziomie 1,9% w horyzoncie pięciu lat. Poziom długoterminowych oczekiwań inflacyjnych w ankiecie Consensus Economics z października 2015 r. wyniósł również 1,9%. W ciągu całego roku długoterminowe oczekiwania inflacyjne, oparte na analizach rynkowych kształtowały się poniżej oczekiwań mierzonych za pomocą badań ankietowych, częściowo za sprawą premii za ryzyko inflacyjne.

Ramka 5

Śledzenie zmian inflacji bazowej

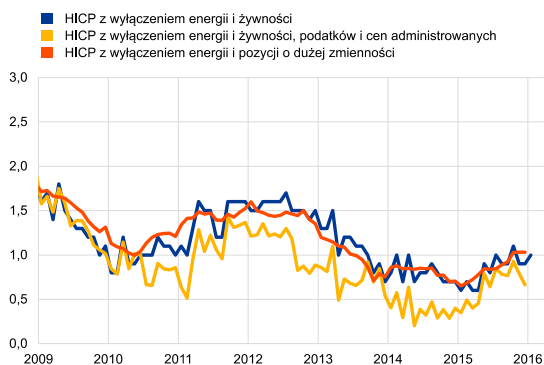
Pod koniec 2014 r. oceny rozwoju sytuacji makroekonomicznej w sposób istotny zależały od odpowiedzi na pytanie, kiedy i na ile trwale inflacja zacznie rosnąć. Niniejsza ramka przedstawia ewolucję różnych wskaźników inflacji bazowej, które są mniej zmienne od komponentów inflacji o charakterze przejściowym⁷; omawia również sygnały wskazujące na zwrot tendencji inflacyjnej⁸.

Stale, oczyszczone z komponentów o charakterze przejściowym miary inflacji bazowej neutralizują wpływ czynników przejściowych. Szeroko stosowaną miarą inflacji jest Zharmonizowany Wskaźnik Cen Konsumpcyjnych (HICP), wyłączający wpływ cen energii i żywności z uwagi na ich zmienność wynikającą z wrażliwości na gwałtowne zmiany cen surowców oraz, w przypadku żywności nieprzetworzonej, wpływ warunków pogodowych. Jednak wskaźnik ten może nadal uwzględniać istotny wpływ czynników przejściowych. Należą do nich np. czynniki sezonowe, szczególnie widoczne w przypadku cen artykułów związanych z podróżowaniem czy też artykułów podlegających sezonowym wyprzedażom, takich jak odzież czy obuwie. Kolejnym przykładem są jednorazowe zmiany w stawkach podatków pośrednich i cenach administrowanych, których wpływ na poziom cen na roczne tempo zmian ustaje po upływie roku.

Wykres A

Stale, oczyszczone z komponentów o charakterze przejściowym miary inflacji bazowej

(roczne zmiany w proc.)



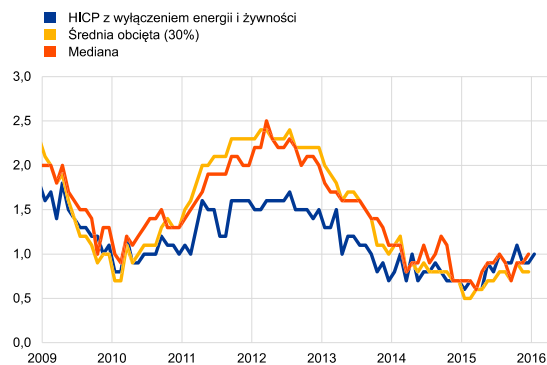
Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Uwagi: Komponenty zmienne obejmują ceny transportu lotniczego, zakwaterowania, wyjazdów zorganizowanych oraz odzieży i obuwia.

Wykres B

Statystyczne, oczyszczone z komponentów o charakterze przejściowym miary inflacji bazowej

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Różne analizowane wskaźniki oczyszczone z komponentów o charakterze przejściowym sugerują różny moment zwrotu tendencji inflacyjnych. W ciągu dwóch ostatnich lat, wskaźnik inflacji HICP po wyłączeniu cen energii, żywności, podatków i cen administrowanych osiągnął punkt zwrotny w maju 2014 r. Jednak sygnały wyraźniejszej tendencji zwyżkowej pozostawały słabe aż do przełomu lat 2014-15, kiedy wskaźnik inflacji HICP po wyłączeniu cen energii i żywności również spadł do

⁷ Wskaźniki inflacji bazowej obserwuje się zwykle ze względu na możliwość śledzenia tendencji inflacyjnych oraz/lub prognozowania inflacji konsumenckiej. Zob. ramka zatytułowana *Are sub-indices of the HICP measures of underlying inflation?*, „Monthly Bulletin”, grudzień 2013, EBC.

⁸ Zob. ramka zatytułowana *Has underlying inflation reached a turning point?*, „Economic Bulletin”, 5/2015, EBC.

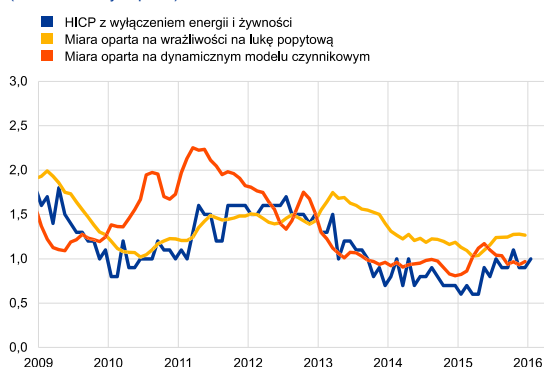
rekordowo niskiego poziomu (zob. wykres A). Wskaźnik inflacji bazowej, który oprócz cen energii i żywności wyłącza również wpływ przejściowych czynników sezonowych, charakteryzuje się znacznie mniejszą zmiennością i po osiągnięciu najniższego poziomu w listopadzie 2014r., konsekwentnie wskazywał na wzrost inflacji w pierwszej połowie 2015 r. Ponieważ jednak wszystkie wskaźniki inflacji obniżyły się nieco w stosunku do wysokich poziomów obserwowanych w letnich miesiącach, pojawiła się wątpliwość, czy faktycznie nastąpił zwrot w tendencjach inflacyjnych.

Oczyszczone z wahań sezonowych miary obliczane metodą statystyczną wskazują na podobną tendencję. Miary te ograniczają zmienność odczytów wskaźnika inflacji HICP dzięki wyłączeniu w poszczególnych miesiącach czynników o najwyższym i najniższym rocznym tempie zmian. Dwa przykłady takich wskaźników to średnia obciążona 30%⁹ i mediana ważona. Średnia obciążona 30% odbiła się od najniższego poziomu odnotowanego w styczniu 2015 r., podczas gdy mediana osiągnęła minimum w marcu 2015 r. (zob. wykres B). Tendencja zwykła obu tych miar była nieco słabsza niż stałych miar inflacji oczyszczonych z komponentów o charakterze przejściowym.

Wykres C

Miary inflacji bazowej wyliczane metodami ekonometrycznymi

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Uwagi: Indeks główny (żółta linia, trzymiesięczna średnia ruchoma) jest tworzony z wykorzystaniem tych składników wskaźnika inflacji HICP z wyłączeniem cen energii i żywności, w przypadku których luka popytowa ma zdolność predykcyjną w prognozowaniu poza próbą. Indeks główny U2 (pomarańczowa linia) oparty jest na dynamicznym modelu czynnikowym, wykorzystującym wskaźnik inflacji HICP dla 12 krajów.

w gospodarce. Wydaje się, że miara oparta na wrażliwości na lukę popytową osiągnęła punkt zwrotny w marcu 2015 r.

Podsumowując, sygnały dostarczane przez wszystkie te wskaźniki w czasie rzeczywistym obciążone są pewnym stopniem niepewności co do terminu, w którym nastąpi zwrot tendencji oraz co do skali wzrostu dynamiki cen. Z perspektywy czasu i na podstawie różnych wskaźników widać, że inflacja bazowa wzrosła w porównaniu z początkiem roku 2015 r. Jednak wyhamowanie tendencji wzrostowej w drugiej połowie roku sugeruje, że na razie nie ma pewności czy istotnie nastąpiło odwrócenie tendencji inflacyjnych.

Miary inflacji bazowej wyliczane metodami ekonometrycznymi potwierdziły te sygnały. Jedna z tych miar oparta jest na dynamicznym modelu czynnikowym, który ocenia wspólny i stały czynnik w stopach inflacji w poszczególnych krajach oraz składniki wskaźnika inflacji HICP. Ta miara inflacji osiągnęła najniższy poziom w grudniu 2014 r., po czym wyraźnie rosła aż do maja 2015 r. W miesiącach letnich, podobnie jak mediana, obniżyła się nieco, pozostając na tym poziomie do końca roku (zob. wykres C). Kolejna miara uwzględnia tylko te składniki wskaźnika inflacji HICP z wyłączeniem cen energii i żywności, w przypadku których luka popytowa miała w przeszłości zdolność predykcyjną. Jest to uzasadnione zależnością ekonomiczną, zgodnie z którą presja inflacji bazowej powinna rosnąć wraz z rosnącym wykorzystaniem zasobów

⁹ Średnia obciążona 30% oznacza obciążenie 15% wyników po obydwu stronach rozkładu.

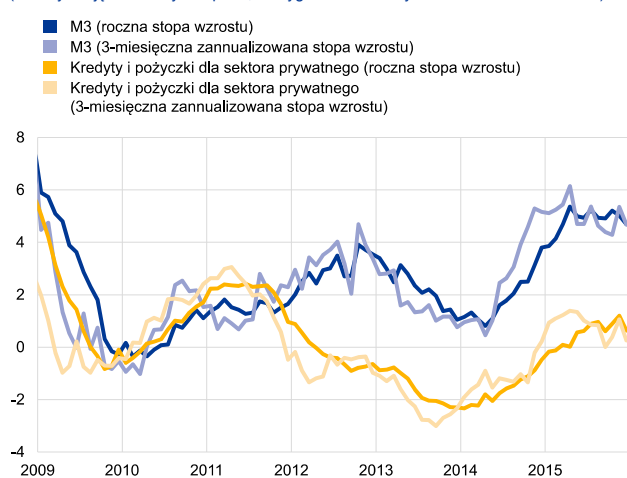
1.5 Sytuacja monetarna i kredytowa

W warunkach niskich stóp inflacji i niskich stóp procentowych, EBC podjął dodatkowe, niestandardowe przedsięwzięcia na gruncie polityki pieniężnej. Główne trendy zaobserwowane w 2015 r. to dalszy silny przyrost pieniądza, systematyczny, choć powolny wzrost akcji kredytowej oraz istotne obniżenie oprocentowania kredytów.

Wykres 17

M3 i kredyty i pożyczki dla sektora prywatnego

(zmiany w ujęciu rocznym w proc.; skorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Dalszy szybki wzrost akcji kredytowej

W 2015 r. tempo przyrostu szerokiego pieniądza najpierw przyspieszyło, aby od kwietnia pozostawać na niezmiennie wysokim poziomie. W grudniu 2015 r. roczna dynamika szerokiego agregatu M3 wyniosła 4,7%, w porównaniu z 3,8% na koniec 2014 r. Na zmiany sytuacji pieniężnej w strefie euro istotny wpływ wywarły dwa czynniki: (a) silny wzrost wąskiego agregatu pieniężnego M1, w szczególności depozytu overnight, związany z niskim kosztem alternatywnym utrzymywania instrumentów o najwyższej płynności; oraz (b) podjęcie przez EBC niestandardowych działań w postaci ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO) zapowiedzianych w czerwcu 2014 r. oraz rozszerzonego programu skupu aktywów (APP) zapowiedzianego w styczniu 2015 r.

Analizując poszczególne składniki M3, bardzo niskie podstawowe stopy procentowe EBC i stopy procentowe rynku pieniężnego napędzały szybki wzrost wąskiego agregatu pieniężnego (M1), który wyniósł 10,7% w grudniu 2015 r., w porównaniu z 8,1% w grudniu 2014 r. Agregat M1 wzrósł dzięki przyrostowi depozytów overnight gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych. Niskie oprocentowanie mniej płynnych aktywów pieniężnych przyczyniło się do obserwowanego obecnie kurczenia się depozytów krótkoterminowych innych niż depozyty overnight (tj. M2 minus M1), co w dalszym ciągu hamowało przyrost M3. Stopa przyrostu instrumentów zbywalnych (tj. M3 minus M2), która w niewielkim stopniu wpływa na zachowanie M3, osiągnęła poziom dodatni. Wynikało to w szczególności ze zwiększenia inwestycji w jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego, ponieważ stopa zwrotu z tych jednostek (w porównaniu z jednomiesięczną stopą EURIBOR) była dodatnia.

Kreacja pieniądza wspierana przez czynniki wewnętrzne

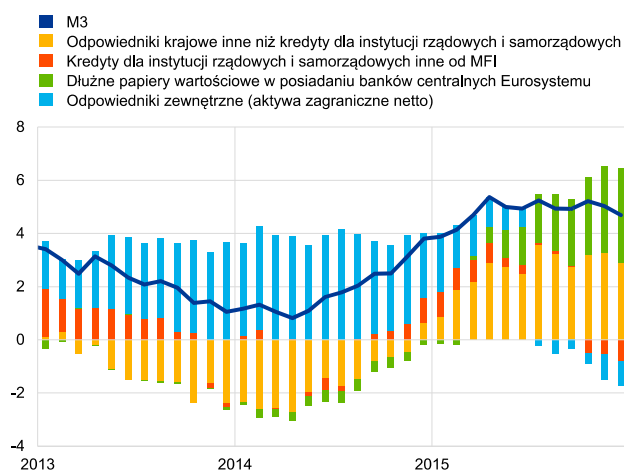
Ocena czynników kreacji M3 (zob. wykres 18) wskazuje, że w 2015 r. dynamika agregatu M3 wspierana była głównie przez czynniki wewnętrzne. W środowisku niskich stóp procentowych, dynamika M3 napędzana była przez ucieczkę od długoterminowych zobowiązań finansowych i wzrost udziału kredytów z sektora MIF.

Roczna dynamika długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw) w posiadaniu sektora dysponującego zasobami pieniężnymi spadła w ciągu roku do poziomu -6,7% w grudniu, w porównaniu z -5,3% na koniec 2014 r. Stan ten odzwierciedla stosunkowo płaska krzywa dochodowości, zamiany przez MIF długoterminowych dłużnych papierów wartościowych na środki z ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO) oraz skupu listów zastawnych przez banki centralne Eurosystemu w ramach programu zakupu listów zastawnych. Powiększało to zasoby pieniądza w takim stopniu, w jakim instytucje spoza sektora MIF sprzedawały te instrumenty.

Wykres 18

Czynniki kreacji M3

(zmiany w ujęciu rocznym w proc.; udziały w pkt proc.)



Źródło: EBC.

Istotnym źródłem kreacji pieniądza był zakup obligacji skarbowych przez banki centralne Eurosystemu w ramach programu zakupów aktywów sektora publicznego (zob. wykres 18, w szczególności pozycja „dłużne papiery wartościowe w posiadaniu banków centralnych Eurosystemu“). Jeżeli chodzi o czynniki krajowe inne niż kredyty dla instytucji rządowych i samorządowych, w 2015 r. nastąpił stopniowy wzrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego, w poprzednich latach będącej głównym hamulcem przyrostu pieniądza. Pomimo znacznej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, w 2015 r. zmniejszyła się pozycja aktywów zagranicznych netto podmiotów MIF strefy euro (będąca symetrycznym odbiciem pozycji zobowiązań zagranicznych netto podmiotów niefinansowych, regulowanych za pośrednictwem banków). Pozycja ta była głównym źródłem kreacji pieniądza w poprzednich latach. Sytuacja ta wynikała w

szczególności z odpływów portfelowych netto ze strefy euro w kontekście programu APP, który sprzyjał także zmianie struktury portfela na korzyść instrumentów finansowych spoza strefy euro.

Pomimo stopniowej poprawy - kontynuacja słabej dynamiki akcji kredytowej

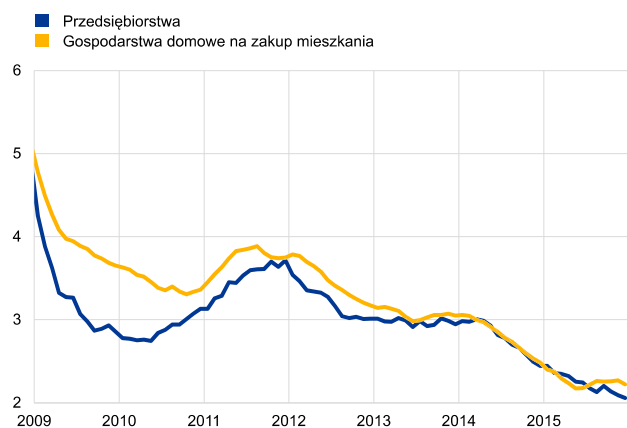
Powolny wzrost dynamiki akcji kredytowej odzwierciedlał zmiany w zakresie kredytów dla sektora prywatnego (zob. wykres 17). Roczna dynamika kredytów MIF dla rezydentów strefy euro rosła przez cały 2015 r. osiągając poziom 2,3% w grudniu w porównaniu do -0,2% w grudniu 2014 r. Odnotowano istotny wzrost akcji kredytowej zarówno na rzecz gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Podczas gdy roczna stopa przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych nadal rosła, roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw osiągnęła dodatni poziom dopiero w połowie 2015 r. Do poprawy dynamiki kredytów przyczyniły się istotne spadki stóp oprocentowania kredytów i pożyczek bankowych, wspierane przez dalszy spadek kosztów finansowania bankowego, co było związane z niekonwencjonalnymi działaniami monetarnymi podjętymi przez EBC.

Ponadto, jak wskazują wyniki badania ankietowego akcji kredytowej w strefie euro, zarówno zmiany w kryteriach udzielania kredytów, jak i zmiany popytu na kredyt wspierały wzrost akcji kredytowej. Badanie wykazało, że istotnymi czynnikami popytu na kredyt były: ogólny niski poziom stóp procentowych, zwiększone potrzeby finansowania inwestycji w środki trwałe oraz poprawa koniunktury na rynku mieszkaniowym. W tym kontekście, program zakupu aktywów wywarł per saldo łagodzący wpływ na kryteria kredytowe, a w szczególności, na warunki umów kredytowych. Ponadto banki informowały, że dodatkowa płynność uzyskana dzięki temu programowi oraz programowi ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących TLTRO została wykorzystana na udzielenie kredytów oraz zastąpienie innych źródeł finansowania. Pomimo tych udogodnień, dynamika akcji kredytowej pozostała ograniczona, pozostając nadal pod wpływem czynników, takich jak słaba koniunktura gospodarcza czy konsolidacja bilansów banków. Ponadto w niektórych regionach strefy euro podaż kredytów nadal ograniczają restrykcyjne warunki udzielania kredytów.

Wykres 19

Oprocentowanie kredytów i pożyczek bankowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych

(w proc. rocznie)



Źródło: EBC.

Uwaga: Wskaźnik oprocentowania kredytów i pożyczek bankowych jest wyliczany poprzez agregację stóp krótko- i długoterminowych z wykorzystaniem 24-miesięcznej średniej ruchomej wielkości nowej działalności.

Znaczny spadek oprocentowania kredytów i pożyczek bankowych dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw

Akomodacyjny kurs polityki pieniężnej EBC, wzmocnienie bilansów oraz redukcja rozdrobnienia na rynkach finansowych przyczyniały się do spadku całkowitych kosztów finansowania banków, które ustabilizowały się w pobliżu historycznego minimum. Od czerwca 2014 r. banki przekładają spadek kosztów finansowania na niższe oprocentowanie kredytów i pożyczek bankowych (zob. wykres 19), które w drugiej połowie 2015 r. osiągnęło historycznie niskie poziomy. Od początku czerwca 2014 r. do grudnia 2015 r. oprocentowanie kredytów i pożyczek bankowych dla przedsiębiorstw spadło o około 87 pkt bazowych, a dla gospodarstw domowych o około 69 pkt bazowych. Ponadto mały różnicę pomiędzy krajami w oprocentowaniu kredytów zarówno dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.

1.6 Polityka fiskalna i reformy strukturalne

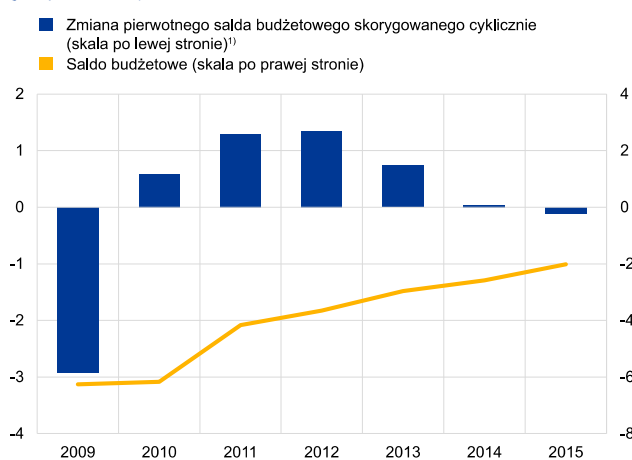
W 2015 r. deficyt fiskalny strefy euro zmniejszał się nadal, głównie dzięki korzystnej fazie cyklu gospodarczego i niskim kosztom odsetkowym. Natomiast kurs polityki fiskalnej w strefie euro był zasadniczo neutralny. Po raz pierwszy od ośmiu lat spadła - pozostając na wysokim poziomie - relacja zadłużenia sektora finansów publicznych do PKB. Dla zapewnienia stabilności finansów publicznych konieczny jest wzmocniony wysiłek fiskalny. Jednak aby utrzymało się ożywienie gospodarcze,

konsolidacja musi być „przyjazna“ wzrostowi. Wzrostowi sprzyjałoby również szybsze wdrażanie reform strukturalnych, których tempo w 2015 r. było nadal niskie, niezależnie od wysiłków podejmowanych na szczeblu europejskim. Stymulowanie ożywienia gospodarczego, zmniejszenie opóźnień poszczególnych krajów w stosunku do liderów gospodarczych oraz powiększenie potencjału wzrostu wymaga intensywniejszej realizacji reform w otoczeniu regulacyjnym i biznesowym oraz na rynku produktów i na rynku pracy.

Wykres 20

Saldo budżetowe a kurs polityki fiskalnej

(jako procent PKB)



Źródła: Eurostat i projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu z grudnia 2015 r.

1) Zmiana skorygowanego cyklicznie pierwotnego salda budżetowego pomniejszona o wpływ pomocy rządowej dla sektora finansowego

Dalsza redukcja deficytów budżetowych w 2015 r.

W 2015 r. obserwowano dalszy spadek deficytu fiskalnego strefy euro, przy czym tempo tego spadku było wolniejsze niż w poprzednim roku (zob. wykres 20). Zgodnie ze swoją projekcją z grudnia 2015 r., eksperci makroekonomiczni Eurosystemu oczekiwali zmniejszenia deficytu fiskalnego instytucji rządowych i samorządowych z 2,6% PKB w 2014 r. do 2,0% PKB w 2015 r. Prognozy te były zasadniczo zgodne z zimową prognozą gospodarczą Komisji Europejskiej z 2016 r. Spadek deficytu w 2015 r. nastąpił głównie dzięki korzystnej fazie cyklu gospodarczego oraz niższymi kosztom odsetkowym. Zyski nadzwyczajne wynikające z niższych niż pierwotnie zakładano kosztów odsetkowych w strefie euro w 2015 r. wyniosły ok. 0,2% PKB. Wiele krajów przeznaczyło część tych oszczędności na zwiększenie wydatków pierwotnych

zamiast, zgodnie z zaleceniami Rady ECOFIN dla poszczególnych krajów, wykorzystać je do redukcji zadłużenia. W niektórych krajach zanikanie czynników jednorazowych w 2015 r., związanych m.in. z udzielonym w 2014 r. wsparciem dla sektora finansowego, również przyczyniło się do poprawy sytuacji budżetowej.

Prognozuje się, że w 2015 r. nastąpiło nieznaczne pogorszenie pierwotnego salda strukturalnego. Działania konsolidacyjne, głównie w formie podwyżki podatków pośrednich, zrównoważyły pakiety bodźców fiskalnych, wprowadzane przez niektóre kraje w celu stymulacji wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. W powyższej sytuacji kurs polityki fiskalnej w strefie euro mierzony zmianą cyklicznie korygowanego salda pierwotnego, pomniejszoną o wpływ pomocy rządowej dla sektora finansowego, był w 2015 r. neutralny.

Obserwowano istotne różnice w bezpośrednich efektach napływu uchodźców dla budżetu poszczególnych krajów, w zależności od liczby uchodźców, tego czy dany kraj był dla nich krajem tranzytu czy też docelowym, różnic w uprawnieniach do świadczeń socjalnych a także przepisach regulujących dostęp do rynku pracy.

W krajach doświadczających największego napływu uchodźców wydatki z tym związane wyniosły w roku 2015 około 0,2% PKB¹⁰

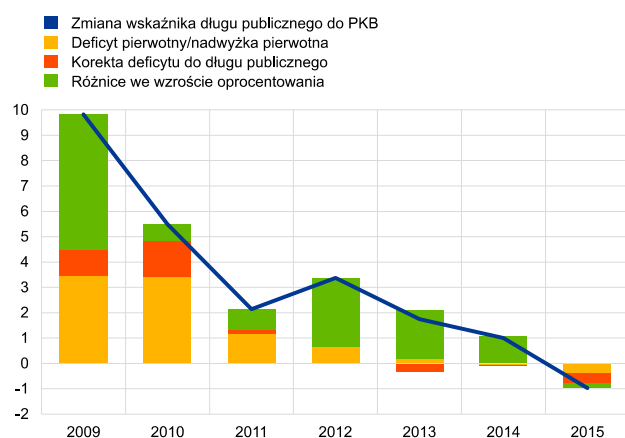
Dalsza konwergencja sald budżetu instytucji rządowych i samorządowych

W porównaniu z apogeum kryzysu, salda fiskalne wszystkich krajów strefy euro poprawiły się, głównie dzięki istotnym korektom strukturalnym przeprowadzonym w latach 2010-13. Nastąpiła dalsza konwergencja sald sektora finansów publicznych w poszczególnych krajach strefy euro; obecnie większość krajów wykazuje deficyt poniżej wartości referencyjnej, czyli 3% PKB. O postępie konsolidacji fiskalnej świadczył wzrost liczby krajów wychodzących z procedury nadmiernego deficytu (EDP). W 2015 r. zniesiono procedurę nadmiernego deficytu wobec Malty. Oczekuje się także, że Irlandia i Słowenia dokonają korekty nadmiernych deficytów w wymaganym przez procedurę terminie ustalonym na 2015 r., Cypr natomiast może osiągnąć ten cel na rok przed ostatecznym terminem w 2016 r. Jest natomiast prawdopodobne, że trzyprocentowy limit deficytu przekroczyła w 2015 r. Portugalia w związku ze wsparciem udzielonym sektorowi finansowemu. Oczekuje się, że w 2016 r. Francja, Hiszpania i Grecja będą nadal objęte procedurą nadmiernego deficytu.

Wykres 21

Czynniki wzrostu zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych

(jako procent PKB)



Źródła: Eurostat i projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu z grudnia 2015 r.

Relacja długu publicznego do PKB zaczyna spadać

Po osiągnięciu szczytów z 2014 r., zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych (wyrażone jako procent PKB) spadło po raz pierwszy od wybuchu kryzysu finansowego. Według projekcji ekspertów makroekonomicznych Eurosystemu z grudnia 2015 r. obniżyło się ono do 91% PKB w 2015 r. w porównaniu do 92% zanotowanych w 2014 r. Spadkowi zadłużenia sprzyjały korzystne zmiany w różnicach pomiędzy stopami procentowymi a stopami wzrostu gospodarczego, jak również pojawienie się niewielkich nadwyżek pierwotnych (zob. wykres 21). Do tej poprawy przyczyniło się również obniżenie relacji deficytu do zadłużenia odzwierciedlające, między innymi, wpływy z prywatyzacji. Jednak w niektórych krajach wskaźnik zadłużenia nadal rósł.

¹⁰ Zob. ramka „A first assessment of the macroeconomic impact of the refugee influx”, *European Economic Forecast Autumn 2015*, Komisja Europejska.

Tym niemniej w niektórych krajach strefy euro utrzymuje się wysoki poziom zadłużenia publicznego. W obliczu wyzwań związanych ze starzeniem się społeczeństwa i rosnącymi kosztami leczenia i długoterminowej opieki zdrowotnej, większej wagi nabiera potrzeba eliminacji zagrożeń dla długoterminowej obsługi długu. Zgodnie z prognozami zawartymi w Raporcie Komisji Europejskiej o starzeniu się społeczeństw z 2015 r., koszty związane z tym zjawiskiem wzrosną z 26,8% PKB w 2013 r. do 28,3% PKB w 2060 r. Wzrost ten będzie w głównej mierze wynikał z czynników demograficznych. Oczekuje się, że na ich skutek wskaźnik obciążenia demograficznego, tj. odsetek osób w wieku 65 lat i powyżej w stosunku do osób w wieku produkcyjnym (w wieku 15-65), niemal się podwoi, przekraczając 50% do 2060 r. Aby przedstawić koszty starzenia się społeczeństwa w odpowiedniej perspektywie, należy zauważyć, że projekcje te są obarczone znacznym ryzykiem realizacji jeszcze gorszego scenariusza, są bowiem po części oparte na bardzo korzystnych założeniach ekonomicznych i demograficznych¹¹. W raporcie z 2015 pt. „Fiscal Sustainability Report”, Komisja Europejska potwierdziła, że w części krajów strefy euro występują istotne średnio- i długoterminowe zagrożenia dla stabilności finansowej, jeśli nie nastąpią zmiany w polityce fiskalnej tych krajów. Ponadto analiza przedstawiona w tym dokumencie podkreśla wagę ścisłego wypełniania postanowień paktu Stabilności i wzrostu dla ewentualnej stabilizacji, a nawet redukcji wskaźników zadłużenia w krajach, w których są one obecnie na wysokim poziomie.

Potrzeba wzmoczonego wysiłku fiskalnego w niektórych krajach

W 2015 r. rządy wielu krajów stanęły w obliczu wyzwania takiego dostrojenia kursu polityki fiskalnej, aby zachować osiągnąć redukcję nadmiernego zadłużenia publicznego bez osłabienia ożywienia gospodarczego oraz przy zachowaniu pełnej zgodności z wymogami paktu stabilności i wzrostu. W niektórych krajach strefy euro stwierdzono istotne luki konsolidacyjne w stosunku do wymogów paktu w 2015 r. i kolejnych latach, wymagające wzmoczenia wysiłków fiskalnych. W dniu 17 listopada 2015 r. Komisja Europejska opublikowała ocenę projektów budżetu w kontekście wymogów paktu¹². Okazało się, że z 16 projektów tylko 5 (Estonii, Holandii, Luksemburga, Niemiec i Słowacji) odpowiadało w pełni wymogom paktu. Siedem (Belgii, Finlandii, Francji, Irlandii, Łotwy, Malty i Słowenii) uznano za „zasadniczo zgodne z wymogi paktu”, ponieważ jest prawdopodobne, że deficyt nominalny w tych krajach utrzyma się na wymaganym poziomie pomimo niezaplanowania wystarczających działań na rzecz ograniczenia deficytu strukturalnego. W przypadku czterech projektów budżetu (Austrii, Hiszpanii, Litwy i Włoch) stwierdzono „ryzyko niespełnienia wymogów paktu“.

W dniu 23 listopada Eurogrupa wezwała kraje, których projekty budżetu uznano za obarczone ryzykiem niespełnienia wymogów paktu do podjęcia dodatkowych kroków w celu przeciwdziałania ryzykom wskazanym przez Komisję.

¹¹ Zob. ramka „The 2015 Ageing Report: how costly will ageing in Europe be?”, „Economic Bulletin”, 4/2015, EBC.

¹² Analizę oceny Komisji przedstawia ramka „Review of draft budgetary plans for 2016”, „Economic Bulletin”, 8/2015, EBC.

Konsolidacja fiskalna nie powinna jednak ograniczać wzrostu. Obiecującym rozwiązaniem - po stronie wydatków - jest przegląd tychże, pozwalający na zidentyfikowanie uprawnień socjalnych, które być może nie prowadzą do poprawy położenia beneficjentów. Po stronie przychodów w wielu krajach potrzebne są reformy w kierunku bardziej „prowzrostowego” systemu podatkowego oraz ograniczenia uchylania się od zobowiązań. W szczególności ograniczenie klina podatkowego może mieć korzystny wpływ na wzrost i zatrudnienie.






Nadal wolne tempo realizacji reform strukturalnych w 2015 r.

Pomimo różnego tempa ożywienia gospodarczego w poszczególnych krajach strefy euro, zakres działań wzmacniających podaźową stronę gospodarki i jej odporność na zawirowania pozostał na ogół ograniczony w 2015 r. Tempo wdrażania reform strukturalnych było powolne, podobnie jak w roku 2014. Stało się tak mimo zmian wprowadzonych w semestrze europejskim w roku 2015, mających na celu zwiększenie roli poszczególnych krajów w realizacji reform oraz wsparcie ich wysiłków w tym zakresie. Analizując poszczególne obszary działania, wysiłki koncentrowały się na poprawie ram instytucjonalnych (w szczególności poprawie procedur prawnych w przypadku niewypłacalności), zwiększeniu efektywności aktywnej polityki rynku pracy oraz ograniczeniu klina podatkowego związanego z kosztami pracy. Mniej intensywnie działano na rzecz zmniejszenia stopnia ochrony i wzmocnienia konkurencji w sektorze usług chronionych, poprawy jakości administracji publicznej i uelastycznienia płac.

Tabela 1

Ocena Komisji Europejskiej realizacji zaleceń dla poszczególnych krajów na rok 2015

Zalecenia reform	BE	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
1	Orange	Orange	Grey	Orange	Orange	Orange	Orange	Grey	Orange	Dark Red	Grey	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Grey
2	Orange	Orange	Yellow	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange
4	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
5	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
6	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange

	W pełni uwzględnione
	Znaczny postęp
	Pewien postęp
	Ograniczony postęp
	Brak postępu

Źródło: Komisja Europejska, 2016 Country Reports.

Uwagi: Do oceny postępu we wdrażaniu zaleceń dla poszczególnych krajów na rok 2015 stosowano następujące kategorie: Brak postępu: państwo członkowskie nie ogłosiło ani nie podjęło żadnych działań w celu wdrożenia zaleceń dla poszczególnych krajów. Kategoria ta ma również zastosowanie, gdy państwo członkowskie zleciło grupie analitycznej ocenę możliwych działań. Ograniczony postęp: państwo członkowskie ogłosiło podjęcie pewnych działań w celu wdrożenia zaleceń dla poszczególnych krajów, ale działania te wydają się niewystarczające lub ich przyjęcie/wdrożenie jest zagrożone. Pewien postęp: państwo członkowskie ogłosiło lub podjęło pewne działania w celu wdrożenia zaleceń dla poszczególnych krajów. Działania te są obiecujące, ale nie wszystkie zostały jeszcze wdrożone, a w żadnym przypadku wdrożenie nie jest pewne. Znaczny postęp: państwo członkowskie przyjęło pewne działania, większość z nich została wdrożona. Działania te stanowią znaczny postęp w wykonaniu zaleceń dla poszczególnych krajów. W pełni uwzględnione: państwo członkowskie przyjęło i wdrożyło działania, które w sposób właściwy realizują zalecenia dla poszczególnych krajów. Szarym kolorem oznaczono reformy związane z wykonaniem postanowień paktu stabilności i wzrostu, niebędących przedmiotem oceny w ramach Country Reports. Cypr i Grecja nie uczestniczyły w semestrze europejskim 2015, ponieważ ze względu na zaangażowanie w program dostosowań makroekonomicznych nie otrzymywały rekomendacji.

Tabela 1 ilustruje stan realizacji zaleceń z 2015 r. dla poszczególnych krajów. Pokazuje ona niewielki postęp w realizacji wielu zaleceń. Wśród krajów strefy euro wdrażanie zaleceń postępuje szczególnie powoli w większości zakresów w Austrii, Holandii, na Litwie, w Luksemburgu, Niemczech i Słowacji. W odniesieniu do krajów strefy euro dotkniętych - według oceny Komisji Europejskiej z 2015 r. - nadmiernymi nierównowagami, Włochy wykazały się nieco większym zaawansowaniem realizacji reform niż Portugalia i Francja.

Trwałe wzmocnienie wzrostu PKB wymaga bardziej stanowczego wdrażania reform strukturalnych

Wskutek powolnego tempa reform część krajów strefy euro pozostaje daleko w tyle za krajami o największych osiągnięciach w zakresie struktur zwiększających żywotność gospodarki i poprawiających długoterminowe perspektywy wzrostu. Dotyczy to otoczenia biznesowego i regulacyjnego oraz rynku produktów i rynku pracy. Opóźnienia są miarą potencjału, który można uruchomić dzięki wdrożeniu reform strukturalnych. Zważywszy dystans dzielący wiele gospodarek od tych, które stosują najlepsze praktyki, korzyści z realizacji reform strukturalnych mogą być znaczne. Dla przykładu, w publikacji Grupy Banku Światowego *Doing business* wśród krajów osiągających najlepsze wyniki pojawia się tylko jeden kraj strefy euro. Ślimacze tempo wdrażania reform w latach 2014 i-2015 r. świadczy o potrzebie bardziej stanowczych działań w tym zakresie, tak, aby cykliczne ożywienie gospodarcze mogło nabrać trwalszego charakteru a potencjał wzrostu został wzmocniony. Wysiłkom tym może sprzyjać silniejszy nadzór nad realizacją reform strukturalnych oraz lepsze wykorzystanie przez kraje strefy euro obecnego środowiska niskich stóp procentowych, pozwalającego na dokonanie prawdziwej zmiany strukturalnej w ich gospodarkach.

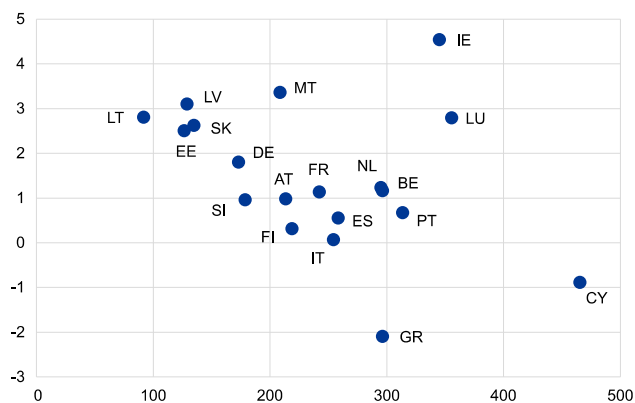
Niski wzrost wydajności, wysokie stopy bezrobocia oraz, w niektórych krajach, istotne nierównowagi aktywów, takie jak wysokie poziomy zadłużenia i ujemne saldo aktywów zagranicznych netto stanowią zagrożenie dla trwałego ożywienia gospodarczego i wymagają podjęcia działań na poziomie strategicznym (zob. np. wykres 22). Szacunki udostępnione przez różne międzynarodowe instytucje (np. Komisję Europejską, MFW i OECD) wskazują, że łączna wydajność czynników produkcji w okresie najbliższych 3 do 5 lat w większości krajów strefy euro nie przekroczy 1%. Jeżeli reformy strukturalnych są wiarygodne, starannie dobrane i zaprojektowane, ich pozytywne skutki mogą pojawić się szybko (np. w postaci wzrostu zaufania), wspierając ożywienie¹³. W wielu krajach konieczne są dalsze reformy rynku produktów i rynku pracy oraz otoczenia biznesowego i regulacyjnego.

¹³ Zob. Anderson, D., Barkbu, B., Lusinyan, L. and Muir, D. „Assessing the Gains from Structural Reforms for Jobs and Growth”, *Jobs and Growth: Supporting the European Recovery*, MFW, 2013, co pokazuje dodatnią dynamikę PKB w krótkim okresie dla strefy euro.

Wykres 22

Średni wzrost potencjalny w stosunku do zadłużenia sektora publicznego i prywatnego

(oś x: skonsolidowane zadłużenie sektora publicznego i prywatnego, II kw. 2015, % PKB; oś y: średni potencjalny wzrost produkcji, 2016-17)



Źródła: Eurostat i Komisja Europejska.

Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że w poszczególnych obszarach polityki realizacja reform napotyka odmienne problemy. Może to w pewnym stopniu tłumaczyć, dlaczego wdrażanie reform na rynku produktów nie nadąża za reformami w innych obszarach, takich jak rynek pracy. Jednak reformy rynku produktów, polegające na ułatwieniu wejścia do sektorów chronionych, mogą istotnie przyczynić się do poprawy zdolności dostosowawczych w strefie euro. Konieczne są daleko idące reformy w celu zwiększenia konkurencji w zawodach regulowanych w sektorze detalicznym i w sektorach sieciowych, ponieważ otwarte i konkurencyjne rynki są niezbędne dla efektywnej alokacji zasobów i pobudzenia inwestycji, które pozostają na bardzo niskim poziomie. Do zwiększenia poziomu inwestycji i bardziej efektywnej alokacji zasobów może się też przyczynić ograniczenie biurokracji w środowisku biznesowym, podniesienie

sprawności sądownictwa, poprawa otoczenia regulacyjnego oraz usprawnienia procedur prawnych w przypadku niewypłacalności i narzędzi restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Ponadto utrzymują się istotne różnice w funkcjonowaniu rynku pracy między poszczególnymi krajami strefy euro. Konieczne są dalsze działania na rzecz poprawy jakości dostępnego zasobu pracy oraz ułatwienie przejścia od bezrobocia lub braku aktywności zawodowej do zatrudnienia, a dostosowania w przepisach prawa pracy muszą zapewnić większą równowagę pomiędzy elastycznością a bezpieczeństwem zatrudnienia¹⁴.

Po publikacji Raportu pięciu przewodniczących podjęto działania mające na celu zwiększenie tempa wdrażania reform oraz odpowiedzialności za wprowadzane reformy. W szczególności Komisja wydała Radzie zalecenie dotyczące rekomendacji w sprawie utworzenia krajowych rad ds. konkurencyjności w strefie euro. Rady te mogą pomóc w lepszym zrozumieniu czynników determinujących konkurencyjność tak w poszczególnych krajach, jak i w całej strefie euro. Tym niemniej ich rola i efektywność w przyspieszaniu tempa realizacji reform będą zależne od ich pełnej niezależności i umocowania¹⁵.

¹⁴ Zob. artykuł zatytułowany „Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts”, „Economic Bulletin”, 2/2015, EBC.

¹⁵ Zob. komunikat Komisji Europejskiej „On steps towards completing Economic and Monetary Union”, z 21 października 2015 r. i ramka „The creation of competitiveness boards in the context of striving towards a genuine economic union”, „Economic Bulletin”, 8/2015, EBC.

2 Polityka pieniężna w czasach wyzwań

2.1 Zdecydowane działania EBC w obliczu niekorzystnych prognoz inflacyjnych

Na początku 2015 r. Rada Prezesów ponownie przeprowadziła gruntowną ocenę perspektyw inflacyjnych oraz skuteczności bodźca monetarnego, wynikającego z działań podejmowanych od połowy 2014 r. Dynamika inflacji utrzymała się poniżej oczekiwań, i tak niskich ze względu na istotny stopień niewykorzystania potencjału produkcyjnego gospodarki. Dynamika podaży pieniądza i akcji kredytowej pozostały słabe. Sytuacja ta znalazła odzwierciedlenie w spadkach rynkowych miar oczekiwań inflacyjnych w różnych horyzontach oraz w spadku, do historycznie niskich poziomów lub w ich pobliżu, większości wskaźników bieżącej bądź oczekiwanej inflacji. Rada Prezesów stanęła w obliczu podwyższonego ryzyka uporczywie niskiej - a może nawet ujemnej - inflacji. Stosowane obecnie instrumenty polityki pieniężnej (w szczególności, ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (TLTRO), program skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP) oraz program skupu obligacji zabezpieczonych (CBPP3) wraz z wprowadzoną wcześniej polityką komunikacji banków centralnych z rynkiem (tzw. forward guidance) zapewniły zadowalający poziom przełożenia impulsów na warunki monetarne, a koszt kredytów dla sektora prywatnego w miesiącach letnich zaczął wyraźnie spadać. Jednak biorąc pod uwagę rosnący rozdźwięk między faktyczną i oczekiwaną inflacją z jednej strony, a poziomem inflacji, uznanym przez Radę Prezesów za zgodny ze średniookresowym celem inflacyjnym z drugiej, ilościowy wpływ tych działań na bilans Eurosystemu, a w konsekwencji na efektywność polityki pieniężnej uznano za niewystarczający by inflacja powróciła do poziomów zbliżonych do 2% w perspektywie średniookresowej. W związku z tym uzasadnione stało się podjęcie stanowczych działań na gruncie polityki pieniężnej.

Ponieważ podstawowe stopy procentowe znajdowały się na poziomie - lub w pobliżu - dolnej granicy efektywności, 22 stycznia 2015 r. Rada Prezesów postanowiła rozszerzyć zapoczątkowany w październiku 2014 r. program skupu aktywów, włączając doń denominowane w euro papiery wartościowe o standardzie inwestycyjnym, emitowane przez rządów krajów strefy euro oraz agencje i instytucje europejskie. Łączna miesięczna wartość zakupów papierów wartościowych sektora publicznego i prywatnego w ramach rozszerzonego programu skupu aktywów (APP) miała wynieść 60 miliardów euro. Skupowanie przez banki centralne Eurosystemu aktywów sektora publicznego na rynku wtórnym rozpoczęło się w marcu 2015 r. i miało potrwać do końca września 2016 r., a w każdym razie do czasu aż Rada Prezesów stwierdzi, że ścieżka inflacji dostosowała się do celu inflacyjnego, czyli średniookresowej inflacji nieco poniżej 2%. Ponadto podjęto decyzję o zmianie wyceny 6 pozostałych ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO) oraz zniesieniu marży w wysokości 10 pkt bazowych ponad stopę procentową podstawowych operacji refinansujących.

Program skupu aktywów (APP) oraz ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (TLTRO), w połączeniu z ujemnym oprocentowaniem depozytów, przyniosły

wymierne rezultaty, szczególnie zakresie poprawy warunków finansowania firm – w tym małych i średnich przedsiębiorstw – oraz gospodarstw domowych (zob. sekcja 1.2 rozdziału 1). Zwiększyły one popyt na kredyt, obniżając jego koszt dla gospodarki. Z kolei redukcja skorygowanego o ryzyko zwrotu na kapitale, jaki banki mogły uzyskać na papierach wartościowych, zachęciło je do dywersyfikacji swoich ekspozycji w kierunku kredytów, co przyczyniło się do zwiększenia podaży tychże. Dzięki temu nastąpił wzrost wydatków w gospodarce, a w konsekwencji również realnego wzrostu PKB i inflacji (zob. ramka 6).

Dzięki silniejszym bodźcom polityki pieniężnej, wzrostowi zaufania oraz niskim cenom energii korzystnie wpływającym na dochód do dyspozycji, ożywienie gospodarcze przyspieszyło w pierwszej połowie roku. Oczekiwania inflacyjne odbiły się od niskich poziomów odnotowanych w miesiącu poprzedzającym styczniową decyzję.

Jednak począwszy od czerwca poprzez większość trzeciego kwartału, warunki finansowania i nastroje gospodarcze pogarszały się ponownie, na skutek wzrostu zmienności na rynkach finansowych, przypisywanego trudnym negocjacom nad pakietem pomocowym dla Grecji, lecz w nie mniejszym stopniu odzwierciedlającym rosnące i uporczywe obawy o stan światowej gospodarki. Spadek nastrojów w połączeniu ze słabym popytem zewnętrznym hamował tempo ożywienia, które spadło w trzecim kwartale. Jednocześnie powrót spadkowej tendencji inflacji cen produktów importowanych, związany z załamaniem gospodarczym w wielu ważnych gospodarkach wschodzących, opóźnił proces wzrostu inflacji i jej oczekiwaną stabilizację w średnim okresie.

Podsumowując, rozwój sytuacji latem 2015 r. znalazł odzwierciedlenie w istotnym obniżeniu perspektyw wzrostu i inflacji w centralnym scenariuszu projekcji ekspertów EBC i Eurosystemu (zob. tabela 2). Oceniono przy tym, że wzrosło ryzyko pogorszenia się tych perspektyw, głównie w związku z niepewnością światowej sytuacji gospodarczej oraz zwiększoną niestabilnością na rynku finansowym, walutowym i surowców. W tych okolicznościach Rada Prezesów, ściśle monitorująca bieżące informacje w szczególności dotyczące implikacji przeszacowania na rynkach finansowych dla kursu polityki pieniężnej, uznała, że w warunkach tak wysokiej niepewności decyzja o zwiększeniu akomodacyjności polityki pieniężnej byłaby nieuzasadniona. Wobec powyższego, na październikowym posiedzeniu Rada Prezesów zapowiedziała, że na kolejnym, grudniowym posiedzeniu dotyczącym polityki pieniężnej, przeprowadzi gruntowną analizę siły i trwałości czynników hamujących powrót inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie oraz dokona ponownej oceny stopnia akomodacji polityki pieniężnej i wystarczalności zastosowanych instrumentów polityki pieniężnej. Komunikat po październikowym posiedzeniu wywołał silną reakcję rynku i przywrócenie korzystniejszych warunków finansowania, podobnych do tych panujących na początku 2015 r. kiedy rozpoczęto skup w ramach programu APP.

Tabela 2
Zmiany makroekonomicznych projekcji ekspertów
EBC/Eurosystemu

(roczne zmiany w proc.)

Projekcje/Horyzont	Realny PKB			HICP		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Grudzień 2014	1,0	1,5		0,7	1,3	
Marzec 2015	1,5	1,9	2,1	0,0	1,5	1,8
Czerwiec 2015	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
Wrzesień 2015	1,4	1,7	1,8	0,1	1,1	1,7
Grudzień 2015	1,5	1,7	1,9	0,1	1,0	1,6

Źródło: Eurosystem

Na grudniowym posiedzeniu Rada Prezesów podjęła decyzję o dostosowaniu stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej ze względu na stabilność cen. Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu z grudnia 2015 r., częściowo uwzględniające korzystny rozwój sytuacji na rynku finansowym po październikowym posiedzeniu Rady Prezesów wskazywały, że powrót inflacji do poziomów uznawanych przez Radę za wystarczająco bliskie poziomowi 2% potrwa zapewne dłużej niż wcześniej oczekiwano, oraz, że wzrosło ryzyko pogorszenia perspektyw inflacyjnych. Niskie ceny surowców hamowały dynamikę inflacji; ponadto prognozowano,

że niski stopień wykorzystania zasobów gospodarczych oraz trudności spowodowane czynnikami zewnętrznymi będą nadal osłabiać wewnętrzną presję cenową. W związku z tym, aby uniknąć efektów drugiej rundy oraz osiągnąć powrót inflacji do poziomu lekko poniżej 2% w średnim okresie, konieczne było podjęcie dalszych kroków w zakresie polityki pieniężnej.

Na grudniowym posiedzeniu Rada Prezesów postanowiła: (a) obniżyć depozytową stopę procentową o 10 pkt bazowych do -0,30% i pozostawić stopę procentową podstawowych operacji refinansujących (MRO) oraz oprocentowanie kredytu w banku centralnym na niezmienionych poziomach, odpowiednio 0,50% i 0,30%; (b) przedłużyć pierwotnie zakładany okres miesięcznych zakupów aktywów w wysokości 60 miliardów euro w ramach programu APP do końca marca 2017 r. lub, w razie potrzeby, nawet dłużej, a w każdym razie do czasu stwierdzenia przez Radę Prezesów, że nastąpiło trwałe dostosowanie ścieżki inflacji spójne z celem, jakim jest osiągnięcie stopy inflacji nieco poniżej 2% w średnim okresie; (c) reinwestować - tak długo jak to konieczne - spłaty nominału papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP, w miarę ich zapadalności; (d) włączyć denominowane w euro zbywalne dłużne papiery wartościowe emitowane przez organy administracji regionalnej i samorządowej strefy euro do grupy aktywów kwalifikujących się do regularnego skupu przez odpowiednie krajowe banki centralne; oraz (e) w dalszym ciągu prowadzić podstawowe operacje refinansujące oraz 3-miesięczne dłuższe operacje refinansujące (LTRO) w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem tak długo, jak długo będzie to konieczne, a co najmniej do końca ostatniego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w 2017 r.

Nowo podjęte działania miały na celu zapewnienie dalszych akomodacyjnych warunków finansowych oraz dalsze wzmocnienie istotnie łagodzącego wpływu działań prowadzonych od czerwca 2014 r. Oczekiwano, że zwiększą one również tempo ożywienia gospodarczego w strefie euro i poprawią odporność regionu na globalne wstrząsy gospodarcze.

W szczególności oczekuje się, że przedłużenie zakładanego pierwotnie okresu zakupu aktywów netto przez banki centralne Eurosystemu w ramach programu APP do końca marca 2017 r. oraz decyzja o reinwestowaniu, tak długo jak to konieczne, spłat nominału z tytułu papierów wartościowych przyczynią się do zapewnienia

dotatkowej płynności w wysokości około 680 miliardów euro do 2019 r. w porównaniu z sytuacją, jaka miałaby miejsce w przypadku kontynuowania poprzedniej polityki. Wzmocni to komunikację EBC z rynkiem w sprawie stóp procentowych oraz zapewni korzystną sytuację płynnościową w dłuższej perspektywie.

Rada Prezesów na bieżąco monitoruje sytuację ekonomiczną i finansową. Rada stwierdziła dobitnie, że gdyby sytuacja ta miała się zmienić w sposób wymagający ponownej interwencji dla utrzymania odpowiedniego stopnia akomodacyjności polityki pieniężnej, jest gotowa i władna użyć wszelkich dostępnych jej instrumentów, aby zapewnić powrót inflacji do celu inflacyjnego bez zbędnych opóźnień. W szczególności Rada Prezesów podkreśliła, że program APP jest dostatecznie elastyczny i może być dostosowany pod względem skali, rodzaju aktywów i czasu obowiązywania.

Ramka 6

Transmisja polityki pieniężnej do rynków finansowych i gospodarki realnej

Decyzje polityki pieniężnej wdrażane od czerwca 2014 r. wyraźnie wpływały na gospodarkę strefy euro¹⁶. Dostarczone bodźce doprowadziły do znaczącego poluzowania warunków kredytowania dla gospodarki i były głównym czynnikiem wspierającym ożywienie w strefie euro, sprzyjającym opanowaniu dezinflacji i przybliżeniu wskaźników inflacji do poziomu nieco poniżej 2%. Niniejsza ramka podsumowuje dane na temat transmisji działań EBC¹⁷.

Istnieje szereg kanałów transmisji¹⁸. Po pierwsze, niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej poprawiły warunki kredytowania wśród podmiotów prywatnych sektora niefinansowego poprzez złagodzenie warunków refinansowania banków i promowanie akcji kredytowej zachęcając do zaciągania kredytów i dokonywania wydatków inwestycyjnych i konsumpcyjnych (kanał transmisji bezpośredniej). Po drugie, rentowność szerokiego zakresu aktywów została obniżona, a zatem bodziec był przenoszony szerzej w gospodarce (kanał transmisji równoważenia portfela). Po trzecie, uruchomienie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, zwłaszcza takich, które wywierają istotny wpływ na bilans banku centralnego, podkreśliło zaangażowanie EBC w utrzymanie stabilności cen (kanał sygnalizacji).

Oddziaływanie na benchmarkowe aktywa finansowe

Reakcja rynku finansowego na działania ogłaszane od czerwca 2014 r. jest pierwszym ogniwem w łańcuchu transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki realnej i ostatecznie do inflacji¹⁹.

¹⁶ Por. Altavilla, C., Carboni, C. i Motto, R., „Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area”, *Working Paper Series*, Nr 1864, EBC, listopad 2015.

¹⁷ Szerszy przegląd danych zawiera artykuł pt. „The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures”, „Economic Bulletin”, 7/2015, EBC, wraz z literaturą, do której odwołuje się ten artykuł.

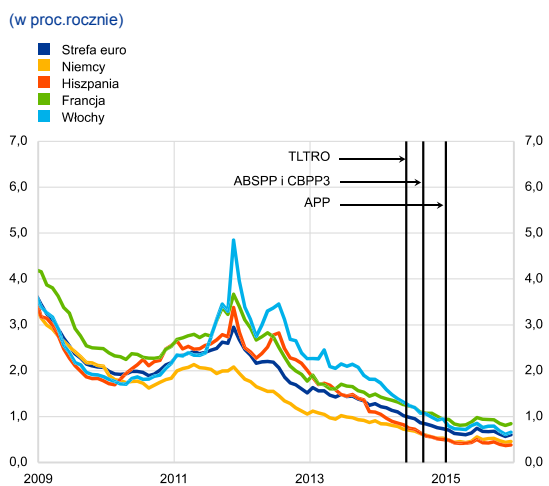
¹⁸ Więcej informacji na ten temat zawiera artykuł pt. „The role of the central bank balance sheet in monetary policy”, „Economic Bulletin”, 4/2015, EBC.

¹⁹ Zob. artykuł pt. „The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures”, „Economic Bulletin”, 7/2015, EBC, w szczególności Ramka 2 zawierająca więcej szczegółów i danych opartych na badaniach przypadków.

Ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (TLTRO) i program skupu aktywów (APP), w połączeniu z ujemną stopą depozytową w banku centralnym, miały istotny wpływ na różne segmenty rynku finansowego. W szczególności, spadła rentowność obligacji skarbowych za sprawą działania kanału równoważenia portfela zakupu aktywów. Zakupy aktywów przez EBC, w połączeniu z zapowiedzią przyszłego nastawienia polityki pieniężnej, przyczyniły się do obniżenia przeciętnego ryzyka duracji portfela sektora prywatnego, co z kolei spowodowało spadek wymaganej premii za ryzyko związanej z inwestowaniem w długim okresie (premia terminowa). Ponadto, wprowadzenie niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej przez Eurosystem wpłynęło także na rentowność aktywów innych niż aktywa będące przedmiotem odpowiednich operacji, takich jak obligacje korporacyjne emitowane przez przedsiębiorstwa finansowe i niefinansowe. Wymiarem wskazanych uwarunkowań było istotne zwężenie spreadów pomiędzy poszczególnymi instrumentami o charakterze kredytowym w tym samym okresie. Takie skutki uboczne, w połączeniu z niższymi stopami dyskonta wynikającymi ze spadku rentowności obligacji również oddziaływały w kierunku presji na wzrost cen akcji. Oczekiwanie na wprowadzenie środków polityki pieniężnej, samo ich ogłoszenie i wdrożenie, w tym trzy obniżki stóp banku centralnego od połowy 2014 r., przyczyniły się również do deprecjacji nominalnego efektywnego kursu walutowego euro, ponieważ inwestorzy zbilansowali swoje portfele odchodząc od instrumentów o stałym dochodzie i niższej rentowności w strefie euro, w kierunku aktywów o wyższej rentowności spoza strefy euro.

Wykres A

Zagregowany koszt finansowania banków depozytami bankowymi i emisją obligacji



łącznych kosztów finansowania banków w różnych krajach strefy euro (zob. wykres A)²⁰.

Rynkowe koszty finansowania banków

Decyzje polityki pieniężnej istotnie obniżyły rynkowe koszty finansowania banków – zasadniczy element w łańcuchu transmisji w gospodarkach, w których istotną rolę w strukturze pośrednictwa finansowego odgrywają banki. Po pierwsze, dokonały tego w sposób bezpośredni umożliwiając zastąpienie bardziej kosztownych i krótkoterminowych źródeł finansowania finansowaniem TLTRO. Po drugie, dokonały tego w sposób pośredni istotnie obniżając średnio- i długoterminową rentowność szerokiej gamy aktywów finansowych, w tym instrumentów finansowania banków. Efekty te spowodowały szersze złagodzenie warunków finansowania. Dotyczy to banków niezależnie od stopnia wykorzystania operacji kredytowych Eurosystemu (łącznie z TLTRO), co potwierdza wyraźny spadek

²⁰ Rolę niestandardowych działań EBC jako czynnika wywołującego te zmiany potwierdzają odpowiedzi banków udzielone w ankiecie dotyczącej udzielania kredytów bankowych w strefie euro. Około jedna czwarta respondentów w ankiecie przeprowadzonej w lipcu 2015 r. wskazała, że TLTRO przyczyniły się do złagodzenia warunków dostępu do finansowania rynkowego. Pozytywny wpływ jest nawet większy w przypadku APP. Prawie połowa banków biorących udział w ankiecie w kwietniu 2015 r. wskazała pozytywne skutki dla rynkowych warunków finansowania.

Warunki udzielania kredytów bankowych

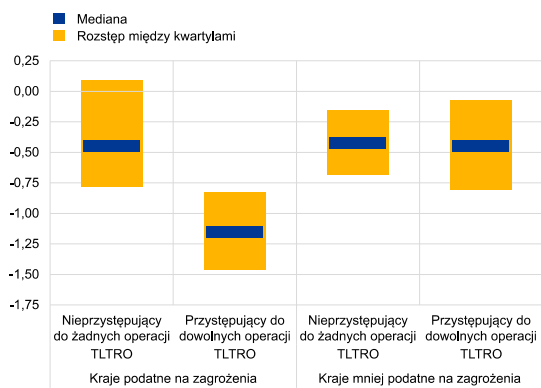
Znaczące złagodzenie warunków udzielania kredytów bankowych w obliczu zwiększonej konkurencji wśród kredytodawców²¹ wzmocniło efekt przełożenia działań polityki EBC na warunki udzielania kredytu bankowego i ograniczyło fragmentację w krajach strefy euro.

Przed podjęciem działań polityki pieniężnej stosowanych od czerwca 2014 r., obniżenie podstawowych stóp procentowych EBC – łącznie o 125 pkt bazowych w okresie pomiędzy wrześniem 2011 r. a czerwcem 2014 r. – było w sposób niepełny i nierównomierny odzwierciedlone głównie w spadku mediany oprocentowania kredytów. Od wiosny 2014 r. działania podejmowane przez EBC przyczyniły się do istotnego spadku oprocentowania kredytów bankowych. Podczas gdy podstawowe stopy procentowe EBC zostały obniżone o 20 pkt bazowych w okresie pomiędzy czerwcem a wrześniem 2014 r., stopy oprocentowania kredytów bankowych dla sektora niefinansowego strefy euro spadły o około 80 pkt bazowych do października 2015 r. Szacunki analityków EBC opracowane na podstawie historycznych tendencji obserwowanych przed kryzysem sugerują, że w celu osiągnięcia podobnego wpływu na stopy procentowe kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorstwom, konieczna byłaby obniżka standardowych podstawowych stóp procentowych EBC o około 100 pkt bazowych. Oznacza to, że APP i TLTRO również miały pozytywny wpływ na przenoszenie nastawienia polityki EBC.

Wykres B

Zmiany stóp oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw

sektora niefinansowego (pkt proc.)



Źródło: EBC.

Uwagi: Wykres obejmuje okres od czerwca 2014 r. do lipca 2015 r. W krajach „bardziej dotkniętych kryzysem”, grupa „nieprzystępujących do operacji TLTRO” obejmuje dziesięć banków, a grupa „przystępujących do operacji TLTRO” obejmuje 49 banków. W krajach „mniej dotkniętych kryzysem”, grupa „nieprzystępujących do operacji TLTRO” obejmuje 71 banków, a grupa „przystępujących do operacji TLTRO” obejmuje 43 banki.

oprocentowanie kredytów bankowych w innych krajach, głównie dlatego, że przenoszenie zmian podstawowych stóp procentowych EBC było w tych gospodarkach podobne jak w przeszłości²².

W szczególności efekt przełożenia nastawienia polityki EBC zwiększył się w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem, co odzwierciedlało zmniejszenie się zróżnicowania rynku kredytowego wewnątrz strefy euro. Spadki stóp procentowych kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w następstwie wdrożenia środków polityki pieniężnej EBC od czerwca 2014 r., były znacznie większe w największych krajach najbardziej dotkniętych kryzysem (o około 110-140 pkt bazowych). Może to być częściowo związane ze skutkami operacji TLTRO, ponieważ mające siedzibę w tych krajach banki, które uczestniczyły w co najmniej jednej z pierwszych czterech operacji TLTRO, obniżyły oprocentowanie kredytów bankowych w ujęciu średnim bardziej niż banki w nich nieuczestniczące (zob. wykres B). Jednocześnie wydaje się, że uczestnictwo w TLTRO nie miało wpływu, w sposób systematyczny, na

²¹ Jak wskazują odpowiedzi banków na ankietę dotyczącą udzielania kredytów bankowych w strefie euro, wśród czynników wpływających na standardy kredytowania bankowego, konkurencja jest głównym czynnikiem prowadzącym do złagodzenia przez banki standardów kredytowania przedsiębiorstw.

²² Jednakże, popyt na TLTRO zwiększył się również ze strony banków w innych krajach podczas przeceny obligacji w okresie pomiędzy kwietniem i czerwcem 2015 r., kiedy finansowanie stało się droższe. Prawdopodobnie złagodziło to zaostrzone warunki finansowania działalności banków.

Ogólnie, analiza ekonomistów EBC wskazuje, że zarówno bezpośredni wpływ TLTRO, jak również pośredni wpływ TLTRO i APP na rentowność obligacji, przyczyniły się do obserwowanego spadku oprocentowania kredytów. Skutki pośrednie wzmocnił korzystny wpływ niższej rentowności obligacji długoterminowych na perspektywy makroekonomiczne, a przez to na składnik kredytu wbudowany w oprocentowanie kredytów.

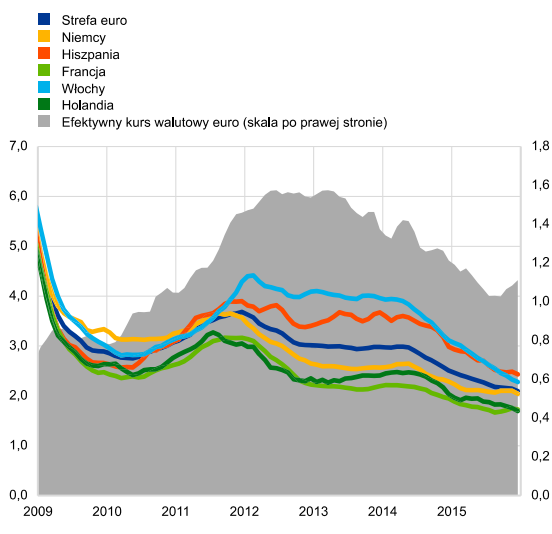
Wielkość kredytowania

TLTRO i APP przekładają się na lepszą podaż kredytów i warunki popytu, wspierając stopniową odbudowę wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych (zob. wykresy C i D oraz Rozdział 1.5 Część1). Podaż kredytów wzrosła w wyniku polepszenia się warunków finansowania działalności banków i większej atrakcyjności akcji kredytowej, ponieważ w wyniku obniżającej się rentowności obligacji skarbowych zwrot z tych aktywów skorygowany o ryzyko spadł poniżej stopy zwrotu z kredytów²³. Obserwowano również dalszą poprawę popytu na kredyt do czego przyczyniało się niższe oprocentowanie kredytów, łagodniejsze kryteria kredytowe i zwiększone zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji.

Wykres C

Zmiany ogólnych stóp oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych

(proc. rocznie; 3-miesięczne średnie ruchome)



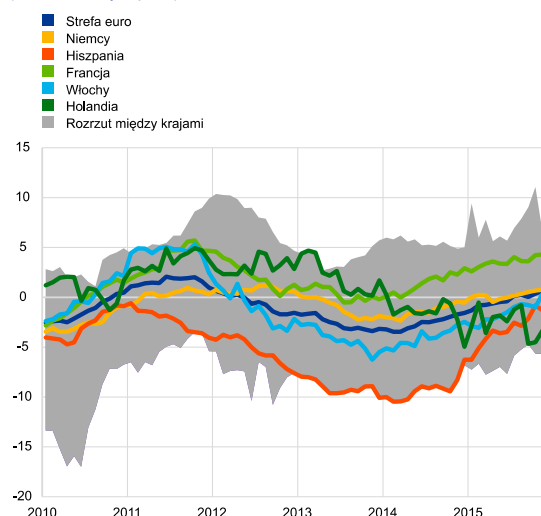
Źródło: EBC i obliczenia EBC.

Uwagi: Wskaźnik dla łącznych kosztów kredytów bankowych jest obliczany poprzez agregację krótkoterminowych i długoterminowych stóp procentowych z zastosowaniem 24-miesięcznej średniej ruchomej wartości nowych umów. Odchylenie standardowe w grupie krajów jest obliczane dla stałej próby 12 krajów strefy euro. Ostatnie dane pochodzą z października 2015 r.

Wykres D

Kredyty monetarnych instytucji finansowych dla przedsiębiorstw niefinansowych w wybranych krajach strefy euro

(roczne zmiany w proc.)



Źródło: EBC.

Uwagi: Skorygowane o sprzedaż i sekurytyzację kredytów. Zróżnicowanie pomiędzy krajami jest obliczane jako przedział między minimalną a maksymalną wartością dla stałej próby 12 krajów strefy euro. Najnowsze dane pochodzą z września 2015 r.

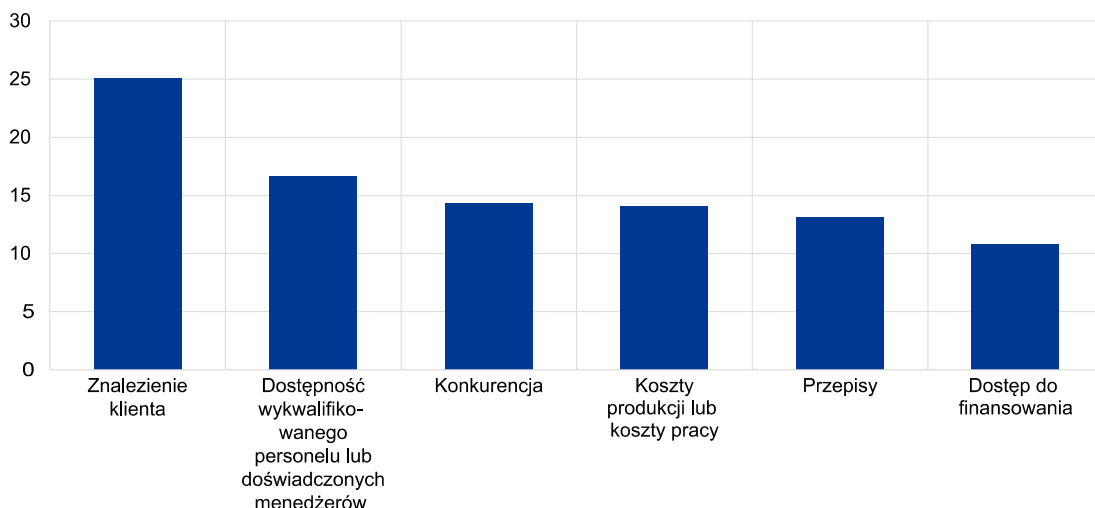
²³ W swoich odpowiedziach na pytania zawarte w ankiecie dotyczącej kredytów bankowych w strefie euro przeprowadzonej w lipcu 2015 r., banki wskazywały, że w odniesieniu do TLTRO oczekują, że w przyszłości większa ilość środków w ramach TLTRO zostanie uruchomiona w celu udzielania kredytów, a mniejsza w celu pozyskiwania innych aktywów. Analogicznie, liczni respondenci ankiety przeprowadzonej w kwietniu 2015 r. stwierdzili, że planują wykorzystanie zwiększonej płynności, jaką otrzymali w ramach APP na udzielanie kredytów.

Działania EBC miały również wpływ na mniejsze firmy, które zwykle pozostają pod niewielkim wpływem polityki pieniężnej. W ankiecie EBC z grudnia 2015 r., dotyczącej dostępu przedsiębiorstw do finansowania, mniejsza liczba małych i średnich przedsiębiorstw wskazała, że kredyt był czynnikiem ograniczającym dla ich działalności, chociaż utrzymywały się znaczne różnice pomiędzy krajami (zob. wykres E).

Wykres E

Główne problemy małych i średnich przedsiębiorstw w strefie euro

(procent respondentów)

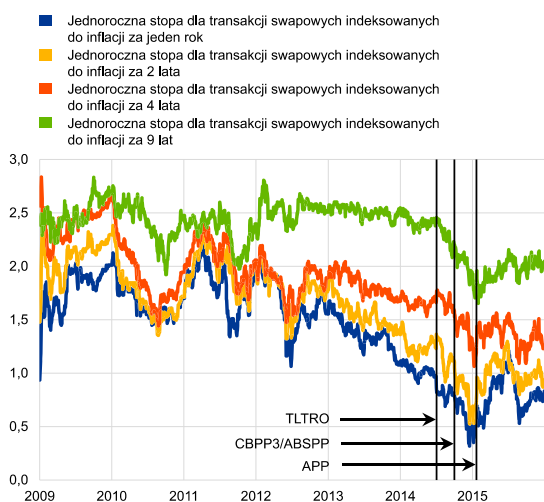


Źródło: Ankieta EBC na temat dostępu przedsiębiorstw w strefie euro do finansowania, grudzień 2015 r.

Wykres F

Oczekiwania inflacyjne oparte na wskaźnikach rynkowych

(implikowane stopy swapów forward indeksowanych do inflacji, w proc., rocznie)



Źródła: Reuters i obliczenia EBC.

Uwaga: Najnowsze dane pochodzą z 19 listopada 2015 r.

Wpływ na gospodarkę

Ogólnie dane potwierdzają, że działania w zakresie polityki EBC przynoszą wymierne korzyści. W wyniku działań w zakresie polityki zapowiadanych od czerwca 2014 r. obniżyły się oczekiwania rynkowe co do krótkoterminowych stóp procentowych. W warunkach gdy ponowny spadek cen ropy naftowej zwiększył ryzyko utrwalenia tendencji spadkowej inflacji w horyzoncie średnioterminowym, działania EBC przyczyniły się do ograniczenia spadku rynkowych miar oczekiwań inflacyjnych (zob. wykres F). Tak więc, w połączeniu z niższą nominalną rentownością obligacji, działania EBC przyczyniły się do obniżenia realnych stóp procentowych i złagodzenia nastawienia polityki pieniężnej, wspierając ożywienie w strefie euro i kierując stopę inflacji poniżej, ale blisko poziomu 2%.

Faktycznie empiryczne szacunki przeprowadzone w ramach Eurosystemu²⁴ sugerują, że w przypadku braku działań EBC, inflacja w 2016 r. osiągnęłaby poziom niższy o pół punktu procentowego, a w 2017 r. - niższy o około jedną trzecią pkt procentowego. Oddziaływanie na PKB jest również znaczące: szacuje się, że działania EBC przyczynią się do wzrostu PKB o prawie 1 pkt procentowy w latach 2015 - 2017.

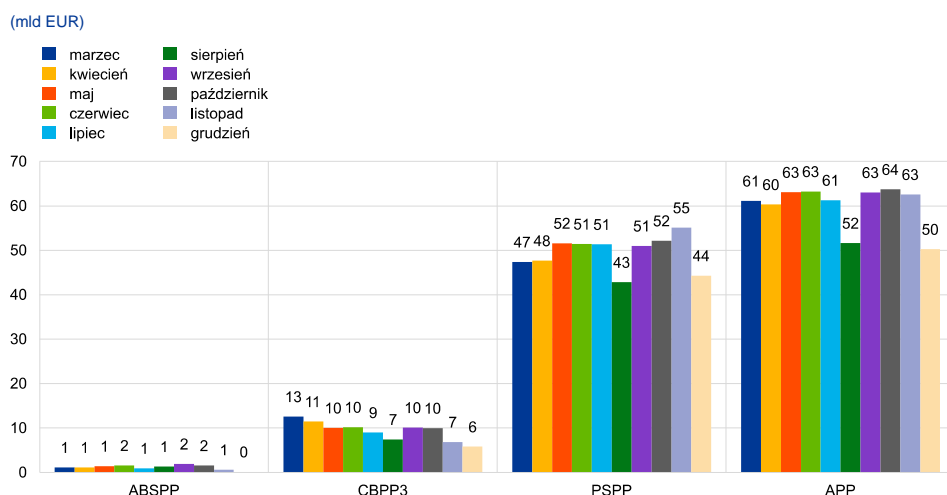
2.2 Płynne wdrożenie programu skupu aktywów i ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących w 2015 r.

Wolumen zakupu w ramach rozszerzonego programu skupu aktywów

Program skupu aktywów (ang. *asset purchase programme* - APP) łączy zakupy 3 typów papierów wartościowych: a) zakup papierów wartościowych wyemitowanych przez sektor publiczny (ang. *public sector purchase programme*, PSPP), zainicjowany w marcu 2015 r.; b) zakup obligacji zabezpieczonych w ramach trzeciego programu skupu obligacji zabezpieczonych (ang. *covered bond purchase programme* CBPP3), zainicjowany w październiku 2014 r.; oraz c) zakup papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABS) w ramach programu zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP), zainicjowany w listopadzie 2014 r.

Wykres 23

Miesięczne zakupy w ramach APP i główne programy skupu aktywów



Źródło: EBC.

²⁴ Szacunki opracowane zostały z wykorzystaniem wielu modeli, obejmujących modele szeregów czasowych, modele makrofinansowe i modele DSGE, gdzie APP ma wpływ na inflację i wzrost, głównie poprzez kanał duracji obligacji, przyczyniając się do wypłaszczenia krzywej dochodowości, a także poprzez kurs walutowy i kanały kredytowe w przypadku niektórych modeli.

Połączone średnie miesięczne zakupy aktywów w ramach APP w 2015 r. wyniosły 60 mld euro, zgodnie z celem określonym przez Radę Prezesów. Ogólnie wdrożenie programów skupu aktywów przebiegło płynnie. Zakupy papierów wartościowych wyemitowanych przez sektor publiczny w ramach PSPP stanowią największą do tej pory część całkowitego wolumenu APP (zob. wykres 23). Ogólne warunki rynkowe sprzyjały osiągnięciu docelowych wolumenów, chociaż w okresie lata odnotowano kilka epizodów nieco obniżonej płynności rynku, zwłaszcza w mniejszych krajach strefy euro.

Model APP uwzględnia elastyczność we wdrażaniu tego programu celem uniknięcia zakupów obligacji, które zakłócałyby mechanizm kształtowania cen rynkowych oraz utrzymania płynności rynku. Wzorzec zakupów miesięcznych odzwierciedla tę elastyczność. Na przykład, w świetle oczekiwanego obniżenia płynności rynku w okresie letnim oraz na koniec roku, Eurosystem zaopatrzył APP w środki na zakup aktywów, podnosząc ich poziom powyżej celu 60 mld euro na kilka miesięcy oraz pozwalając, aby pozostały poniżej celu w sierpniu i grudniu.

W ramach codziennej realizacji programu zakupy obligacji reagują również na sygnały niedoboru poszczególnych obligacji. W miarę możliwości Eurosystem unika zakupu obligacji, które najtaniej można dostarczać w ramach kontraktów futures, obligacji o szczególnych cechach na rynku repo lub obligacji wykazujących stosunkowo ograniczoną płynność z innych przyczyn. Więcej informacji o realizacji programu można znaleźć na [stronie internetowej EBC](#).

W 2015 r. rentowność obligacji skarbowych kilkakrotnie osiągnęła najniższe dotychczas poziomy, przy istotnym udziale obligacji kwalifikowalnych do PSPP, które w wielu krajach były przedmiotem obrotu ze stopą zwrotu poniżej stóp depozytów w banku centralnym. Zmniejszyło to liczbę obligacji dostępnych do zakupu w ramach PSPP, ponieważ skupu nie przeprowadza się przy rentowności poniżej stopy depozytów. Pod koniec listopada odzwierciedlało to, między innymi, oczekiwania rynku, że EBC jeszcze bardziej obniży oprocentowanie depozytów. Udział obligacji niedostępnych do zakupu z powodu ich niskiej rentowności gwałtownie spadł po decyzji Rady Prezesów o obniżeniu w grudniu 2015 r. oprocentowania depozytów w banku centralnym do -0,30%.

Pożyczki papierów wartościowych w ramach PSPP

W celu uniknięcia zakłóceń w funkcjonowaniu rynku obligacji skarbowych strefy euro z powodu realizacji programu PSPP większość banków centralnych Eurosystemu (w tym EBC) wprowadziła rozwiązania oparte na pożyczkach papierów wartościowych. Rozwiązanie zaproponowane przez EBC pozwala uczestnikom rynku prowadzącym działalność w zakresie animacji rynku kupować papiery wartościowe będące w posiadaniu EBC w ramach PSPP i programu dotyczącego rynków papierów wartościowych (ang. *Securities Markets Programme*, SMP). Szczegółowe kryteria pożyczek można znaleźć na [stronie internetowej EBC](#). Uczestnicy rynku z reguły postrzegają instrument pożyczkowy Eurosystemu pod

zastaw papierów wartościowych jako element APP, który zwiększa ich poczucie bezpieczeństwa.

Rozszerzenie listy agencji

Eurosystem rozszerzył listę agencji, których papiery wartościowe zostały zakwalifikowane do zakupu w ramach PSPP, dwukrotnie w ciągu 2015 r., tj. w kwietniu i lipcu. Lista została rozszerzona z 7 do 30 agencji do końca roku, co powinno ułatwić wdrażanie programu. Rozszerzenie listy uwzględniało aspekty polityki pieniężnej, a także zarządzanie ryzykiem.

Zwiększenie limitu emisji

W kolejnym posunięciu mającym na celu utrzymanie elastycznego i neutralnego dla rynku charakteru wdrożenia PSPP, Eurosystem podniósł limit emisji w ramach PSPP. Kiedy PSPP został wprowadzony w życie po raz pierwszy, limit ten ustalono na poziomie 25%, co oznaczało, że łączne zasoby wszelkich papierów wartościowych kwalifikowalnych do PSPP w Eurosystemie nie powinny przekraczać 25% nominalnej kwoty zadłużenia. Jednakże w kontekście zaplanowanego przeglądu Rada Prezesów podjęła we wrześniu 2015 r. decyzję o zwiększeniu limitu do 33%. W przypadkach, gdy taki wzrost zasobów Eurosystemu umożliwiłby zdobycie mniejszości blokującej realizację klauzul wspólnego działania, limit emisji utrzymano na poziomie 25%.

Możliwość zakwalifikowania obligacji samorządowych do programu PSPP

W dniu 3 grudnia 2015 r. Rada Prezesów zdecydowała, że zbywalne instrumenty dłużne denominowane w euro, wyemitowane przez samorzady w strefie euro staną się kwalifikowalne do regularnych zakupów w ramach PSPP dokonywanych przez odpowiednie krajowe banki centralne. Decyzja ta dotyczyła tylko takich obligacji samorządowych, które spełniają wszystkie inne kryteria kwalifikowalności, w szczególności wymóg minimalnego ratingu określonego w decyzji EBC w sprawie programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych (Decyzja EBC/2015/10). Rozszerzenie zakresu papierów wartościowych kwalifikowalnych do PSPP przez dodanie do nich obligacji samorządowych zwiększyło jeszcze bardziej elastyczność programu, co przyczyniało się do sprawnego wdrożenia programu zakupów. Zakupy takich papierów wartościowych w ramach PSPP rozpoczęły się na początku 2016 r., po zmianie odpowiednich aktów prawnych.

Zakup w ramach PSPP obligacji skarbowych niespełniających kryterium ratingu

W celu zakwalifikowania papierów wartościowych do zakupów w ramach PSPP muszą one posiadać rating na poziomie co najmniej trzeciego stopnia jakości kredytowej w zharmonizowanej skali ratingowej Eurosystemu, zgodnie z decyzją EBC/2015/10. Zgodnie z tymi zasadami zakupy papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje rządowe sześciu krajów strefy euro w ramach programu pomocy finansowej mogą być prowadzone jedynie wówczas, gdy Rada Prezesów zawiesza obowiązywanie progu jakości kredytowej Eurosystemu. W 2015 r. zastosowano tę regułę tylko do cypryjskich obligacji skarbowych, których skup przeprowadzono w 2 okresach: pierwszy etap odbył się w dniach od 3 do 17 lipca, a drugi - od 6 października do 4 listopada. Ten skup obligacji nastąpił po pomyślnym zakończeniu szóstego i siódmego przeglądu programu pomocy finansowej UE/MFW dla Cypru. Daty zawieszenia oznaczały rozpoczęcie nowych przeglądów programu.

W 2015 r. nie zakupiono żadnych greckich obligacji skarbowych w ramach PSPP, ponieważ nie kwalifikowały się one do zawieszenia progu jakości kredytowej Eurosystemu.

Aukcje odwrócone w ramach PSPP

W październiku banki centralne Francji, Holandii i Litwy rozpoczęły próbne aukcje odwrócone w celu zdobycia doświadczenia związanego z wykorzystaniem takich aukcji do przeprowadzania zakupów skarbowych i ponadnarodowych papierów wartościowych oraz papierów wartościowych wyemitowanych przez agencje w ramach PSPP. Okres próbny przedłużono do grudnia i stwierdzono, że aukcje odwrócone mogą być przydatną uzupełniającą metodą zakupu w mniej płynnych segmentach rynku. W związku z tym, Rada Prezesów zaaprobowwała regularne wykorzystanie aukcji odwróconych przez niektóre krajowe banki centralne w ramach PSPP jako uzupełnienie formuły zakupów dwustronnych w określonych segmentach rynku²⁵.

Korekty procesu zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP).

We wrześniu EBC ogłosił zwiększenie udziału zakupów dokonywanych przez krajowe banki centralne, w miejsce zakupów przeprowadzanych przez zewnętrzne podmioty zarządzające aktywami w ramach programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP). Od 27 października 2015 r. centralny bank Francji (obejmujący większą liczbę jurysdykcji) oraz centralny bank Belgii działają jako podmioty Eurosystemu zarządzające aktywami i realizujące

²⁵ Więcej informacji na ten temat można znaleźć na [stronie internetowej EBC](#).

zakupy. Ponadto EBC podjął decyzję o przedłużeniu kontraktów z dwoma z zewnętrznych podmiotów zarządzających aktywami (tj. Amundi i NN Investment Partners)²⁶.

Zasady przewodnie ABSPP

Na początkowych etapach wdrażania ABSPP uczestnicy rynku wskazali potrzebę lepszego zrozumienia preferencji Eurosystemu w odniesieniu do papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, jakie miały być zakupione. Na początku lipca EBC odpowiedział na tę potrzebę publikując dokument pt. *Guiding principles of Eurosystem-preferred eligible ABSs* w celu zwiększenia przejrzystości i wyjaśnienia preferencji Eurosystemu odnośnie do charakterystyki papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Uczestnicy rynku w zasadzie zareagowali pozytywnie na tę publikację, którą można znaleźć na [stronie internetowej EBC](#).

Wdrożenie ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO)

Nadal trwał przydział ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (TLTRO), których w 2015 r. przeprowadzono cztery. Operacje te mają na celu zwiększenie bankowej akcji kredytowej dla niefinansowego sektora prywatnego w strefie euro. W czerwcu 2014 r. ogłoszono 8 TLTRO, które miały być przydzielane kwartalnie, przy czym ostatnia operacja zostanie przydzielona w czerwcu 2016 r. W ramach pierwszych 2 operacji z września i grudnia 2014 r. przydzielono łączną kwotę 212,4 mld euro. W 6 pozostałych operacjach przeprowadzonych pomiędzy marcem 2015 r. a czerwcem 2016 r. kontrahenci mają możliwość pożyczania dodatkowych kwot w zależności od rozwoju prowadzonych przez nich kwalifikowanych działań w zakresie udzielania kredytów przekraczających wartość odniesienia (ang. *benchmark*) dla poszczególnych banków²⁷. Im większa kwota kredytów udzielonych przez bank powyżej wartości odniesienia, tym więcej bank będzie mógł pożyczyć (do 3-krotnej wysokości dodatniej różnicy). Dla wymienionych 6 TLTRO stopa procentowa została ustalona na poziomie oprocentowania podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu obowiązującym w chwili przystąpienia do operacji, a zatem jest to stała stopa procentowa przez cały okres trwania TLTRO. Termin zapadalności wszystkich TLTRO przypada we wrześniu 2018 r., a obowiązkowe i dobrowolne wcześniejsze spłaty rozpoczną się od września 2016 r.

W ramach 4 operacji przeprowadzonych w 2015 r. przydzielono 205,4 mld euro (97,8 mld euro w marcu, 73,8 mld euro w czerwcu, 15,5 mld euro we wrześniu i 18,3 mld euro w grudniu), przyczyniając się do wzrostu bilansu Eurosystemu, co ilustruje wykres 24. Łącznie w operacjach w 2015 r. wzięło udział 239 różnych kontrahentów.

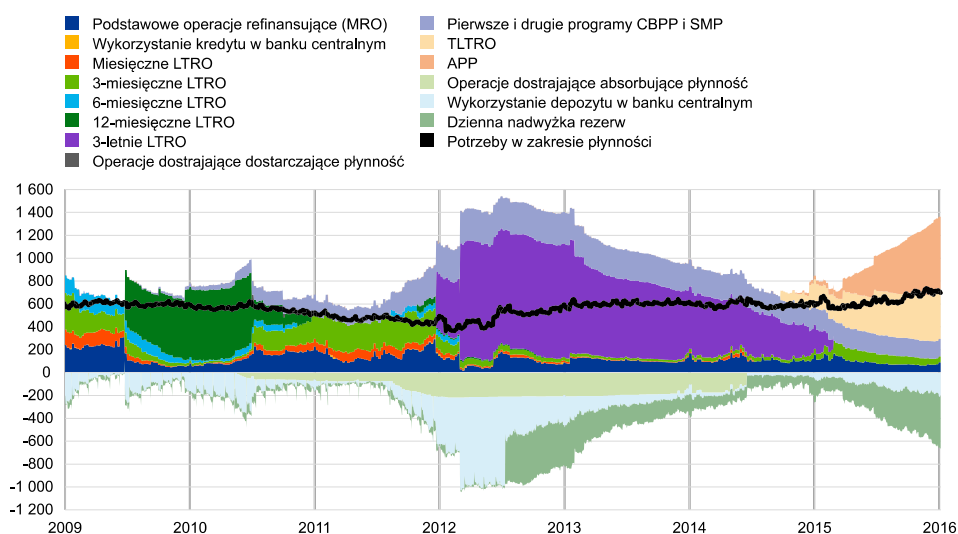
²⁶ Więcej informacji na ten temat można znaleźć na [stronie internetowej EBC](#).

²⁷ Wartość odniesienia jest określana na podstawie kwoty udzielanych przez kontrahenta kredytów netto dla niefinansowego sektora prywatnego w strefie euro, z wyłączeniem kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, w okresie 12 miesięcy upływającym 30 kwietnia 2014 r.

Z uwagi na fakt, że banki, które nie miały odpowiednich portfeli kredytowych mogły współpracować na określonych warunkach z bankami, które posiadały portfele kwalifikowanych kredytów i pożyczek poprzez tworzenie grup TLTRO, w rzeczywistości w operacjach uczestniczyło 845 instytucji kredytowych. W ten sposób duża grupa kontrahentów w całej strefie euro miała dostęp do tych operacji. Przenosząc niższe koszty finansowania na warunki udzielanych kredytów banki uczestniczące mogły poprawić swoją konkurencyjność na rynku kredytów i przyczyniły się do złagodzenia warunków ich udzielania.

Wykres 24 Bilans Eurosystemu

(mld EUR)



Źródło: Eurosystem

Udział w TLTRO zmniejszył się w 2015 r., ponieważ z różnych powodów operacje te stały się mniej atrakcyjne dla kontrahentów. Po pierwsze, spadek rynkowych stóp procentowych w wyniku rosnącej nadwyżki płynności i rosnących oczekiwań dotyczących kontynuacji programu luzowania ilościowego EBC, ograniczył bodźce cenowe dla banków. Ponadto, biorąc pod uwagę fakt, że termin zapadalności wszystkich operacji TLTRO przypada w tym samym dniu w 2018 r., każda nowa operacja TLTRO ma krótszy termin zapadalności niż poprzednia. Po drugie, banki, dla których ceny mogły nadal być atrakcyjne, podjęły już znaczące kwoty w ramach TLTRO i chciały w pierwszej kolejności uruchomić te kwoty do wykorzystania. Po trzecie, sektor bankowy nie doświadczył wysokich napięć finansowych, które sprawiały, że poprzednie TLTRO były atrakcyjne.

Przewidywania uczestników rynku dotyczące ich udziału w różnych operacjach TLTRO nie zawsze się sprawdzały, co prowadziło do niewielkich korekt stóp terminowych. W przypadku operacji z marca 2015 r. wyniki sondażu przeprowadzonego przez Reuters przewidywały podjęcie 40 mld euro, natomiast okazało się, że faktyczna wykorzystana kwota wyniosła 97,8 mld euro. Po ogłoszeniu wyników przydzielonych kwot stopy terminowe nieco spadły, co wskazywało na to, że oczekiwania dotyczące wielkości przyszłych TLTRO

i nadwyżki płynności zostały skorygowane w górę. Według uczestników rynku większe wykorzystanie [środków] było wyrazem zaufania co do przyszłego popytu na kredyty i miała wspierać akcję kredytową dla gospodarki realnej. Przeciwna sytuacja wystąpiła w przypadku operacji przeprowadzonej we wrześniu, kiedy wykorzystane 15,5 mld euro było znacznie poniżej oczekiwań rynku. Reakcja rynku była stonowana, ponieważ przydziały TLTRO zaczęły odgrywać mniejszą rolę w sytuacji, gdy nadwyżka płynności była już wysoka (ok. 470 mld euro), a stopy procentowe niskie. Spadkowa tendencja stóp rynkowych obserwowana w 2015 r. była ważną przyczyną niższego poziomu wykorzystanych kwot, ponieważ zmniejszyła ona atrakcyjność TLTRO w stosunku do finansowania rynkowego. W sumie wydaje się, że niespodziewane zmiany na rynku odzwierciedlały trudności uczestników rynku związane z szacowaniem kwot dostępnych dla banków, a zatem również potencjalnych kwot do wykorzystania przez te banki.

Operacje TLTRO przyczyniały się do podtrzymania nadwyżki płynności oraz średniego okresu zapadalności operacji Eurosystemu i w ten sposób wywierały dodatkową presję na obniżenie stóp procentowych rynku pieniężnego. O ile niektóre banki poprzez swoje uczestnictwo w TLTRO zastępowały swój udział w MRO, 3-miesięcznych LTRO i 3-letnich LTRO, kwota przydzielona w ramach TLTRO istotnie przekroczyła efekt substytucji w taki sposób, że poziom nadwyżki płynności był pobudzany przy każdym przydziale środków w ramach TLTRO (zob. ramka 7).

Ramka 7

Udział w operacjach refinansujących

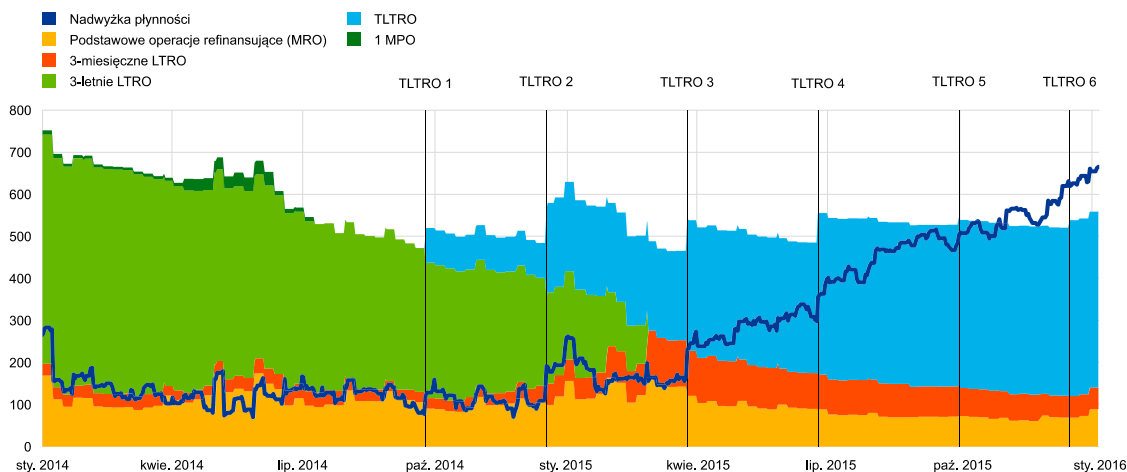
Eurosystem nadal oferował płynność za pomocą procedury pełnego przydziału w regularnych operacjach refinansujących, czyli podstawowych operacjach refinansujących (MRO) oraz 3-miesięcznych dłuższych operacjach refinansujących (LTRO). Wskutek tego, podobnie jak w poprzednich latach począwszy od 2008 r., wielkość nierozliczonych operacji refinansujących była określona przez popyt kontrahentów na płynność Eurosystemu.

Wolumen udziału w operacjach refinansujących Eurosystemu wahał się w okolicach 500 mld euro od połowy 2014 r., natomiast jego struktura stopniowo zmieniała się na korzyść TLTRO (zob. wykres A). W tym okresie łączna kwota nierozliczonych operacji osiągnęła maksymalną wartość 629 mld euro na początku 2015 r. i minimum w wysokości 465 mld euro w marcu 2015 r. Do końca lutego 2015 r. 3-letnie LTRO osiągnęły termin zapadalności, ale banki z pożyczką w postaci TLTRO zaczęły już zastępować swoje środki pochodzące z 3-letnich LTRO środkami z TLTRO, począwszy od września 2014 r. Ta substytucja nie zawsze dotyczyła tych samych instytucji, ale łączna kwota nierozliczonych operacji utrzymywała się na poziomie ok. 500 mld euro. Kiedy 3-letnie LTRO osiągnęły termin zapadalności, banki najpierw zwiększyły swoją zależność od MRO i 3-miesięcznych LTRO do blisko 276 mld euro, a następnie w miarę upływu czasu stopniowo zmniejszały tę zależność i w grudniu 2015 r. nierozliczona kwota wyniosła 126 mld euro.

Wykres A

Nadwyżka płynności oraz udział w regularnych operacjach refinansujących i TLTRO

(mld EUR)



Źródło: Eurosystem

Uwagi: Czarne pionowe linie oznaczają rozliczenie operacji TLTRO „1 MPO” oznacza 1 okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej, który został zakończony w czerwcu 2014 r.

Kwartalne rozliczenie nowych TLTRO za każdym razem podnosiło nadwyżkę płynności netto, ale był to skutek tymczasowy biorąc pod uwagę spadkową tendencję w operacjach regularnych. W rzeczywistości udział w TLTRO częściowo zastępował udział w operacjach regularnych i zapadających 3-letnich LTRO, powodując, że nadwyżka płynności i łączna nierozliczona kwota refinansowania rosła za każdym razem chwilowo, kiedy rozliczano operację TLTRO (zob. wykres A). Wzrost nadwyżki płynności, który wynikał z programu skupu aktywów i lepszego dostępu niektórych banków do rynku wyjaśniał niższe oprocentowanie operacji regularnych w ciągu roku.

Ogólny wolumen zabezpieczeń złożonych jako zastaw w operacjach polityki pieniężnej Eurosystemu w 2015 r. nadal spadał, odzwierciedlając zmniejszone potrzeby kontrahentów Eurosystemu w zakresie płynności. Spadek był najbardziej wyraźny w pozycji niezabezpieczonych obligacji bankowych, ale był również znaczny w przypadku skarbowych papierów wartościowych wyemitowanych przez instytucje szczebla centralnego i regionalnego oraz innych aktywów zbywalnych. Natomiast wykorzystanie obligacji korporacyjnych, papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami i wierzytelności kredytowych pozostało na niezmiennym poziomie.

Ramka 8

Zapewnienie płynności dla greckiego systemu bankowego w okresie podwyższonych napięć

Równolegle z normalizacją warunków finansowania w Grecji następowała poprawa warunków finansowania w greckim systemie bankowym i nastrojów na rynku, która utrzymała się przez większą część 2014 r., co doprowadziło do istotnego zmniejszenia uzależnienia od pożyczek z banku centralnego, w tym do pełnej spłaty awaryjnego wsparcia płynnościowego (ang. *emergency liquidity assistance*, ELA)²⁸. Jednakże, niepewność sytuacji politycznej doprowadziła do gwałtownego wycofywania depozytów i wzrostu napięcia na rynku finansowym w pierwszej połowie 2015 r. W efekcie powrócono do uzależnienia od ELA, gdy rosło wykorzystanie finansowania z banku centralnego. Napięcia na rynkach zmniejszyły się, a stan depozytów ustabilizował się latem 2015 r. po zawarciu porozumienia między Grecją i pozostałymi krajami strefy euro w zakresie trzeciego programu dostosowań makroekonomicznych. Okres napięć na rynku finansowym, których doświadczyła Grecja, w dużej mierze można podzielić w ciągu 2015 r. na 3 etapy .

Etap pierwszy: stopniowe wykorzystanie operacji Eurosystemu (od grudnia 2014 r. do stycznia 2015 r.)

Wraz ze wzrostem obaw rynku dotyczących przyszłości programu dostosowań makroekonomicznych i rozwoju sytuacji politycznej w Grecji krajowy system bankowy w dużej mierze utracił dostęp do finansowania rynkowego. Strata ta polegała przede wszystkim na odpływie depozytów detalicznych i hurtowych, a także na nieodnawianiu międzybankowych linii finansowych z kontrahentami międzynarodowymi. Z uwagi na fakt, że banki utrzymywały wystarczające aktywa jako zabezpieczenie kwalifikowane w operacjach Eurosystemu, mogły zastąpić stratę finansowania rosnącym wykorzystaniem operacji kredytowych Eurosystemu (przede wszystkim, głównych operacji refinansujących).

Etap drugi: wykorzystanie ELA i związane z tym decyzje (od lutego do czerwca 2015 r.)

Pod koniec stycznia i na początku lutego 2015 r. szybko rosły obawy związane z zakończeniem trwającego przeglądu w kontekście drugiego programu dostosowań makroekonomicznych dla Grecji. W grudniu 2014 r. program przedłużono o 2 miesiące. W miarę zbliżania się daty wygaśnięcia okresu 2-miesięcznego przedłużenia, nie można już było założyć, że przegląd zostanie pomyślnie zakończony. W konsekwencji 4 lutego 2015 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o zawieszeniu wymaganego minimalnego ratingu kredytowego dla instrumentów zbywalnych wyemitowanych lub gwarantowanych przez Republikę Grecką z dniem 11 lutego 2015 r. W wyniku tej decyzji takie instrumenty zbywalne przestały spełniać kryteria kwalifikowalności jako zabezpieczenie w operacjach kredytowych w Eurosystemie. Wskutek tego znaczną część płynności zapewnionej w tym czasie poprzez operacje kredytowe Eurosystemu zastąpiono płynnością dostarczaną przez bank centralny Grecji w formie ELA.

W dniu 24 lutego 2015 r. Eurogrupa podjęła decyzję o przedłużeniu obowiązywania umowy ramowej o pomocy finansowej w ramach europejskiego instrumentu stabilności finansowej (EFSF) do końca czerwca 2015 r., w celu pomyślnego zakończenia przeglądu. Negocjacje między

²⁸ Więcej informacji na ten temat można znaleźć na [stronie internetowej EBC](#).

władzami Grecji a instytucjami były jeszcze później kontynuowane, ale perspektywy finansowe Grecji oraz środowisko makroekonomiczne stale się pogarszały, nakładając dodatkowe ograniczenia na system bankowy, głównie w formie zwiększonego odpływu depozytów, co prowadziło do wzrostu wykorzystania ELA.

Pod koniec czerwca 2015 r. kilka wydarzeń, w tym decyzja władz Grecji o przeprowadzeniu referendum i rezygnacji z przedłużenia drugiego programu dostosowań makroekonomicznych dla Grecji, doprowadziło do dodatkowych napięć. Wydarzenia te miały niekorzystny wpływ na adekwatność i wystarczalność aktywów wykorzystywanych przez banki greckie jako zabezpieczenie dla operacji ELA w banku centralnym Grecji, ponieważ takie zabezpieczenie było ściśle powiązane z możliwością Grecji do uznawania swoich zobowiązań finansowych. W tym kontekście 28 czerwca 2015 r. Rada Prezesów podjęła decyzję o utrzymaniu pułapu ELA dla banków greckich na poziomie ustalonym 26 czerwca 2015 r., jak podano w [komunikacie prasowym](#) opublikowanym przez EBC 28 czerwca 2015 r.

Etap trzeci: stabilizacja i poprawa warunków w zakresie płynności (od lipca do grudnia 2015 r.)

W celu rozwiązania problemu powszechnego odpływu płynności 28 czerwca 2015 r. władze Grecji podjęły decyzję o wprowadzeniu dni wolnych od pracy w bankach w celu ustabilizowania sytuacji płynnościowej systemu bankowego.

W kolejnych dniach sytuacja finansowa w Grecji jeszcze bardziej się pogorszyła, skłaniając Radę Prezesów do podjęcia 6 lipca 2015 r. decyzji o korekcie redukcji wartości zabezpieczeń przyjętych przez bank centralny Grecji dla ELA, a także kolejnej decyzji o utrzymaniu górnego limitu ELA dla banków greckich, obowiązującego od 26 czerwca 2015 r., jak podano w [komunikacie prasowym](#) opublikowanym przez EBC 6 lipca 2015 r.

Na szczycie przywódców państw strefy euro, który odbył się 12 lipca 2015 r., uzgodniono trzeci program dostosowań makroekonomicznych dla Grecji na okres 3 lat, finansowany w ramach europejskiego mechanizmu stabilności (ang. *European Stability Mechanism* - ESM). Dzięki pozytywnym zmianom sytuacji finansowej Grecji w poprzedzających dniach, 16 lipca 2015 r. górny limit zapewnienia ELA bankom greckim został podwyższony.

W następstwie poprawy perspektyw finansowych rządu Grecji, związanej z nowym programem ESM i jego wdrożeniem przez władze greckie, warunki w zakresie płynności w greckim systemie bankowym również zaczęły się poprawiać. Banki zostały ponownie otwarte 20 lipca 2015 r., ale ograniczenia dotyczące wypłaty środków i transferów kapitałowych zostały utrzymane. Niezależnie od tego władze greckie wkrótce zaczęły stopniowo łagodzić te ograniczenia. Wraz z odbudową zaufania rynków do krajowego systemu bankowego zaobserwowano pewien napływ depozytów i częściowe przywrócenie bankom greckim dostępu do rynków. Warunki w zakresie płynności banków greckich istotnie poprawiły się po pomyślnym zakończeniu procesu rekapitalizacji w ostatnim kwartale 2015 r.

3 Europejski sektor finansowy: zahamowanie napięć i postępy na drodze do utworzenia unii bankowej

Po utworzeniu jednolitego mechanizmu nadzorczego (ang. *Single Supervisory Mechanism - SSM*) – pierwszego filaru unii bankowej – 4 listopada 2014 r., rok 2015 był pierwszym pełnym rokiem realizacji przez EBC zadań w zakresie polityki makroostrożnościowej i mikroostrożnościowej. Zadania te były wspierane przez prowadzoną przez EBC regularną ocenę pojawiającego się ryzyka, a także odporności oraz zdolności systemu finansowego do łagodzenia wstrząsów.

Europejski Bank Centralny przyczynił się również do utworzenia drugiego filaru unii bankowej, tj. jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (ang. *Single Resolution Mechanism - SRM*) i zdecydowanie popiera utworzenie trzeciego filaru - europejskiego systemu gwarantowania depozytów. Bank przyczynił się również do innych ważnych inicjatyw regulacyjnych, mających na celu a) osłabienie powiązań państwo-bank, b) ograniczenie podejmowania ryzyka i budowanie odporności oraz c) rozwiązania problemu dużych banków, które są zbyt ważne systemowo, aby zbankrutować (ang. „too big to fail”).

W niniejszej części opisano główne zmiany w powyższych obszarach, koncentrując się na sposobie, w jaki działania EBC oraz zmiany instytucjonalne i regulacyjne przyczyniały się do realnego wprowadzenia unii bankowej w Europie.

3.1 Rodzaje ryzyka i słabe punkty w systemie finansowym strefy euro

Europejski Bank Centralny monitoruje sytuację w strefie euro i w systemach finansowych UE w celu ustalenia wszelkich słabych punktów i sprawdzenia odporności pośredników finansowych. Realizuje to zadanie wraz z innymi bankami centralnymi Eurosystemu i Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Problemy związane z pojawieniem się potencjalnego ryzyka systemowego w systemie finansowym rozwiązywane są przez politykę makroostrożnościową.

Europejski Bank Centralny systematycznie prezentuje analizę stabilności finansowej w swoim półrocznym raporcie „Financial Stability Review” (FSR)²⁹. EBC służy także wsparciem analitycznym w obszarze stabilności finansowej Europejskiej Radzie ds. Ryzyka Systemowego (ERRS).

Małe napięcia w systemie finansowym w 2015 r., jednak ryzyko pozostaje

Małe napięcia w systemie finansowym w strefie euro w 2015 r. odzwierciedlały poprawę perspektywy gospodarki realnej, wspieranej przez działania EBC, które rozwiały obawy związane z deflacją, mogącą stanowić zagrożenie zarówno dla

²⁹ Zob. „Financial Stability Review”, EBC, maj 2015 i „Financial Stability Review”, EBC, listopad 2015.

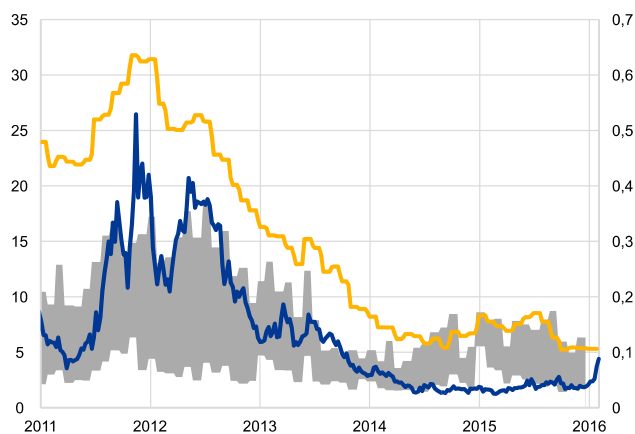
stabilności cen, jak i stabilności finansowej. Niezależnie od tego, światowe rynki finansowe odnotowały okresowe nawroty napięć, obejmujących rynki walutowe, towarowe oraz rynki obligacji i akcji, co wskazywało na utrzymującą się podatność rynków na zaburzenia. Przede wszystkim na początku lata ujawniło się podwyższone ryzyko polityczne związane z negocjacjami w sprawie nowego programu pomocy finansowej dla Grecji. Na rynkach aktywów odnotowano okresy wysokiej zmienności. W szczególności, pod koniec kwietnia i na początku maja, gwałtownie wzrosła rentowność obligacji skarbowych w strefie euro, natomiast globalne rynki akcji ucierpiały z powodu efektów ubocznych korekty cen chińskich akcji pod koniec sierpnia. Oddziaływanie tych zmian na system finansowy strefy euro było względnie ograniczone, a standardowe wskaźniki napięć w systemie bankowym, fiskalnym i finansowym utrzymały się na niskich poziomach (zob. wykres 25).

Wykres 25

Indeks napięć finansowych, wskaźnik złożony uwzględniający problemy finansowe państw oraz prawdopodobieństwo niewypłacalności 2 lub więcej grup bankowych

(sty. 2011 - luty 2016)

- Prawdopodobieństwo niedotrzymania warunków przez 2 duże i złożone grupy bankowe lub więcej takich grup (odsetek prawdopodobieństwa; skala po lewej stronie) (odsetek prawdopodobieństwa; skala po lewej stronie)
- Wskaźnik złożony napięcia systemowego na rynkach obligacji państwowych (skala po prawej stronie)
- zakres indeksu napięcia finansowego specyficznego dla kraju w zakresie 10go-90go percentyla (skala po prawej stronie)



Źródła: Bloomberg i obliczenia EBC.

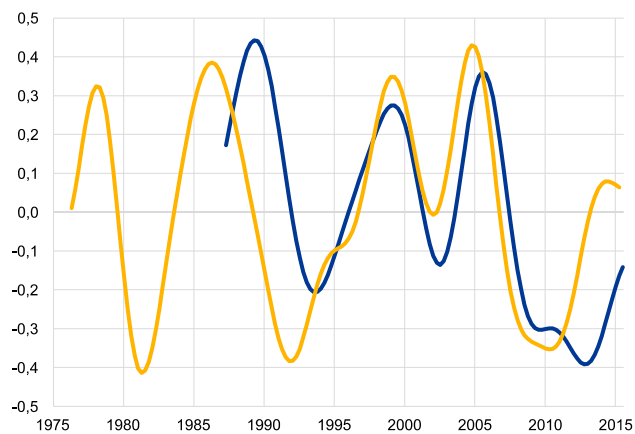
Uwagi: „Prawdopodobieństwo niewypłacalności 2 lub więcej dużych i złożonych grup bankowych” odnosi się do prawdopodobieństwa równoczesnej niewypłacalności w próbie 15 dużych i złożonych grup bankowych w horyzoncie czasowym 1 roku. Pomiary indeksu napięcia na rynkach finansowych na poziomie poszczególnych krajów, na podstawie 3 segmentów rynku (akcje, obligacje i waluty) oraz wzajemne korelacje pomiędzy nimi. Więcej informacji, zob. Duprey, T., Klaus, B. and Peltonen, T., *Dating systemic financial stress episodes in the EU countries*, „Working Paper Series”, nr 1873, EBC, grudzień 2015.

Wykres 26

Cykle finansowe w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych

(II kw. 1975 r. – III kw. 2015 r.; skala znormalizowana; szereg dla strefy euro rozpoczyna się w II kw. 1988; oś y: znormalizowane odchylenie od mediany historycznej)

- Strefa euro
- Stany Zjednoczone








Źródła: Bloomberg i obliczenia EBC.

Uwagi: Cykl finansowy jest filtrowaną liniową kombinacją, zmienną w czasie, która podkreśla podobne zmiany w podstawowych wskaźnikach (łącznie kredyt, ceny nieruchomości mieszkaniowych, ceny akcji i wartość odniesienia dla rentowności obligacji). Więcej informacji, zob. Schuler, Y., Hiebert, P. i Peltonen, T., *Characterising the financial cycle: a multivariate and time-varying approach*, „Working Paper Series”, nr 1846, EBC, wrzesień 2015. Dla Stanów Zjednoczonych ostatnim dostępnym punktem danych jest I kw. 2015 r.

Tabela 3

Podstawowe zagrożenia dla stabilności finansowej strefy euro zidentyfikowane w FSR z listopada 2015 r.

 wyraźne ryzyko systemowe średni poziom ryzyka systemowego potencjalne ryzyko systemowe	Aktualny poziom (kolor) i ostatnie zmiany (strzałka) ¹
Raptowna zmiana niskiej globalnej premii za ryzyko wzmocniona przez małą płynność rynku wtórnego	
Słabe perspektywy opłacalności dla banków i ubezpieczycieli w sytuacji niskiego wzrostu nominalnego i w kontekście niezakończonych korekt bilansu	
Wzrastające obawy dotyczące długoterminowej obsługi długu w sektorze publicznym i niefinansowym sektorze prywatnym w kontekście niskiego wzrostu nominalnego	
Perspektywy napięć finansowych w szybko rozwijającym się równoległym systemie bankowym, spółęgowanych przez efekty uboczne i ryzyko płynności	

1) Kolor wskazuje skumulowany poziom ryzyka, który jest kombinacją prawdopodobieństwa wystąpienia ryzyka i kalkulacji prawdopodobnego oddziaływania systemowego rozpoznanego ryzyka przez kolejne 24 miesiące, na podstawie oceny zespołu EBC. Strzałka wskazuje, czy ryzyko wzrosło od poprzedniej publikacji FSR.

W tym obszarze w ciągu 2015 r. rozpoznano 4 kluczowe rodzaje ryzyka dla stabilności finansowej strefy euro (zob. tabela 3). W ciągu ostatnich kilku lat wycena wielu klas aktywów została bardzo wyśrubowana, co stanowi najistotniejszy słaby punkt, ponieważ rosnące wyceny mogą w pewnym momencie doprowadzić do gwałtownych korekt premii za ryzyko. Częściowo wskutek wzrostu wrażliwości wywołanej przez rynki wschodzące, pod koniec 2015 r. wzrosło ryzyko raptownej zmiany globalnej premii za ryzyko. Pomimo, iż w 2015 r. nie wystąpiły ewidentne oznaki powszechnej zbyt wysokiej wyceny w strefie euro, ceny niektórych aktywów finansowych zdawały się odbiegać od poziomu wynikającego z podstawowych wskaźników gospodarczych. Szacunki dotyczące stanu cyklu finansowego dla strefy euro pozostają niewysokie (zob. wykres 26). Takie szacunki – obejmujące zmiany w kredytach prywatnych, a także w głównych segmentach rynku aktywów – nie potwierdzają poglądu dotyczącego ożywienia cen

aktywów finansowanych za pomocą kredytów w strefie euro. Szacunki cyklu finansowego w 2015 r. dla Stanów Zjednoczonych były wyższe, częściowo w wyniku nieco wyższej wyceny cen akcji i silniejszego popytu na kredyty.

Wyzwania wewnętrzne w strefie euro w 2015 r. były pod wieloma względami następstwem kryzysu zadłużenia bankowego i długu publicznego. System bankowy strefy euro był nadal narażony na problemy wiążące się z niską rentownością w sytuacji słabego ożywienia gospodarczego, natomiast zwrot z kapitału wielu banków utrzymywał się poniżej odpowiadających mu kosztów kapitału własnego. W połączeniu z wysokim poziomem kredytów zagrożonych w wielu krajach ograniczało to potencjał kredytowy banków i ich zdolność do budowania kolejnych buforów kapitałowych.

W coraz większym stopniu zagrożenia dla stabilności finansowej wykraczają poza tradycyjne podmioty, takie jak banki i instytucje ubezpieczeniowe. Równoległy system bankowy nadal zdecydowanie rozwijał się na poziomie globalnym i w strefie euro (zob. ramka 9). Wraz z szybkim wzrostem i przy wzajemnych powiązaniach w obrębie tego sektora, w szczególności w sferze funduszy inwestycyjnych, istnieje duże prawdopodobieństwo niepostrzeżonego kumulowania się podatności na zaburzenia. Sfera funduszy inwestycyjnych nie tylko nadal się rozwijała, ale w bilansach funduszy pojawiły się również oznaki przyjmowania zwiększonego ryzyka.

W raporcie na temat struktur finansowych³⁰ dokonano przeglądu głównych cech strukturalnych i zmian w szeroko pojętym sektorze finansowym strefy euro. W 2015 r. raport został rozszerzony i obejmuje nie tylko sektor bankowy, ale również inne instytucje pośrednictwa finansowego, w szczególności korporacje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, a także podmioty równoległego systemu bankowego.

Obawy dotyczące stabilności systemu finansowego w 2015 r. miały swoje źródło również poza sektorem finansowym. Pomimo bardzo potrzebnej poprawy zarówno w zakresie konsolidacji fiskalnej, jak i ram instytucjonalnych, od nasilenia się w strefie euro kryzysu związanego z długiem państwowym utrzymywały się wyzwania dla rządów tej strefy związane z długoterminową obsługą długu, zwłaszcza w krajach o wysokim zadłużeniu, które z tego powodu są bardziej wrażliwe na wstrząsy ekonomiczne i finansowe. Obawy związane z zadłużeniem występują również w sektorze prywatnym. Dług sektora przedsiębiorstw w strefie euro utrzymuje się na szczególnie wysokim poziomie w porównaniu z innymi rozwiniętymi gospodarkami.

Ramka 9

Równoległy sektor bankowy w strefie euro

Równoległy sektor bankowy zwiększył swoją rolę jako kredytodawca dla gospodarki strefy euro. Jednakże stanowi to jednocześnie kluczowe źródło potencjalnego ryzyka dla systemu finansowego strefy euro, a zatem wymaga ścisłego monitorowania.

Istnieją różne sposoby definiowania równoległego sektora bankowego³¹, ale termin ten jest szeroko wykorzystywany do określenia grupy instytucji, które nie są bankami, ale udzielają kredytów, wystawiają wierzytelności niepieniężne (ang. *money-like claims*) lub są finansowane krótkoterminowymi zobowiązaniami, inwestując w długoterminowe aktywa powiązane z kredytami. Podmioty te obejmują, m.in. finansowe spółki celowe, fundusze rynku pieniężnego i inne fundusze inwestycyjne. O ile równoległy sektor bankowy rozwija się na poziomie globalnym, jak wskazuje raport Rady Stabilności Finansowej dotyczący monitorowania globalnego równoległego sektora bankowego³², strefa euro jest jednym z regionów o najszybszym tempie wzrostu tego sektora. W ciągu ostatniej dekady całkowite aktywa równoległego sektora bankowego w strefie euro, określone z zastosowaniem szerokiej miary obejmującej wszystkie niebankowe instytucje finansowe poza korporacjami ubezpieczeniowymi i funduszami emerytalnymi, wzrosły ponad 2-krotnie. Ponad 26 bln euro z wynoszącej ok. 67 bln euro sumy aktywów systemu finansowego strefy euro, jest obecnie w posiadaniu szeroko pojętego równoległego sektora bankowego strefy euro.

³⁰ Zob. *Report on financial structures*, ECB, październik 2015.

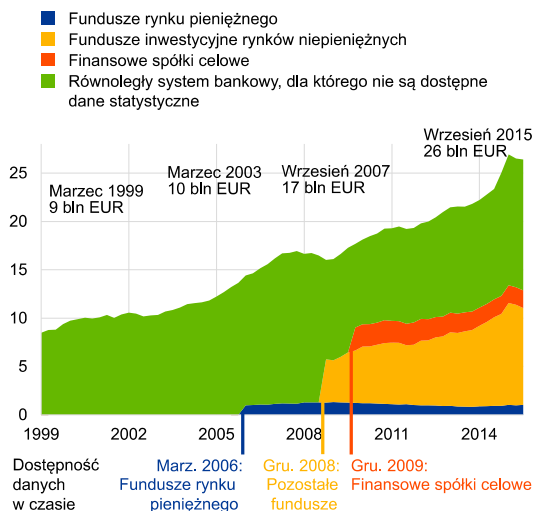
³¹ Omówienie możliwych definicji równoległego systemu bankowego znajduje się w ramce zatytułowanej *Defining the shadow banking perimeter*, „*Report on financial structures*”, EBC, październik 2015.

³² *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*, Rada Stabilności Finansowej, 12 listopada 2015.

Wykres A

Aktywa funduszy rynku pieniężnego, funduszy inwestycyjnych, finansowych spółek celowych i innych niemonetarnych instytucji finansowych strefy euro

(I kw. 1999 r. - III kw. 2015 r., w bln EUR)



Źródła: sprawozdania finansowe dla strefy euro prowadzone przez EBC, statystyki dotyczące finansowych spółek celowych, statystyki dotyczące funduszy inwestycyjnych i statystyki monetarnych instytucji finansowych. Uwaga: Skrót MMF oznacza fundusze rynku pieniężnego, zaś FVC finansowe spółki celowe

inwestorzy mieli wycofać znaczącą ilość środków w przypadku wystąpienia napięć na rynku finansowym, pewne rodzaje funduszy inwestycyjnych mogłyby nasilić presję na sprzedaż na całym rynku i/lub spowodować panikę obejmującą cały rynek. Im więcej funduszy zaangażuje się aktywnie w transformację płynności, tym bardziej prawdopodobne jest, że w przypadku silnej dekoniunktury zmierzają się one z presją na sprzedaż. Wysoka dźwignia finansowa³⁴ może nakręcać spirale płynności poprzez zmuszanie zarządzających funduszami do sprzedaży większej części ich portfeli inwestycyjnych by zrekompensować zadaną kwotę odpływów.

Sektor funduszy inwestycyjnych wyróżniała szybka ekspansja od czasu światowego kryzysu finansowego, w sytuacji gdy inwestorzy globalni intensywnie poszukiwali dobrej stopy zwrotu (zob. wykres A). Dzięki swej ekspansji sektor ten wspomógł działanie tradycyjnego systemu bankowego i działał jako ważny bufor dla gospodarki, ponieważ kredytowanie bankowe w ostatnich latach uległo zmniejszeniu. Jednocześnie zwiększył się potencjalny wpływ niekorzystnych zmian w równoległym sektorze bankowym na szeroko rozumiany system finansowy i gospodarkę realną z powodu rosnącego udziału tego sektora w rynkach kapitałowych i silniejszych powiązań w obrębie tego sektora, a także jego powiązań z innymi częściami systemu finansowego, w tym z bankami.

Rosnące ekspozycje wraz z oznakami zwiększonej płynności, zmiany terminów zapadalności³³ oraz podejmowania większego ryzyka wyraźnie wskazują na potrzebę ścisłego monitorowania sektora funduszy inwestycyjnych. Istnieją obawy, że gdyby

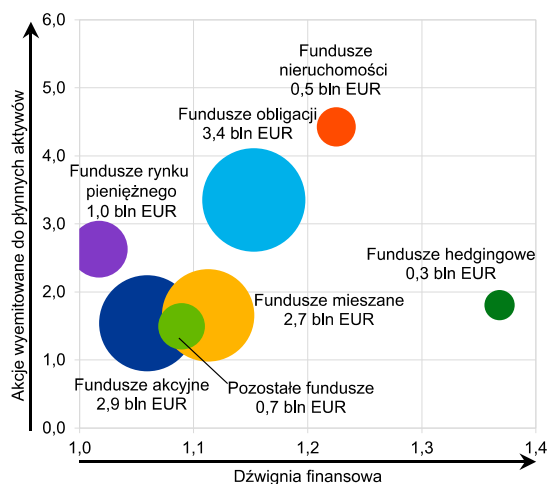
³³ Istotna część funduszy inwestycyjnych emituje codzienne rozszczenia płatne na żądanie w celu finansowania aktywów, które są stosunkowo nie płynne. Mierzac sumą aktywów, 99% niehipotecyjnych funduszy inwestycyjnych to fundusze otwarte, co oznacza, że inwestorzy mogą umorzyć swoje udziały z krótkim wyprzedzeniem. Dla funduszy hipotecyjnych udział ten jest niższy (80%), natomiast okresy wypowiedzenia są często dłuższe, co stanowi odzwierciedlenie wysoce nie płynnych aktywów, które utrzymują te fundusze.

³⁴ Zob. ramka *Synthetic leverage in the investment fund sector*, „Financial Stability Review”, EBC, maj 2015.

Wykres B

Łączna dźwignia finansowa bilansu, transformacja płynności i suma aktywów wg rodzaju funduszu

III kw. 2015



Źródło: EBC i obliczenia EBC.

Uwagi: oś x: dźwignia finansowa (suma aktywów/wyemitowane udziały i jednostki uczestnictwa); oś y: niedopasowanie płynności (wyemitowane udziały i jednostki uczestnictwa/aktywa płynne); wielkość 'bańki': suma aktywów w bln EUR.

Całościowy obraz podatności na zagrożenia (zob. wykres B) może maskować tę podatność w ramach poszczególnych dużych instytucji o znaczeniu systemowym. Koncentracja aktywów w ograniczonej liczbie instytucji o szczególnie dużym znaczeniu może mieć wpływ na sytuację na rynku, zarówno w warunkach wzmożonych napięć, jak i w warunkach normalnych. Istnieją dowody na podejmowanie zwiększonego ryzyka³⁵ przez fundusze inwestycyjne poprzez przesunięcia portfelowe w kierunku dłużnych papierów wartościowych o niższym ratingu, wyższej rentowności i wydłużonym okresie ryzyka.

O ile w ostatnich kilku latach zwiększył się zakres statystyk opracowywanych dla równoległego sektora bankowego, rzucających pewne światło na skład sektora i czynniki pobudzające jego wzrost, potrzeba więcej danych i lepszego dostępu do informacji, aby móc monitorować to rosnące źródło potencjalnego ryzyka i radzić sobie z nim.

Niedostatek informacji dotyczących sposobów mierzenia płynności w okolicznościach zwiększonego napięcia oraz dźwigni finansowej w ujęciu zagregowanym poza tradycyjnym sektorem bankowym, stanowią przeszkodę dla pełnego zrozumienia charakteru i rozmiaru zagrożeń dla stabilności finansowej. Brakuje szczegółowych analiz statystycznych dla ok. 50% sumy aktywów sektora. Część z tych aktywów może należeć do podmiotów nieuczestniczących w działalności równoległego sektora bankowego, ale pozostałe mogą stanowić własność innych podmiotów angażujących się w ryzykowną działalność. A zatem ograniczenia dostępności danych nadal mają wpływ na monitorowanie ryzyka i podatności na zagrożenia przez EBC.

Niektóre czynniki, takie jak właściwe procesy zarządzania ryzykiem i bufory płynności, ograniczają ryzyko, że podmioty z równoległego sektora bankowego będą wzmagać zagrożenia w sytuacji wystąpienia szoków. O ile sektor funduszy inwestycyjnych podlega regulacjom ostrożnościowym, w przypadku większości istniejących zasad brakuje perspektywy systemowej i mogą one nie być odpowiednie do zapobiegania powstawaniu zagrożeń w całym sektorze lub do postępowania z ryzykiem stabilności finansowej w przypadku zdarzeń o zasięgu systemowym.

³⁵ Zob. ramka *Debt securities holdings of the financial sector in the current low yield environment*, „Financial Stability Review”, EBC, listopad 2015.

3.2 Funkcja makroostrożnościowa EBC

W dniu 4 listopada 2014 r. EBC przejął uprawnienia związane z polityką makroostrożnościową na podstawie rozporządzenia o utworzeniu jednolitego mechanizmu nadzorczego w celu rozwiązywania problemów związanych z pojawieniem się potencjalnego ryzyka systemowego w systemie finansowym, a rok 2015 był pierwszym pełnym rokiem, w którym EBC realizował swoje nowe zadania w tym obszarze. EBC ma dwa zadania do wykonania w obszarze polityki makroostrożnościowej w krajach objętych nadzorem bankowym EBC³⁶.

Po pierwsze, EBC może zastosować wyższe wymagania w odniesieniu do buforów kapitałowych niż te, które są stosowane przez władze krajowe, a także zastosować bardziej rygorystyczne środki zmierzające do ograniczenia ryzyka systemowego lub makroostrożnościowego, zgodnie z procedurami określonymi w odpowiednich aktach prawnych UE. Na przykład, EBC może zastosować wyższe wymagania wobec banków w zakresie: antycyklicznych buforów kapitałowych; buforów ryzyka systemowego (jeśli zostały wprowadzone w prawie krajowym); dopłat kapitałowych pobieranych od instytucji o znaczeniu systemowym; wag ryzyka dla nieruchomości i ekspozycji wewnątrz sektora finansowego; limitów dużych ekspozycji oraz dodatkowych wymogów dotyczących ujawniania informacji.

Po drugie, władze krajowe muszą informować EBC o planach wdrożenia lub zmianie działań makroostrożnościowych. EBC ocenia planowane posunięcia i może zdecydować o zastosowaniu wyższych wymagań (tj. podjęciu dodatkowych kroków). Władze krajowe uwzględniają uwagi EBC przed podjęciem swoich decyzji.

Z uwagi na fakt, że posunięcia makroostrożnościowe wdrożone w poszczególnych państwach członkowskich mogą mieć skutki transgraniczne lub międzysektorowe, EBC monitoruje umowy o wzajemności. Umowy te należy wdrażać w sposób przejrzysty, tak by ograniczyć nieplanowane negatywne efekty uboczne propagujące się przez granice państwowe lub sektorowe. Preferowane są tu rozwiązania zawarte w zaleceniu ERRS w sprawie oceny skutków transgranicznych oraz dobrowolnej wzajemności środków polityki makroostrożnościowej (ERSS /2015/2, zob. poniżej)³⁷. W tym celu EBC wspiera również konsekwentne stosowanie instrumentów makroostrożnościowych we wszystkich krajach objętych SSM poprzez bieżące działania swojego Komitetu Stabilności Finansowej oraz dyskusje prowadzone na poziomie organów decyzyjnych EBC.

Decyzje makroostrożnościowe podjęte w 2015 r.

Za podejmowanie decyzji dotyczących polityki makroostrożnościowej odpowiada Rada Prezesów EBC. EBC utworzył Forum Makroostrożnościowe, które składa się z Rady Prezesów oraz Rady ds. Nadzoru EBC. W 2015 r. Forum

³⁶ Celem polityki makroostrożnościowej jest zapobieganie nadmiernemu narastaniu ryzyka, zapewnienie większej odporności sektora finansowego oraz ograniczanie efektów „zarażania”.

³⁷ Zob. wydanie specjalne pod tytułem *A framework for analysing and assessing cross-border spillovers from macroprudential policies*, „Financial Stability Review”, EBC, maj 2015.

Makroostrożnościowe spotykało się raz na kwartał w celu przedyskutowania rodzajów ryzyka, na jakie narażony jest obszar objęty nadzorem bankowym EBC oraz poszczególne kraje objęte tym nadzorem, a także innych tematów istotnych z perspektywy polityki makroostrożnościowej. Decyzje makroostrożnościowe Rady Prezesów są przygotowywane przy udziale Komitetu Stabilności Finansowej, który składa się z przedstawicieli EBC, krajowych banków centralnych i organów nadzoru, a także wewnętrznej komórki EBC skupiającej przedstawicieli zarówno z obszaru polityki makroostrożnościowej, jak i mikroostrożnościowej.

Ryzyka dla całej strefy euro przedstawiane w przeglądach stabilności finansowej publikowanych przez EBC stanowią punkt wyjścia do określenia ryzyka dla celów polityki makroostrożnościowej. Jednakże głównym przedmiotem dyskusji makroostrożnościowej są te rodzaje ryzyka, które są najistotniejsze z punktu widzenia banków, jako że sektor bankowy koncentruje się na instrumentach polityki makroostrożnościowej a EBC odpowiada za politykę w tej dziedzinie.

Zgodnie z oceną Rady Prezesów przeprowadzoną w 2015 r., biorąc pod uwagę aktualny etap cyklu finansowego, nie było potrzeby podejmowania szeroko zakrojonych antycyklicznych działań makroostrożnościowych. Ocena uwzględniała również działania w obszarze polityki makroostrożnościowej podjęte już przez kraje strefy euro w celu zwiększenia odporności systemu bankowego oraz zapobiegania pojawieniu się potencjalnej nierównowagi, w szczególności w sektorze nieruchomości. EBC dokonał również przeglądu zasad polityki makroostrożnościowej, jakie zostały lub mogą być zastosowane przez państwa członkowskie w reakcji na niskie poziomy stóp procentowych.

W 2015 r. organy krajowe w 19 krajach objętych SSM zawiadomiły EBC o 48 decyzjach podjętych w ramach polityki makroostrożnościowej, z których 28 dotyczyło antycyklicznych buforów kapitałowych, 18 - innych instytucji o znaczeniu systemowym, a 2 - wprowadzenia bufora ryzyka systemowego. W prawie wszystkich przypadkach formalne zawiadomienie poprzedzone było nieformalną informacją przekazaną w duchu współpracy pomiędzy EBC a organami krajowymi.

Po otrzymaniu przez EBC zawiadomienia o decyzjach makroostrożnościowych podjętych przez właściwe i wyznaczone do tego celu organy krajowe, Rada Prezesów przeprowadziła swoją ocenę podjętych działań, zgodnie z art. 5 ust. 1 rozporządzenia SSM i zdecydowała o braku sprzeciwu wobec decyzji podjętych przez te organy.

Współpraca z ERRS

Europejski Bank Centralny nadal udzielał wsparcia analitycznego, statystycznego, logistycznego i administracyjnego Sekretariatowi ERRS, który jest odpowiedzialny za codzienne funkcjonowanie ERRS. Główną misją ERRS jest udział w zapobieganiu ryzyku systemowemu i ograniczanie ryzyka systemowego oraz działanie na rzecz stabilności finansowej w sektorze bankowym, sektorze ubezpieczeniowym, w innych instytucjach finansowych i na rynkach finansowych UE. Realizując swoje zadania

ERRS opiera się na specjalistycznej wiedzy i doświadczeniu krajowych banków centralnych, krajowych organów nadzoru oraz europejskich organów nadzoru.

W 2015 r. EBC i ERRS rozpoczęły wspólne prace nad monitorowaniem i oceną zagrożeń dla stabilności finansowej, powstających w sytuacji niskich stóp procentowych oraz możliwą reakcją w ramach przyjętej polityki makroostrożnościowej. Przegląd rodzajów ryzyka jest obecnie w trakcie opracowania. Przegląd obejmuje nie tylko banki, ale również inne rodzaje instytucji finansowych, rynki finansowe i infrastrukturę rynków finansowych, nadrzędne problemy systemu finansowego, a także interakcje z szerszą pojętą gospodarką.

Na poziomie UE ERRS nadal odgrywała ważną rolę w zakresie koordynacji polityki makroostrożnościowej. W styczniu 2016 r. opublikowano dwa zalecenia dotyczące aspektów transgranicznych polityki makroostrożnościowej; jedno, dotyczące ustalania antycyklicznych buforów kapitałowych dla ekspozycji wobec państw spoza europejskiego obszaru gospodarczego, a drugie - dotyczące wzajemności dobrowolnej w przypadku działań podejmowanych w zakresie polityki makroostrożnościowej.

3.3 SSM - funkcja EBC w dziedzinie polityki mikroostrożnościowej

Pierwszy pełny rok nadzoru realizowanego w ramach SSM

Rok 2015 był pierwszym pełnym rokiem funkcjonowania jednolitego mechanizmu nadzorczego. SSM był pierwszym filarem unii bankowej, który miał zacząć w pełni funkcjonować od 4 listopada 2014 r. Po dokonaniu kompleksowej oceny w 2014 r. nadzór EBC nad bankami o istotnym znaczeniu, których liczba w 2015 r. wyniosła 123, koncentrował się na monitorowaniu ich wyników. Przede wszystkim obejmował on wdrażanie ustaleń przeglądów jakości aktywów oraz monitorowanie planów kapitałowych dla tych banków, w których w wyniku kompleksowej oceny stwierdzono deficyt kapitałowy.

Nadzór bankowy EBC odegrał również kluczową rolę w opanowaniu zawirowań finansowych w Grecji. Po osiągnięciu porozumienia politycznego w lipcu, EBC przeprowadził kompleksową ocenę w celu określenia potrzeb w zakresie rekapitalizacji znaczących banków greckich. Wspólnie z bankiem centralnym Grecji EBC monitorował sytuację mniej znaczących banków. EBC będzie nadal aktywnie zaangażowany w gwarantowanie istnienia silnego i odpornego systemu bankowego w Grecji.

Warunkiem wstępnym sukcesu SSM było zapewnienie równych szans dla nadzoru bankowego w ramach strefy euro. SSM przyczynił się do stworzenia takich równych szans poprzez opracowanie wspólnej metodologii nadzoru bankowego. Dobrym przykładem wspólnego podejścia do nadzoru jest fakt, że rok 2015 był pierwszym rokiem, w którym wszystkie znaczące banki w strefie euro zostały objęte jednolitym

procesem przeglądu i oceny nadzorczej (ang. *Supervisory Review and Evaluation Process* - SREP).

W odniesieniu do nadzoru mniej znaczących banków, za które bezpośrednio odpowiadają właściwe organy krajowe, głównym celem EBC było zapewnienie konsekwentnego stosowania wysokich standardów nadzoru na całym obszarze objętym SSM. Dla celów tego nadzoru w 2015 r. opracowano kilka wspólnych standardów nadzoru dostarczających właściwym organom krajowym wskazówek w zakresie przeprowadzania określonych procesów, np. wspólne standardy dotyczące procesu planowania działań nadzorczych i planowania działań naprawczych. W tym kontekście inny ważny aspekt trwających prac odnosi się do opracowania wspólnej metodologii systemów oceny ryzyka.

W ramach swojej nowej funkcji EBC pracował nad porozumieniami z innymi organami regulacyjnymi i organami nadzoru, takimi jak Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (ang. *Single Resolution Board* – SRB), które powinny zapewnić efektywną wymianę informacji i współpracę.

Więcej informacji na temat funkcji mikroostrożnościowej zawiera [„Raport roczny EBC z działalności nadzorczej w 2015 r.”](#)

3.4 Wkład EBC do inicjatyw regulacyjnych

Biorąc pod uwagę zarówno nadzór mikroostrożnościowy, jak i względy stabilności finansowej, EBC aktywnie przyczynia się do rozwoju ram regulacyjnych na poziomie europejskim i międzynarodowym. W 2015 r. kluczowe zagadnienia regulacyjne, jakimi zajmował się EBC, dotyczyły polityki mającej na celu a) osłabienie powiązań państwo-bank, b) ograniczenie podejmowania ryzyka i budowanie odporności oraz c) zakończenie problemu dużych banków, które są zbyt ważne systemowo, aby zbankrutować.

3.4.1 Osłabienie powiązań bank-państwo

W 2015 r. EBC uczestniczył w wielu inicjatywach, których celem jest osłabianie powiązań bank-państwo. Inicjatywy te mieszczą się w 2 rozległych obszarach: a) utworzenie unii bankowej oraz b) dyskusje dotyczące potencjalnej weryfikacji podejścia regulacyjnego do ekspozycji na ryzyko kredytowe państw.

W 2015 r. osiągnięto istotne postępy w tworzeniu unii bankowej. Stworzenie jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (ang. *Single Resolution Mechanism* - SRM) 1 stycznia 2015 r. jako niezbędnego uzupełnienia SSM, oznacza, że pomyślnie ustanowiono 2 filary unii bankowej. Łącznie, SSM i SRM wyrównują poziomy odpowiedzialności i podejmowania decyzji dla celów nadzoru, restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków w ramach unii bankowej. Propozycja Komisji Europejskiej dotycząca trzeciego filaru unii bankowej – europejskiego systemu gwarantowania depozytów – została opublikowana 24 listopada 2015 r.

Drugi filar unii bankowej: jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji z jednolitym funduszem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji

Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (ang. *Single Resolution Board – SRB*) rozpoczęła swoje prace przygotowawcze w 2015 r. od opracowania procedur, planowania restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz innych powiązanych zadań. Od 1 stycznia 2016 r. SRB ma kontrolę nad uprawnieniami wszystkich podmiotów, które objęte są zakresem jej działań, zgodnie z rozporządzeniem SRM, łącznie z wykorzystaniem jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (ang. *Single Resolution Fund - SRF*). Do końca listopada 2015 r. wystarczająca liczba państw członkowskich wypełniła swoje zobowiązanie w zakresie ratyfikacji umowy międzyrządowej³⁸ w sprawie SRF, co umożliwiło wprowadzenie w życie istotnych postanowień rozporządzenia SRM (w szczególności uprawnień odnoszących się do restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz SRF), którego uruchomienie zaplanowano na 1 stycznia 2016 r.

W celu osiągnięcia wiarygodności SRM zapewnienie efektywnego i wystarczającego finansowania jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji jest sprawą najwyższej wagi. Przez 8-letni okres przejściowy, kiedy SRF będzie zasilany aż do osiągnięcia docelowego poziomu³⁹, będzie składać się on z pul krajowych. W tym okresie odpowiedzialność z tytułu kosztów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji będzie stopniowo dzielona do czasu, aż pule zostaną ostatecznie połączone w jednolity fundusz w pełni dzielony przez wszystkich członków. Zakładając, że może dojść do sytuacji, kiedy SRF nie będzie dysponował wystarczającymi środkami, a składki *ex post*, które można pobrać w celu pokrycia niedoboru, nie są natychmiast dostępne, rozporządzenie SRM określa, że SRB powinna mieć możliwość zakontraktowania alternatywnych środków dla SRF. W tym świetle uczestniczące państwa członkowskie i SRB uzgodniły również w 2015 r. system krajowych linii kredytowych w celu zapewnienia, w razie potrzeby, finansowania pomostowego dla SRF w okresie przejściowym. Ogólna kwota linii kredytowych wynosi 55 mld euro, co w przybliżeniu odpowiada docelowemu poziomowi stabilnego poziomu środków funduszu SRF. Następnym krokiem będzie rozwinięcie wspólnego zabezpieczenia zastępującego narodowe linie kredytowe. Takie wspólne zabezpieczenie powinno zacząć funkcjonować przed końcem 8-letniego okresu przejściowego.

³⁸ Umowa obejmuje: a) przekazywanie składek pobieranych przez krajowe organy ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji do puli krajowej, b) stopniowy podział środków dostępnych w pulach krajowych, c) kolejność, w której zasoby finansowe pochodzące z pul krajowych i innych źródeł są stawiane do dyspozycji funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, d) w razie konieczności, uzupełnienie pul oraz e) w razie konieczności, tymczasowe pożyczki pomiędzy pulami krajowymi.

³⁹ Poziom docelowy wynosi 1% łącznej kwoty zabezpieczonych depozytów w unii bankowej, co odpowiada kwocie ok. 55 mld euro.

Uprawnienia do umorzenia lub konwersji długu w pełni wdrożone

Straty związane z rekapitalizacją i uporządkowaną likwidacją będą ponoszone, a potrzeby w zakresie rekapitalizacji banków objętych tą procedurą będą zaspokajane w pierwszej kolejności i przede wszystkim przez akcjonariuszy i wierzycieli. Zapewni to zwłaszcza instrument umorzenia lub konwersji długu (ang. *bail-in tool*) stosowany w odniesieniu do kwalifikowanych zobowiązań, dla których odpowiednie postanowienia dyrektywy UE w sprawie działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (BRRD) oraz rozporządzenia SRM weszły w życie 1 stycznia 2016 r. Można umorzyć instrumenty kapitałowe lub dokonać ich konwersji na kapitał własny na podstawie BRRD i rozporządzenia SRM i wszystkie zobowiązania w ramach narzędzia umorzenia lub konwersji długu mogą być w razie potrzeby umorzone lub przekształcone, w celu pokrycia strat i zapewnienia napływu świeżego kapitału do banku objętego procedurą restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Aby zagwarantować skuteczność narzędzia, SRB i krajowe organy odpowiedzialne za przeprowadzanie procesu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, w porozumieniu z EBC i właściwymi organami, określą odpowiednie poziomy minimalnego wymogu w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych (ang. *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* - MREL) dla banków znajdujących się w obszarze ich odpowiedzialności. MREL zostanie ustalony na poziomie odpowiednim do osiągnięcia restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w związku z planem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji opracowanym dla każdego banku. Współpraca pomiędzy organami w ramach unii bankowej jest koniecznym i kluczowym priorytetem.

Współpraca między SRM a SSM

Unijne ramy zarządzania kryzysowego nakładają obowiązek współpracy między organami nadzorczymi a organami ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Z jednej strony, SSM jako właściwy organ powinien ściśle współpracować z SRM w zakresie planowania działań naprawczych, wdrażania środków wczesnej interwencji oraz oceny banków, które upadają lub prawdopodobnie upadną. Z drugiej strony, SRM musi współpracować z SSM w zakresie planowania restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz oceny możliwości ich przeprowadzenia, a także wdrażania działań z tego zakresu. Współdziałanie to oparto na 3 głównych filarach: uzupełniających się funkcjach instytucjonalnych, współpracy i ścisłej koordynacji.

Aby osiągnąć współpracę konieczna jest płynna koordynacja pomiędzy SSM a SRM. W tym celu EBC wyznaczył Sabine Lautenschläger, Wiceprzewodniczącą Rady ds. Nadzoru, na stałego obserwatora uczestniczącego w sesjach wykonawczych i plenarnych SRB. Zmierając w tym samym kierunku, EBC zaprosi Przewodniczącą SRB, Elke König, do udziału, na prawach obserwatora, w posiedzeniach Rady ds. Nadzoru EBC w ramach dyskusji dotyczących problemów istotnych dla SRB. Ponadto, 22 grudnia 2015 r. zostało podpisane porozumienie pomiędzy wymienionymi dwoma organami, opisujące współpracę i wymianę informacji pomiędzy nimi.

Trzeci filar unii bankowej: europejski system gwarantowania depozytów

Europejski system gwarantowania depozytów jest kolejnym ważnym filarem, obok SSM i SRM, zapewniającym jednakowo duże zaufanie deponentów w całej unii bankowej. Jest to absolutnie niezbędne do osiągnięcia równych warunków dla wszystkich. Dnia 24 listopada 2015 r. Komisja Europejska przedstawiła propozycję takiego systemu jako trzeciego filaru unii bankowej. Propozycja określa wyraźny plan dojścia do jednolitego europejskiego systemu gwarantowania depozytów, rozpoczynający się od systemu reasekuracji, poprzez stopniowe zwiększanie udziału finansowania gwarantowanego na poziomie europejskim w fazie koasekuracji, aż do systemu, w którym całe finansowanie gwarantowania depozytów będzie zapewnione przez europejski fundusz gwarantowania depozytów. Europejski system gwarantowania depozytów jest promowany przez Komisję Europejską i został przedstawiony w tzw. raporcie pięciu przewodniczących jako ważny krok w kierunku wzmocnienia unii bankowej, po podniesieniu poziomu odpowiedzialności za nadzór bankowy oraz restrukturyzację i uporządkowaną likwidację ponad poziom uczestniczących państw członkowskich. Europejski system gwarantowania depozytów wzmocni również 2 pozostałe filary. W dniu 24 listopada Komisja opublikowała także komunikat o utworzeniu unii bankowej, która oprócz wprowadzenia tego systemu - obejmuje dalsze działania zmierzające do ograniczenia pozostałych przeszkód na drodze do stworzenia równych warunków we wszystkich sektorach bankowych, np. poprzez ograniczenie możliwości i prawa decydowania poszczególnych krajów w sprawie stosowania zasad ostrożnościowych lub działania na rzecz konwergencji prawa upadłościowego.

Regulacje dotyczące ekspozycji z tytułu długu państwowego

Ostatni kryzys finansowy pokazał, że dorozumiane założenie, iż dług państwowy jest wolny od ryzyka nie jest właściwe, uzasadniając przegląd aktualnych ram regulacyjnych dotyczących ryzyka niewypłacalności kraju. Zmiany regulacji finansowych w tym obszarze wymagają wprowadzenia rozwiązania globalnego, aby zapewnić równe warunki dla banków. Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego prowadzi przegląd światowych rozwiązań regulacyjnych dotyczących niewypłacalności krajów i rozważy potencjalne rozwiązania strategiczne w tym zakresie. Komitet Bazylejski prowadzi swój przegląd w sposób staranny, całościowy i stopniowy. Celem jest również dokonanie oceny szerszych zagadnień związanych z rolą rynków długu państwowego oraz potencjalnego wpływu zmian w ramach regulacyjnych na tę rolę i na niektóre segmenty rynku.

Konieczna jest staranna ocena kosztów i korzyści wszelkich zmian ram regulacyjnych. Taka ocena musi odzwierciedlać potencjalny wpływ na funkcjonowanie rynku i stabilność finansową oraz uwzględniać wszelkie możliwe skutki uboczne dla innych klas aktywów, rzutujące na zdolności banków do występowania w charakterze pośredników [finansowych]. Ponadto, trzeba zwrócić należytą uwagę na funkcję płynności, jaką spełniają obligacje skarbowe oraz wszelkie konsekwencje dla transmisji polityki pieniężnej.

3.4.2 Ograniczanie podejmowania ryzyka i budowanie odporności

Europejski Bank Centralny przyczynił się do zakończenia w 2015 r. prac nad kilkoma reformami regulacyjnymi, ale wiele kluczowych spraw pozostaje do rozwiązania. Głównie dotyczy to ukończenia prac nad ramowymi zasadami dotyczącymi wskaźnika dźwigni finansowej oraz strategicznego przeglądu ram kapitałowych.

Zakończenie prac nad ramowymi zasadami dotyczącymi wskaźnika dźwigni finansowej

Nadmierna dźwignia finansowa była niewątpliwie jedną z podstawowych przyczyn kryzysu finansowego. Największe banki w Europie stworzyły znaczną dźwignię finansową przed kryzysem finansowym, ponieważ ich mediana dźwigni finansowej przewyższyła ok. 33-krotnie kapitał podstawowy w okresie bezpośrednio poprzedzającym kryzys, a niektóre banki funkcjonowały nawet z dźwignią finansową stanowiącą 50-krotność kapitału podstawowego⁴⁰. W związku z tym kompleksowy i dobrze skalibrowany wskaźnik dźwigni finansowej, który działa równoległe do ram kapitałowych opartych na analizie ryzyka, jest ważnym narzędziem odnoszącym się do ryzyka wynikającego z nadmiernej dźwigni finansowej. Badania prowadzone przez EBC pokazują, że wskaźnik dźwigni finansowej, który z powodzeniem uzupełnia wymogi kapitałowe oparte na analizie ryzyka doprowadziłby do istotnego spadku prawdopodobieństwa wystąpienia trudności w bankach z wysoką dźwignią finansową⁴¹. Niektóre aspekty ramowych zasad dotyczących wskaźnika dźwigni finansowej są nadal dyskutowane w ramach Komitetu Bazylejskiego i oczekuje się, że analiza kalibracji wskaźnika zostanie zakończona w przyszłym roku. Aktualnie minimalny wskaźnik dźwigni finansowej dla kapitału podstawowego (Tier 1) w wysokości 3% jest testowany do 1 stycznia 2017 r. i do tego momentu muszą zostać wprowadzone wszelkie ostateczne korekty zasad ramowych, z perspektywą migracji do Filaru 1 w dniu 1 stycznia 2018 r. Na poziomie europejskim, Europejski Urząd Nadzoru Bankowego rozpoczął prace nad swoim raportem dotyczącym wpływu i kalibracji wskaźnika dźwigni finansowej. Raport przedstawi ocenę wpływu wskaźnika dźwigni finansowej, z uwzględnieniem potencjalnego wpływu wymogów dotyczących wskaźnika dźwigni finansowej, jego interakcji z innymi wymogami ostrożnościowymi i cykliczności.

Przegląd strategiczny ram kapitałowych

Podstawowym celem polityki EBC jest zapewnienie, aby wskaźniki kapitałowe banków były solidne i porównywalne pomiędzy różnymi systemami prawnymi. W tym zakresie kilka badań podjętych przez Komitet Bazylejski i Europejski Urząd Nadzoru Bankowego wskazało na nadmierną zmienność wymogów kapitałowych w ostatnich

⁴⁰ Zob. *Is Europe overbanked?*, „Reports of the Advisory Scientific Committee”, nr 4, ERRS, czerwiec 2014.

⁴¹ Zob. Grill, M., Lang, J. H. and Smith, J., *The impact of the Basel III leverage ratio on risk-taking and bank stability*, Special Feature A, „Financial Stability Review”, EBC, listopad 2015.

latach. W celu opracowania kompleksowej polityki dotyczącej tych problemów, Komitet Bazylejski rozpoczął strategiczny przegląd ramowych zasad bazylejskiej umowy kapitałowej. Celem trwających prac jest opracowanie podejścia, które ograniczyłoby stosowanie przez banki wewnętrznych modeli do zbioru portfeli nadających się do modelowania. To podejście polegałoby na zastosowaniu dodatkowych ograniczeń w modelowaniu tych portfeli, w tym przez ustalanie najniższych limitów lub wyeliminowanie modelowania określonych parametrów. Wymagałoby to również obliczania kapitału regulacyjnego dla wszystkich pozostałych portfeli z zastosowaniem metod alternatywnych, określonych przez Komitet. Przegląd ma na celu poprawienie równowagi pomiędzy prostotą, porównywalnością i wrażliwością na ryzyko, a także wypełnienie celów Komitetu w zakresie adekwatności, stabilności i konsekwencji wdrażania.

3.4.3 Zakończenie problemu dużych banków, które są zbyt ważne systemowo, aby zbankrutować

Standard zdolności do pełnego pokrycia strat dla banków globalnych o znaczeniu systemowym i jego konsekwencje dla UE

Standard zdolności do pełnego pokrycia strat (ang. *total loss-absorbing capacity* - TLAC) dla banków globalnych o znaczeniu systemowym (ang. *global systemically important banks* - G-SIB), uzgodniony przez Radę Stabilności Finansowej w listopadzie 2015 r., jest zaprojektowany w taki sposób, aby upadające banki G-SIB miały wystarczającą zdolność do pokrycia strat i rekapitalizacji, umożliwiającą wdrożenie prawidłowej strategii restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. W tej formie jest to ważny etap rozwiązywania problemu dużych banków, które są zbyt ważne systemowo, aby zbankrutować. Jest to istotny problem dla EBC zarówno z perspektywy stabilności finansowej, jak i z perspektywy nadzoru i dlatego EBC aktywnie uczestniczył w opracowaniu standardu TLAC.

Standard TLAC ustala minimalne wymagania oraz określa kryteria kwalifikacji instrumentów i zobowiązań w ramach TLAC, w celu zapewnienia łatwej dostępności takich instrumentów i zobowiązań do pokrycia strat w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Istnienie minimalnych wymogów TLAC w odniesieniu do wszystkich banków G-SIB pomoże w zapewnieniu równych warunków dla wszystkich banków w skali globalnej. W zależności od przypadku właściwe organy mogą również, w razie potrzeby, określić wymagania wyższe niż minimalne wymogi TLAC dla G-SIB. Minimalny wymóg TLAC jest mierzony w stosunku do wartości odniesienia ważonej ryzykiem i nieważonej ryzykiem. Banki G-SIB muszą utrzymywać standard zdolności do pełnego pokrycia strat na poziomie co najmniej 16% ważonych ryzykiem aktywów grupy poddanej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji od 1 stycznia 2019 r. i co najmniej 18% – od 1 stycznia 2022 r. Ponadto, w kontekście wartości odniesienia nieważonej ryzykiem, ich TLAC musi wynosić co

najmniej 6% mianownika wskaźnika dźwigni finansowej według umowy bazylejskiej III od 1 stycznia 2019 r. i co najmniej 6,75% – od 1 stycznia 2022 r.⁴²

Standard TLAC jest podobny do minimalnego wymogu w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych (MREL) zawartego w ogólnych zasadach UE dotyczących restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, chociaż istnieją pewne podstawowe różnice. W szczególności, standard TLAC dotyczy tylko banków G-SIB, natomiast MREL ma zastosowanie do wszystkich instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, ponadto MREL, w przeciwieństwie do TLAC, nie określa minimalnego najniższego poziomu. Omawiane dwa standardy powinny zostać ujednoczone do końca 2016 r. w dyrektywie UE w sprawie działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (BRRD) za pomocą klauzuli dotyczącej przeglądów, jednakże z uwzględnieniem różnicy w zakresie ich zastosowania.

3.5 Unia rynków kapitałowych

Eurosystem wspiera utworzenie unii rynków kapitałowych (ang. *capital market union* - CMU) dla Europy. Unia rynków kapitałowych ma potencjał uzupełnienia unii bankowej oraz wzmocnienia unii gospodarczej i walutowej poprzez poprawę transgranicznego podziału ryzyka i wzmocnienie odporności systemu finansowego⁴³. Unia rynków kapitałowych będzie również kluczowa dla podtrzymania wzrostu w Europie poprzez zdywersyfikowanie źródeł finansowania i zwiększenie dostępu firm do finansowania. 30 września 2015 r. Komisja Europejska opublikowała plan działania wymieniający rozliczne kroki mające na celu ustanowienie zrębów takiej unii do 2019 r. EBC z zadowoleniem przyjmuje plan działania i wspiera towarzyszące mu pierwsze działania, w szczególności propozycję europejskich ramowych zasad sekurytyzacji, która obejmuje również zróżnicowane podejście ostrożnościowe dla prostej, przejrzystej i standaryzowanej sekurytyzacji, łącznie z ograniczeniem kosztów kapitałowych banku. Przyczyni się ona do ożywienia rynków sekurytyzacyjnych.

Aby możliwe było czerpanie korzyści z unii rynków kapitałowych należy dążyć do osiągnięcia wysokiego poziomu integracji finansowej. Pełna integracja zostanie osiągnięta, jeśli wszyscy uczestnicy rynku o tych samych istotnych cechach będą podlegać jednolitemu zestawowi zasad, będą mieć jednakowy dostęp do rynków oraz będą równo traktowani, gdy działają na rynku. Wymaga to długofalowej wizji, której powinien towarzyszyć ambitny plan dalszych działań. Na przykład powinno się bardziej zharmonizować prawa narodowe regulujące kwestie niewypłacalności, podatków oraz papierów wartościowych.

W planie działania opublikowanym przez Komisję zaproponowano wiele działań wstępnych. W szczególności, poza propozycją europejskich ramowych zasad

⁴² TLAC nie ogranicza uprawnień właściwych organów do umarzania lub konwersji, w razie potrzeby, pozostałych zobowiązań, które objęte są zakresem takiego umorzenia lub konwersji.

⁴³ „Building a Capital Markets Union – Eurosystem contribution to the European Commission's Green Paper”, 21 maja 2015 r.

sekurytyzacji, Komisja opublikowała dokument konsultacyjny dotyczący rozwijania paneuropejskich zasad ramowych dotyczących obligacji zabezpieczonych i propozycję zmiany zasad dotyczących przygotowania prospektów emisyjnych. O ile celem pierwszej z tych propozycji jest wykorzystanie systemów krajowych i zbadanie realności zastosowania obligacji zabezpieczonych dla kredytów udzielanych małym i średnim przedsiębiorstwom, o tyle druga propozycja dąży do poprawy dostępu firm do finansowania i uproszczenia informacji dla inwestorów. W szczególności należy pokonać bariery pozyskiwania informacji nt małych i średnich przedsiębiorstw. Posunięcia te przyczynią się do dalszej integracji rynków kapitałowych.

Podsumowując, osiągnięcie unii rynków kapitałowych będzie wymagało połączenia wczesnych „szybkich korzyści” w celu utrzymania odpowiedniej dynamiki ze stałymi wysiłkami rozłożonymi na wiele lat w wielu obszarach, które są kluczowe dla funkcjonowania rynków kapitałowych.

Inne zadania i działania

1 Infrastruktura rynkowa i płatności

Infrastruktury rynkowe ułatwiają rozliczanie i rozrachunek płatności, papierów wartościowych i instrumentów pochodnych. Ich sprawne funkcjonowanie jest niezbędne dla utrzymania zaufania do waluty i wspierania działań w zakresie polityki pieniężnej oraz stabilności systemu finansowego jako całości. Integracja infrastruktur rynkowych ponad granicami państw w Europie jest warunkiem koniecznym dla osiągnięcia prawdziwie jednolitego rynku.

Eurosystem odgrywa kluczową rolę w posttransakcyjnych infrastrukturach rynku i płatnościach, pełniąc trzy funkcje - operatora, katalizatora i organu nadzoru. Jest operatorem TARGET2, infrastruktury do rozrachunku w czasie rzeczywistym wysokokwotowych i pilnych płatności w euro w pieniądzu banku centralnego. W celu ułatwienia transgranicznego wykorzystania zabezpieczeń w operacjach kredytowych Eurosystemu, Eurosystem oferuje system banków centralnych korespondentów (CCBM). Ponadto od czerwca 2015 r. nowa infrastruktura Eurosystemu, TARGET2-Securities (T2S), oferuje usługi rozrachunku papierów wartościowych w pieniądzu banku centralnego. Wizja Eurosystemu na rok 2020, nakreślająca jego strategię dla przyszłości infrastruktury rynku, została omówiona w poniższym podrozdziale 1.1.

Jako katalizator, Eurosystem aktywnie pomaga branży w obszarze harmonizacji procesów posttransakcyjnych po uruchomieniu T2S oraz w identyfikowaniu bezpiecznych i efektywnych rozwiązań dotyczących płatności, rozliczania i rozrachunku dla płatności detalicznych w strefie euro. Eurosystem kształtował wprowadzenie jednolitego obszaru płatności w euro (SEPA) od samego początku i będzie nadal aktywny na polu płatności detalicznych, jako siła napędowa innowacji. Innowacje będące wynikiem rozwoju cyfryzacji płatności omówiono w podrozdziale 1.2.

Pełniąc swoją funkcję nadzorczą, Eurosystem zapewnia efektywne zarządzanie ryzykiem i tworzenie silnych rozwiązań zarządczych dla infrastruktur rynku oraz, w razie potrzeby, wspiera zmiany. Na przykład, w ramach swojego zaangażowania w prace związane z ustalaniem standardów międzynarodowych, Eurosystem współpracuje z branżą w zakresie wzmocnienia odporności infrastruktury rynków finansowych na cyberataki. Trwają prace mające na celu podniesienie efektywności i bezpieczeństwa płatności detalicznych. W odniesieniu do nadzoru nad infrastrukturami papierów wartościowych i instrumentów pochodnych, Eurosystem – we współpracy z odpowiednimi organami nadzoru – zakończył ocenę modelu T2S przed startem produkcyjnym nowej platformy. Ponadto przedmiotem szczególnej uwagi jest ryzyko centralnego partnera rozliczeniowego (CCP) z uwagi na jego rosnące znaczenie systemowe. Problem ten został omówiony w podrozdziale 1.3.

1.1 Start produkcyjny T2S i przyszłość infrastruktury rynku

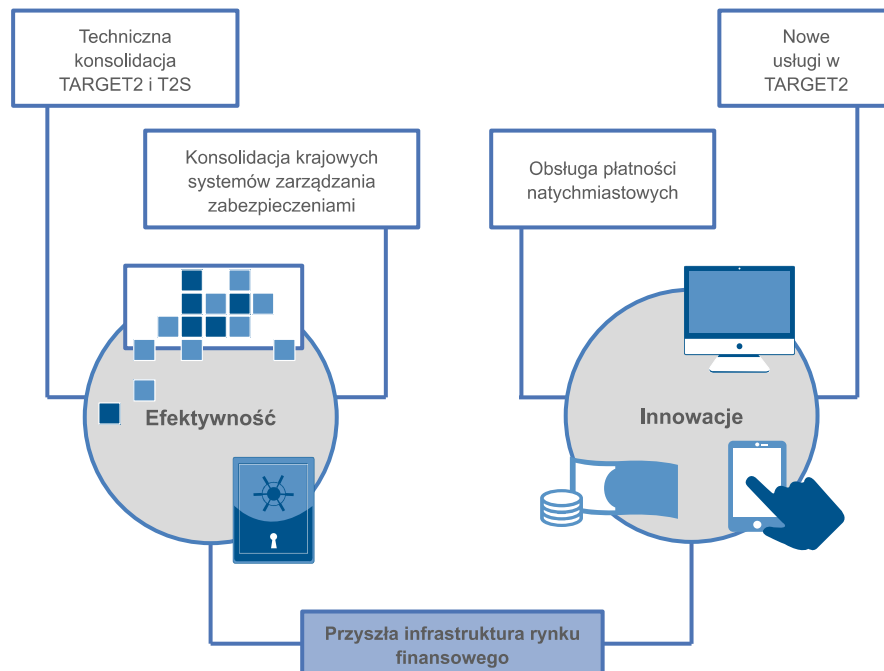
W czerwcu 2015 r. nastąpił start produkcyjny nowej jednolitej platformy rozliczania papierów wartościowych TARGET2. Do platformy przyłączonych jest pięć centralnych depozytów papierów wartościowych w Grecji, we Włoszech, na Malcie, w Rumunii i Szwajcarii, a kolejnych 16 rynków przyłączy się w ciągu dwóch następnych lat. Wielowalutowy wymiar T2S zostanie uruchomiony w 2018 r., kiedy możliwe stanie się rozliczanie na platformie korony duńskiej. W przyszłości przewidywane jest przyłączenie do T2S większej liczby krajów i walut.

T2S eliminuje różnice pomiędzy rozliczeniami krajowymi i transgranicznymi papierów wartościowych, oferując rozwiązanie wad wcześniejszej fragmentacji rynku. T2S jest głównym motorem harmonizacji posttransakcyjnych usług i standardów, przyczyniając się do silniejszej integracji finansowej oraz tworzenia prawdziwie jednolitego rynku europejskiego.

W miarę kontynuacji migracji do T2S, Eurosystem myśli o tym, aby zapewnić, że infrastruktury rynku i płatności będą nadążały za postępem technologicznym i czerpały dalsze korzyści z efektywności. Wizja Eurosystemu na rok 2020 nakreśla strategię dla infrastruktury rynku, która obejmuje trzy kierunki działania.

Schemat 1

Infrastruktura europejskiego rynku finansowego - wizja na rok 2020 i dalsze lata



Źródło: EBC.

Pierwszym kierunkiem działania jest analiza synergii pomiędzy TARGET2 i T2S. Infrastruktura techniczna zostanie skonsolidowana w taki sposób, aby TARGET2 mógł odnosić korzyści z najnowocześniejszych funkcjonalności aktualnie dostępnych w T2S, na przykład poprzez dalszą optymalizację mechanizmów oszczędności

płynności. Drugim kierunkiem działania jest badanie opcji wspierania rozwoju paneuropejskiego rozwiązania w zakresie płatności natychmiastowych (zob. podrozdział 1.2). Trzeci kierunek działania polega na dalszej harmonizacji i zwiększaniu efektywności zarządzania zabezpieczeniami w Eurosystemie, w tym potencjalną harmonizacją technik i procedur zabezpieczania. Jeśli prace harmonizacyjne zakończą się pomyślnie, można będzie rozważyć analizę biznesową dla wspólnego systemu zarządzania zabezpieczeniami w Eurosystemie.

W ramach starań o urzeczywistnienie swojej wizji na 2020 r., Eurosystem będzie ściśle współpracować z rynkiem, korzystając z jego poglądów i zapewniając dostosowanie infrastruktury rynku w Europie do jego potrzeb.

1.2 Cyfryzacja działalności płatniczej

Po pomyślnej migracji do formatów SEPA poleceń przelewu i poleceń zapłaty w strefie euro, nastąpiło przesunięcie zainteresowania branży płatności i Eurosystemu z harmonizacji w kierunku modernizacji i innowacji. Ta zmiana zainteresowania była konieczna ze względu na powszechność cyfryzacji w życiu codziennym. Branża płatności odpowiada na zmieniające się doświadczenia i oczekiwania użytkowników. W niektórych krajach europejskich, pojawiają się rozwiązania w zakresie płatności mobilnych między osobami (person-to-person) lub płatności zbliżeniowych. Niektóre z tych rozwiązań opierają się na płatnościach natychmiastowych, tj. rozwiązaniach płatniczych, które zapewniają odbiorcy natychmiastową dostępność do środków. Jednakże takie usługi są dostępne tylko na poziomie krajowym i brakuje im paneuropejskiej interoperacyjności i zasięgu.

W celu uniknięcia ponownej fragmentacji SEPA poprzez pojawienie się wielu samodzielnych rozwiązań krajowych, Eurosystem silnie wspiera rozwój paneuropejskiego rozwiązania w zakresie płatności natychmiastowych. Rada ds. Płatności Detalicznych w Euro (ERPB), której przewodniczy EBC, zaprosiła branżę płatności do złożenia propozycji modelu systemu natychmiastowego polecenia przelewu SEPA w euro. Propozycja ta, która stanie się wspólną bazą dla europejskich rozwiązań płatności natychmiastowych, została przyjęta przez ERPB w listopadzie 2015 r. i będzie podstawą zbioru przepisów, które są obecnie przygotowywane przez Europejską Radę ds. Płatności.

W odniesieniu do rozliczania i rozrachunku płatności natychmiastowych, EBC rozpoczął dialog z dostawcami infrastruktury rynku detalicznego i jako operator TARGET2, zastanawia się na własną rolę w rozliczaniu takich płatności.

Na kolejnym etapie EBC uczestniczył w pracach ERPB nad zaleceniami ułatwiającymi paneuropejskie płatności mobilne między osobami (person-to-person) i płatności zbliżeniowe mobilne lub dokonywane kartami. Nowe rozwiązania w zakresie płatności i pojawienie się nowych dostawców usług płatniczych w rozwijającym się środowisku handlu elektronicznego będą w przyszłości wymagać zainteresowania Eurosystemu.

W lutym 2015 r. EBC opublikował drugi [raport](#) dotyczący wirtualnych systemów walutowych. Ogólnie, uwaga branży przesunęła się z aspektu „wartość” w kierunku wbudowanego mechanizmu do transferu tej wartości, tj. technologii „blockchain” (rozproszony publiczny rejestr) lub technologii rozproszonej księgi głównej. EBC będzie nadal monitorować zmiany w technologii stanowiącej podstawę takich systemów.

1.3 Zarządzanie ryzykiem centralnego partnera rozliczeniowego

Globalny kryzys finansowy w latach 2007-08 wyeksponował istotne braki w przejrzystości i zarządzaniu ryzykiem na rynkach instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym (OTC), w szczególności, w segmencie, w którym transakcje są rozliczane dwustronnie. Na tym tle, przywódcy państw grupy G-20 uzgodnili podczas szczytu w Pittsburgu w 2009 r., że wszystkie standaryzowane instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym (OTC) powinny być rozliczane centralnie.

W wyniku obowiązku rozliczania centralnego, CCP zarządzają coraz większą częścią ryzyka finansowego wynikającego z transakcji OTC na instrumentach pochodnych i ich solidność staje się coraz ważniejsza z perspektywy stabilności finansowej. W tym kontekście, w lutym 2015 r. ministrowie finansów państw grupy G-20 i prezesi banków centralnych zwrócili się do Rady Stabilności Finansowej o opracowanie, wspólnie z Komitetem ds. Płatności i Infrastruktury Rynku, Międzynarodową Organizacją Komisji Papierów Wartościowych oraz Bazylejskim Komitetem ds. Nadzoru Bankowego, skoordynowanego planu pracy mającego na celu promowanie odporności CCP, planów naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. „Plan Pracy CCP 2015” ma cztery główne elementy: a) ocena adekwatności istniejących środków zwiększających odporność CCP (w tym, zdolności pokrycia strat i płynności, a także testów warunków skrajnych); b) inwentaryzacja istniejących mechanizmów naprawczych CCP, w tym narzędzi alokacji strat oraz rozważenie, czy istnieje potrzeba bardziej szczegółowych standardów; c) przegląd istniejących systemów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz rozwiązań w zakresie planowania restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz rozważenie, czy istnieje potrzeba bardziej szczegółowych standardów lub dodatkowych prefinansowanych zasobów; oraz d) analiza wzajemnych zależności pomiędzy CCP, ich bezpośrednimi i pośrednimi członkami rozliczającymi oraz innymi instytucjami finansowymi, a także analiza potencjalnych kanałów transmisji ryzyka poprzez takie wzajemne zależności. EBC bezpośrednio uczestniczy w tych kierunkach prac poprzez specjalnie w tym celu wyznaczone komitety międzynarodowe.

W ramach rozszerzania współpracy, 29 marca 2015 r. EBC i bank centralny Wielkiej Brytanii ogłosiły⁴⁴ działania mające na celu zwiększenie stabilności finansowej w odniesieniu do rynków rozliczanych centralnie w ramach UE, przez

⁴⁴ Zob. [komunikat prasowy](#) EBC z dnia 29 marca 2015 r. Ogłoszenie nastąpiło po wydaniu orzeczenia przez Sąd Unii Europejskiej (por. rozdział 6 w części 2).

skoordynowane i wspólne podejście. W tym kontekście EBC i bank centralny Wielkiej Brytanii uzgodniły udoskonalone rozwiązania w zakresie wymiany informacji oraz współpracy CCP prowadzących istotną działalność na papierach wartościowych denominowanych w euro w Zjednoczonym Królestwie.

Europejski Bank Centralny oraz inne banki centralne Eurosystemu były nadal zaangażowane w trwające prace prowadzone przez kolegia organów, które nadzorują CCP w UE prowadzące na dużą skalę centralną działalność rozliczeniową dotyczącą papierów wartościowych nominowanych w euro na podstawie rozporządzenia w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (EMIR). W 2015 r. obejmowało to zatwierdzenie proponowanego rozszerzenia usług CCP.

Dnia 2 września 2015 r. EBC opublikował swoją odpowiedź na konsultacje publiczne Komisji Europejskiej w sprawie przeglądu EMIR. W odpowiedzi przedstawiono szereg propozycji mających na celu wzmocnienie kolegialnych ram nadzoru dla CCP oraz poprawę jakości zgłaszania danych o instrumentach pochodnych w celu zwiększenia przejrzystości.

2 Usługi finansowe świadczone na rzecz innych instytucji

2.1 Zarządzanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek

Europejski Bank Centralny odpowiada za zarządzanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek przez Unię Europejską w ramach [instrumentu średnioterminowej pomocy finansowej \(MTFA\)](#)⁴⁵ oraz [europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej \(EFSM\)](#)⁴⁶. W ramach MTFA w 2015 r. EBC realizował płatności odsetek od pożyczek. Na dzień 31 grudnia 2015 r. łączna kwota pozostała do spłaty w ramach tego instrumentu wynosiła 5,7 mld euro. W 2015 r. EBC realizował wypłatę i pomyślną spłatę krótkoterminowej pożyczki pomostowej udzielonej Grecji w ramach EFSM po [decyzji przyjętej przez Radę UE](#). W ramach EFSM EBC realizował również różne płatności oraz płatności odsetek od pożyczek. Na dzień 31 grudnia 2015 r. łączna kwota pozostała do spłaty w ramach tego mechanizmu wynosiła 46,8 mld euro.

Europejski Bank Centralny odpowiada także za zarządzanie płatnościami powstającymi w związku z operacjami w ramach [europejskiego mechanizmu stabilizacji finansowej \(EFSF\)](#)⁴⁷ oraz [europejskiego mechanizmu stabilności \(ESM\)](#)⁴⁸. W 2015 r. EBC realizował różne płatności odsetek i opłat od pożyczek w ramach EFSF. W 2015 r. ECB zrealizował wypłaty dwóch transz pożyczki udzielonej Grecji w

⁴⁵ Na mocy art. 141 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej i art. 17, art. 21 ust. 2, art. 43 ust. 1 i art. 46 ust. 1 statutu ESBC oraz art. 9 rozporządzenia Rady (WE) nr 332/2002 z 18 lutego 2002 r.

⁴⁶ Na mocy art. 122 ust. 2 i art. 132 ust. 1 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, art. 17 i 21 statutu ESBC oraz art. 8 rozporządzenia Rady (WE) nr 407/2010 z 11 maja 2010 r.

⁴⁷ Na mocy art. 17 i 21 statutu ESBC (w związku z art. 3 ust. 5 umowy ramowej EFSF).

⁴⁸ Na mocy art. 17 i art. 21 statutu ESBC (w związku z art. 5.12.1 warunków ogólnych umów dotyczących instrumentu pomocy finansowej ESM).

ramach ESM po [decyzji przyjętej przez Radę UE](#). W ramach ESM EBC realizował również różne płatności odsetek i opłat od pożyczek udzielonych na podstawie tego mechanizmu.

Ostatecznie, EBC nadal odpowiada za realizację wszystkich płatności związanych z umową pożyczkową dla Grecji⁴⁹. Na dzień 31 grudnia 2015 r. łączna kwota pozostała do spłaty w ramach tej umowy wynosiła 52,9 mld euro.

2.2 Usługi Eurosystemu w zakresie zarządzania rezerwami

W 2015 r., w ramach ustanowionych w 2005 r. zasad świadczenia usług Eurosystemu w zakresie zarządzania rezerwami (ERMS), w dalszym ciągu oferowano kompleksowy zestaw usług zarządzania, denominowanymi w euro aktywami rezerwowymi klientów Eurosystemu. Poszczególne krajowe banki centralne Eurosystemu („dostawcy usług Eurosystemu”) oferują bankom centralnym, władzom monetarnym i agencjom rządowym spoza strefy euro oraz organizacjom międzynarodowym kompletny zestaw usług w ramach zharmonizowanych warunków, zgodnie z ogólnymi standardami rynkowymi. EBC pełni rolę całościowego koordynatora, wspierając sprawne funkcjonowanie systemu oraz raportowanie do Rady Prezesów.

Liczba klientów utrzymujących relacje biznesowe z Eurosystemem w ramach ERMS wyniosła 285 w 2015 r., w porównaniu z 296 w 2014 r. W odniesieniu do samych usług, w 2015 r. zagregowane zasoby ogółem (które obejmują aktywa pieniężne i papiery wartościowe) zarządzane w ramach ERMS zwiększyły się o około 6% w porównaniu z końcem 2014 r.

3 Banknoty i monety

Europejski Bank Centralny i krajowe banki centralne strefy euro są odpowiedzialne za emisję banknotów euro w strefie euro oraz za utrzymywanie zaufania do waluty europejskiej.

3.1 Banknoty i monety w obiegu

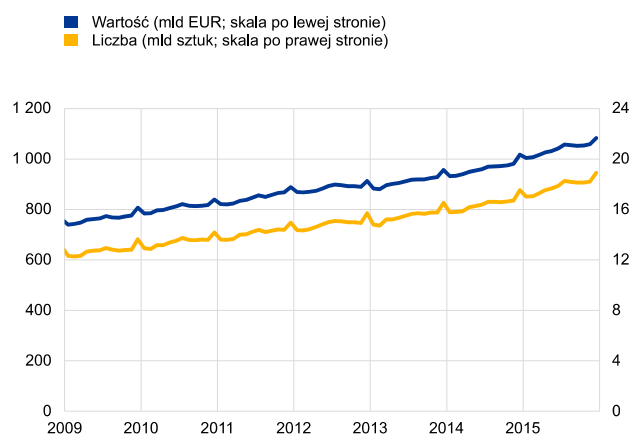
W 2015 roku zarówno liczba, jak i wartość [banknotów euro w obiegu](#) wzrosły odpowiednio o ok. 7,8% i 6,6%. Pod koniec roku w obiegu było 18,9 mld sztuk banknotów euro o całkowitej wartości 1 083 mld euro (zob. wykresy 27 i 28). Banknot 50 euro wykazał najwyższy roczny wzrost w 2015 r., który wyniósł 11,8%. Popyt na banknoty o tym nominale wzrósł gwałtownie mniej więcej w połowie roku.

⁴⁹ W kontekście umowy pożyczkowej zawartej między państwami członkowskimi, których walutą jest euro (poza Grecją i Niemcami), i Kreditanstalt für Wiederaufbau (instytucją działającą w interesie publicznym według instrukcji i dzięki gwarancji Republiki Federalnej Niemiec) jako pożyczkodawcami, a Republiką Grecką jako pożyczkobiorcą oraz centralnym bankiem Grecji jako agentem pożyczkobiorcy, a także na podstawie art. 17 i art. 21 ust. 2 statutu ESBC i art. 2 decyzji EBC/2010/4 z 10 maja 2010 r.

Najbardziej prawdopodobnym wyjaśnieniem tego zjawiska jest fakt, że turyści podróżujący do Grecji brali ze sobą więcej gotówki niż zazwyczaj ze względu na wprowadzone w tym kraju limity wypłat gotówki z bankomatów (które jednak były stosowane wyłącznie w odniesieniu do rezydentów). **Produkcja banknotów euro** jest dzielona między krajowe banki centralne, które w 2015 r. odpowiedzialne były za wyprodukowanie 6,0 mld banknotów.

Wykres 27

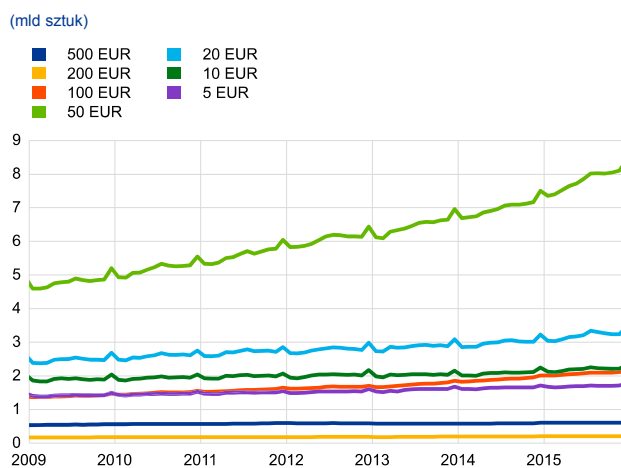
Liczba i wartość banknotów euro w obiegu



Źródło: EBC.

Wykres 28

Liczba banknotów euro w obiegu wg nominałów



Źródło: EBC.

Szacuje się, że pod względem wartości, około jedna czwarta banknotów euro będących w obiegu znajduje się poza strefą euro, głównie w krajach z nią sąsiadujących. Poza strefą euro banknoty euro, zwłaszcza nominały 500 euro i 100 euro, służą jako środek tezauryzacji oraz są wykorzystywane do rozliczania transakcji na rynkach międzynarodowych. Gotówka ma tę zaletę, że pozwala na natychmiastowe rozliczenie transakcji bez potrzeby oceny wypłacalności kontrahenta.

W 2015 r. łączna liczba monet euro w obiegu wzrosła o 4,7%, do 116,1 mld sztuk na koniec 2015 r. Na koniec 2015 r. wartość monet znajdujących się w obiegu wyniosła 26,0 mld euro i była o 4% wyższa niż na koniec 2014 r.

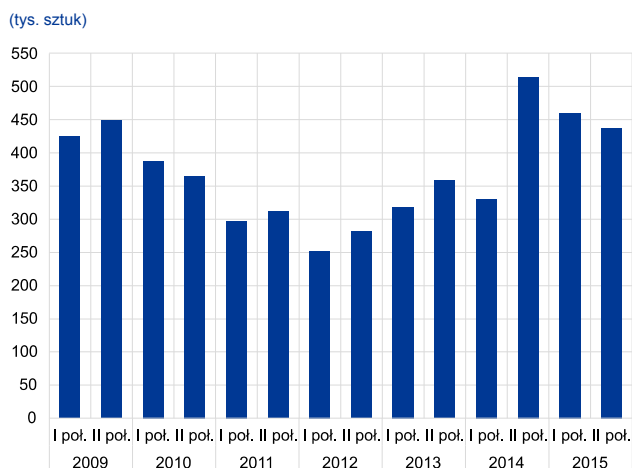
W 2015 r. krajowe banki centralne sprawdziły ok. 32,9 mld banknotów pod względem autentyczności oraz jakości obiegowej i wycofały z obiegu ok. 5,2 mld z nich. Eurosystem nadal podejmował wysiłki mające pomóc producentom urządzeń do obsługi banknotów zagwarantować, że ich urządzenia spełniają normy EBC w zakresie sprawdzania banknotów euro pod względem autentyczności i jakości obiegowej przed ponownym wprowadzeniem ich do obiegu. W 2015 r. instytucje kredytowe oraz inne podmioty zawodowo zajmujące się obsługą gotówki sprawdziły przy pomocy takich urządzeń 31 mld banknotów euro pod względem ich autentyczności i jakości obiegowej.

3.2 Falszywe banknoty euro

W 2015 r. Eurosystem wycofał z obiegu ok. 899 000 sztuk falszywych banknotów euro. W porównaniu z liczbą autentycznych banknotów euro w obiegu odsetek falsyfikatów jest nadal bardzo niski. Kształtowanie się w dłuższej perspektywie liczby falszywych banknotów wycofanych z obiegu ilustruje wykres 29. Głównym celem fałszerzy są zazwyczaj banknoty o nominałach 20 euro i 50 euro z pierwszej serii banknotów euro, które w 2015 r. stanowiły odpowiednio 50,5% oraz 34,2% wszystkich wykrytych falsyfikatów. Niewielki wzrost całkowitej liczby falsyfikatów w 2015 r. wynikał głównie z większego udziału sfalszowanych banknotów o nominale 50 euro. Szczegółowe dane dotyczące poszczególnych nominałów przedstawiono na wykresie 30.

Wykres 29

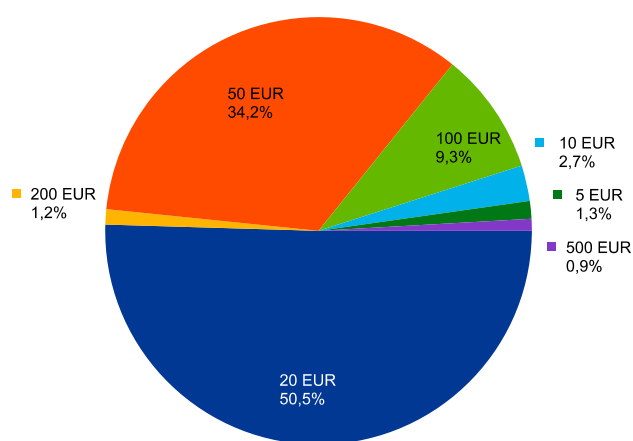
Liczba falszywych banknotów euro wycofanych z obiegu



Źródło: EBC.

Wykres 30

Podział falszywych banknotów euro w 2015 r. wg nominałów



Źródło: EBC.

EBC nadal zaleca społeczeństwu, aby zachowało wzmożoną czujność wobec możliwego fałszerstwa i pamiętało o sprawdzeniu banknotów **dotykaniem, pod światło i pod kątem** oraz nigdy nie ograniczało się do sprawdzania tylko jednego zabezpieczenia. Ponadto w ramach wspierania walki Eurosystemu z fałszerstwami stale prowadzone są szkolenia dla osób zajmujących się zawodowo gotówką, zarówno w Europie, jak i poza nią, oraz udostępnia się materiały zawierające najnowsze informacje na ten temat. Dążąc do realizacji tego celu, EBC współpracuje z Europolem, Interpolem i Komisją Europejską.

3.3 Druga seria banknotów euro

W dniu 25 listopada 2015 r. do obiegu wprowadzono nowy banknot o nominale 20 euro, jako trzeci z kolei banknot z wprowadzanej **serii Europa**. Podobnie jak nowe banknoty o nominałach 5 euro i 10 euro, które wprowadzono do obiegu w maju 2013 r. i we wrześniu 2014 r., nowy banknot o nominale 20 euro zawiera

ulepszone zabezpieczenia, w tym znak wodny z portretem oraz "szmaragdową liczbę", która przy oglądaniu banknotu pod kątem daje efekt przesuwającego się pionowo w górę i w dół światła oraz zmienia kolor. Nowy banknot 20 euro zawiera również nowe i innowacyjne zabezpieczenie: okienko z portretem w hologramie, które oglądane pod światło ukazuje portret Europy (postaci z greckiej mitologii). W trakcie przygotowań do wprowadzenia nowego banknotu 20 euro EBC przeprowadził wspólnie z krajowymi bankami centralnymi strefy euro kampanię, której celem było przekazanie informacji o nowym banknocie i jego zabezpieczeniach obywatelom oraz podmiotom zajmującym się zawodowo gotówką. Banki te podjęły również wiele działań, aby wspomóc sektor produkcji urządzeń do obsługi banknotów w przygotowaniach do wprowadzenia nowego banknotu.

Pozostałe nominały banknotów z serii Europa będą wprowadzane stopniowo na przestrzeni kolejnych kilku lat.

4 Statystyka

Europejski Bank Centralny, z pomocą krajowych banków centralnych, opracowuje, zbiera, zestawia oraz udostępnia szeroki wachlarz danych statystycznych, istotnych dla wsparcia realizacji polityki pieniężnej strefy euro, funkcji nadzorczych EBC, różnych innych zadań ESBC oraz zadań Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS). Dane te są również wykorzystywane przez instytucje publiczne, uczestników rynków finansowych, środki masowego przekazu oraz ogół społeczeństwa.

W 2015 r. ESBC nadal sprawnie i terminowo dostarczał okresowe dane statystyczne strefy euro. Ponadto ESBC dołożył znacznych starań, aby ukończyć proces wprowadzania nowych międzynarodowych standardów statystyki dla potrzeb wszystkich działów statystyki EBC oraz w celu wypełnienia nowych wymogów terminowego dostarczania jeszcze bardziej szczegółowych danych najwyższej jakości na poziomie: kraju, sektora i instrumentów⁵⁰.

4.1 Nowa i rozszerzona statystyka strefy euro

Od 1 stycznia 2015 r. EBC publikuje 3-miesięczną stopę dla operacji SPOT ustaloną codziennie na podstawie krzywej dochodowości szacowanej w oparciu o obligacje rządów strefy euro o ratingu AA lub wyższym. Od pierwszej publikacji stopa ta wykorzystywana jest przez MFW jako składowa oprocentowania specjalnych praw ciągnięcia (SDR), zastępując w tym zakresie 3-miesięczną stopę EUREPO.

Od stycznia 2015 r. publikacje statystyczne na temat emisji papierów wartościowych uwzględniają analizę w rozbiciu na sektor emitenta i typ instrumentu, zgodnie z nowo przyjętą wersją Europejskiego Systemu Rachunków Narodowych i Regionalnych (ESA 2010).

⁵⁰ Więcej informacji na ten temat można znaleźć na www.ecb.europa.eu/pub/conferences.

W kwietniu 2015 r. wprowadzono znaczne poprawki do statystyki bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, łącznie z publikacją danych historycznych sięgających wstecz do 2008 r. Dane te są zgodne z metodologią szóstej edycji podręcznika do bilansu płatniczego MFW i zawierają szczegółową analizę w podziale na regiony geograficzne kontrahentów.

Ponadto od lipca 2015 r. publikowane dane statystyczne na temat zmian sytuacji monetarnej, bankowych stóp procentowych depozytów i kredytów detalicznych, funduszy inwestycyjnych i podmiotów sekurytyzacyjnych uwzględniają prezentację w nowych podziałach, np. według sektora emitenta i typu instrumentu, co odpowiada standardom ESA 2010. Statystyka funduszy inwestycyjnych zawiera dodatkowe dane na temat nowych kategorii funduszy inwestycyjnych, takich jak fundusze private equity oraz zarejestrowane w strefie euro fundusze notowane na giełdach. Statystyka stóp procentowych stosowanych przez banki obejmuje dodatkowe wskaźniki nierozliczonych kredytów i pożyczek w podziale wg. okresu pozostałego do spłaty oraz okresu kolejnej aktualizacji stopy procentowej. Ponadto oprocentowanie mające zastosowanie do renegowanych kredytów i pożyczek jest wykazywane odrębnie w ramach nowych umów.

W sierpniu 2015 r. skonsolidowane dane sektora bankowego (zbiór skonsolidowanych danych ESBC na temat systemu bankowego UE) zostały znacznie dopracowane, a częstotliwość ich ukazywania się wzrosła z półrocznej do kwartalnej. To rozszerzenie było możliwe dzięki wejściu w życie wykonawczych standardów technicznych Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego poświęconych sprawozdawczości nadzorczej, co zdecydowanie zwiększyło liczbę porównywalnych informacji na całym obszarze UE. Zwłaszcza wskaźniki jakości aktywów zostały w znacznej mierze zastąpione przez nowe dane na temat zaangażowania w zagrożone kredyty oraz na temat kluczowych pozycji uwzględnionych w restrukturyzacji ekspozycji kredytowej. Wprowadzono również nowe miary płynności, finansowania i aktywów obciążonych.

We wrześniu 2015 r. EBC opublikował nowe statystyki dotyczące kredytów i pożyczek, skorygowane o sprzedaż kredytów i sekurytyzację, dostarczając bardziej szczegółowych informacji o kredytach i pożyczkach, udzielonych przez banki strefy euro, które nie są już wykazywane w ich bilansach.

W październiku 2015 EBC rozpoczął publikowanie miesięcznych danych na temat sald w systemie TARGET2, struktury walutowej akcji znajdujących się w obrocie giełdowym, emitowanych przez rezydentów strefy euro i bardziej szczegółowych rocznych danych statystycznych na temat płatności, uwzględniając przy tym powstanie jednolitego obszaru płatności w euro oraz inne zmiany na rynku płatności w Europie.

W listopadzie 2015 r. EBC rozpoczął publikację nowego, kwartalnego raportu statystycznego o sektorze gospodarstw domowych. Raport ten omawia działania gospodarcze i finansowe sektora, przedstawia najważniejsze wskaźniki dla strefy euro i zawiera porównanie 19 krajów strefy euro.

W grudniu 2015 r. EBC opublikował badanie ankietowe na temat praktyk krajowych, które szczegółowo dokumentuje metodologię stosowaną w krajach strefy euro przy zbieraniu danych dla potrzeb statystyki bilansów MIF.

4.2 Inne działania w zakresie statystyki

W marcu 2015 r. EBC opublikował rozporządzenie⁵¹ dotyczące nadzorczych informacji finansowych, które stopniowo rozszerza zakres wymagań w zakresie sprawozdawczości na wszystkie podmioty objęte nadzorem, które do tej pory nie przedstawiały sprawozdań podlegających wymogom finansowej sprawozdawczości nadzorczej (raporty FINREP), począwszy od końca 2015 r.

Podczas gdy instytucje stosujące Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) na poziomie skonsolidowanym już obecnie są zobowiązane do dostarczania raportów FINREP, rozporządzenie to rozszerza zakres obowiązków sprawozdawczych na: a) istotne nadzorowane grupy stosujące międzynarodowe standardy rachunkowości; b) istotne nadzorowane podmioty, które stosują sprawozdawczość na zasadzie indywidualnej, zgodnie z zasadami MSSF i krajowymi standardami rachunkowości oraz c) mniej istotne grupy stosujące krajowe standardy rachunkowości i mniej istotne nadzorowane podmioty.

Europejski System Banków Centralnych kontynuował prace nad szeregiem projektów mających na celu zwiększenie dostępności i poprawę jakości danych statystycznych w oparciu o nowe i znacznie ulepszone bazy danych jednostkowych. W 2015 r. dołożono znacznych starań aby opracować nowe zasady gromadzenia danych szczegółowych o kredytach i pożyczkach, w tym opublikowano w grudniu 2015 r. projekt rozporządzenia w związku z dużym zainteresowaniem społecznym tym projektem, oraz kontynuowano wysiłki zmierzające do poszerzenia zakresu gromadzenia danych o informacje na temat emisji rynkowych i inwestycji w poszczególne papiery wartościowe. Znowelizowano zwłaszcza [rozporządzenie i wytyczne](#) dotyczące statystyki inwestycji w papiery wartościowe, co miało na celu udoskonalenie gromadzenia danych o inwestycjach z firm ubezpieczeniowych. Trwały prace nad wprowadzeniem nowej statystyki rynku pieniężnego strefy euro, która przewiduje codzienne gromadzenie informacji o poszczególnych transakcjach w głównych segmentach rynkowych (tj. segmentach transakcji zabezpieczonych, niezabezpieczonych, swapów walutowych i swapów indeksowanych stopą *overnight*) począwszy od 2016 r.

Na forum międzynarodowym EBC – jako członek międzyresortowej grupy ds. statystyki gospodarczej i finansowej – pozostał oddany celom inicjatywy Data Gaps (DGI), która została zapoczątkowana w kwietniu 2009 r. przez ministrów finansów i prezesów banków centralnych grupy G20 w celu zlikwidowania luk w danych wykrytych w następstwie globalnego kryzysu finansowego. Po opracowaniu

⁵¹ Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/534 z dnia 17 marca 2015 r. w sprawie sprawozdawczości dotyczącej nadzorczych informacji finansowych (EBC/2015/13).

i wprowadzeniu 20 wstępnych rekomendacji pierwszego etapu, EBC silnie wsparł drugi etap tej inicjatywy, wprowadzonej we wrześniu 2015 r.

5 Badania ekonomiczne

Badania naukowe na najwyższym poziomie odgrywają zasadniczą rolę w pracach EBC, umożliwiając EBC osiągnięcie jego kluczowych celów i realizację zmieniających się priorytetów. W 2015 r. w obliczu wielu istotnych wyzwań stojących przed decydentami zintensyfikowano prace badawcze. W szczególności dokonano reorganizacji pracy dzieląc ją pomiędzy mniejszą liczbę (siedem) klastrów badawczych. Ponadto, dzięki trzem ważnym sieciom badawczym kontynuowano współpracę nad istotnymi zagadnieniami badawczymi w ESBC⁵².

5.1 Priorytety i klastry badawcze EBC

W 2015 r. badania ekonomiczne w EBC były prowadzone w ramach siedmiu klastrów badawczych i koncentrowały się na czterech obszarach: (a) uwzględnienie wpływu zmian struktury gospodarczej i finansowej w analizie i prognozowaniu cyklu koniunkturalnego; (b) ocena mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, w tym zmieniających się ram operacyjnych i ich wdrażania; (c) rozpoczęcie badań nad nadzorem mikroostrożnościowym i bankowym oraz dalsze rozwinięcie analizy makroostrożnościowej oraz (d) ujęcie interakcji między jednolitą polityką pieniężną a polityką fiskalną, strukturalną i ostrożnościową w kontekście zmieniających się ram instytucjonalnych Unii Europejskiej.

Prace badawcze koncentrujące się na priorytetach (a) i (b) umożliwiły dokładniejsze zrozumienie przyczyn niskiej inflacji oraz powtarzających się błędów w prognozowaniu inflacji. Podkreślono znaczenie zarówno czynników zewnętrznych, jak i krajowych. W zakresie czynników zewnętrznych, trudności w prognozowaniu cen ropy uznano za podstawową przyczynę pojawiających się ostatnio błędów w prognozowaniu inflacji. Ponadto, opracowano szereg nowych modeli, w celu trafniejszego prognozowania sytuacji na rynku naftowym oraz syntezy wyników uzyskanych z różnych modeli. Jeżeli chodzi o czynniki krajowe, badania wskazały na możliwość zniżenia stopnia spowolnienia gospodarczego oraz wzmocnienie powiązań między działalnością w sferze realnej gospodarki a inflacją, jako ewentualne źródło zawyżenia poziomu inflacji. Ponadto, badania pozwoliły zidentyfikować nowe ryzyka związane z zakotwiczeniem oczekiwań inflacyjnych i pokazały, w jaki sposób niska inflacja może stać się mechanizmem samonapędzającym, gdy dolna granica nominalnych stóp procentowych osiągnie poziom zera. Jednakże badania pokazały również sposób, w jaki odpowiednia komunikacja banków centralnych z rynkiem (forward guidance) i niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej mogą odgrywać istotną rolę w tym środowisku,

⁵² Więcej informacji na temat prac badawczych w EBC wraz informacją temat nadchodzących wydarzeń, publikacji i sieci badawczych można znaleźć na [stronie EBC](#).

ograniczając ryzyko niezakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i napędzając popyt zagregowany.

Wśród priorytetów badawczych EBC w 2015 r. znalazła się zarówno polityka mikroostrożnościowa, jak i polityka makroostrożnościowa. Po wprowadzeniu jednolitego mechanizmu nadzorczego (Single Supervisory Mechanism), badania skoncentrowały się na wpływie regulacji i innych elementów polityki rządów na zachowanie banków i ich bilanse. Wysoką rolę przypisano opracowaniu modeli służących analizie polityki makroostrożnościowej i jej interakcji z innymi formami polityki, w tym z polityką pieniężną. Istotnym tematem badań w ramach priorytetu (d) pozostała analiza utrzymujących się różnic i nierównowag między poszczególnymi krajami strefy euro. Istotnym wynikiem prac było wskazanie czynników strukturalnych mogących wyjaśniać istniejące zróżnicowanie, w tym różnice instytucjonalne oraz wąskie gardła na rynku pracy i rynku produktów, które mogą hamować wzrost. Jeżeli chodzi o rynki finansowe, badania koncentrowały się na opracowaniu wskaźników oceny stopnia integracji finansowej i wrażliwych punktów sektora bankowego.

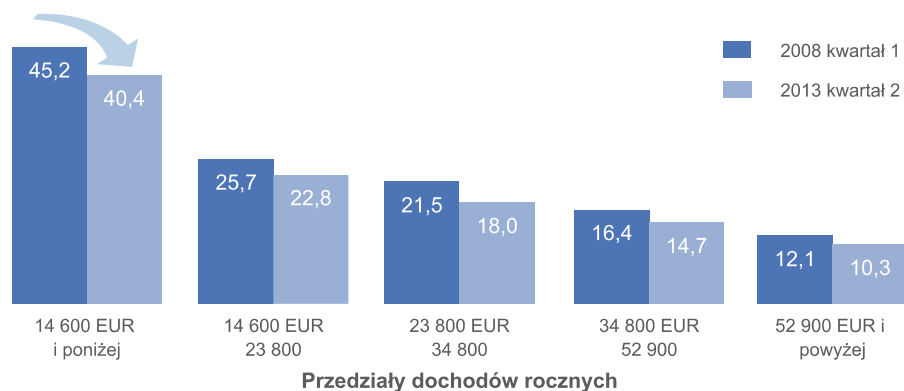
5.2 Sieci badawcze Eurosystemu/ESBC

W 2015 r. sieci badawcze Eurosystemu/ESBC nadal odgrywały znaczącą rolę. Obejmowały one prace sieci ds. finansów i konsumpcji gospodarstw domowych (ang. *Household Finance and Consumption Network*), sieci ds. dynamiki płac (ang. *Wage Dynamics Network*) oraz sieci ds. badań nad konkurencyjnością (ang. *Competitiveness Research Network*).

Badania sieci badawczej ds. finansów i konsumpcji gospodarstw domowych koncentrowały się na analizie danych z badania ankietowego finansów i konsumpcji gospodarstw domowych Eurosystemu. Zasadniczym celem tego badania jest poznanie wpływu zróżnicowania na poziomie mikroekonomicznym na wyniki makroekonomiczne. W 2015 r. kontynuowano badania różnych aspektów zachowań konsumenckich i finansów gospodarstw domowych. Obejmowały one analizę wpływu zmian w zasobności gospodarstw domowych na konsumpcję oraz rozkład majątku w populacji gospodarstw domowych oraz w poszczególnych krajach. Dane z badania zostały wykorzystane do pomiaru wpływu inflacji i deflacji na zasobność gospodarstw domowych; co istotne, z badania wynika, że młode gospodarstwa domowe z klasy średniej, zwykle zaciągające kredyt na zakup mieszkania, tracą najwięcej w okresach deflacji, natomiast gospodarstwa posiadające majątek - bardziej zamożne i starsze - tracą najbardziej w okresach inflacji. Ponadto, dane z badania HFCS były wykorzystywane do oszacowania w jaki sposób obniżenie stóp procentowych przełożyło się na niższe koszty obsługi zadłużenia poszczególnych gospodarstw domowych. Wyniki badania wskazują, że wskaźniki obsługi zadłużenia odnotowały szczególnie silny spadek w przypadku gospodarstw domowych o najniższych dochodach (zob. schemat 2).

Schemat 2

Procent dochodów przypadający na obsługę zadłużenia z tytułu kredytu hipotecznego



Źródło: EBC.

Sieć badawcza ds. dynamiki płac rozpoczęła trzecią rundę badania, w którym wzięło czynny udział 25 banków centralnych. Dane krajowe gromadzono w 2014 r. i na początku 2015 r., a na ich podstawie opracowano przekrojowy, międzynarodowy zharmonizowany zestaw danych. Celem badania jest ustalenie, w jaki sposób firmy dostosowały się do różnego rodzaju wstrząsów i zmian instytucjonalnych, obserwowanych od czasu kryzysu finansowego. Te niedawno zgromadzone dane na poziomie przedsiębiorstw, są wykorzystywane w prowadzonych obecnie projektach analizujących, w oparciu o mikrodane, dostosowania na rynkach pracy w poszczególnych krajach UE w okresie 2010-13. Obejmuje to analizę (a) okresów występowania i trwałości wstrząsów oraz (b) odpowiedzi na wstrząsy ze strony dynamiki zatrudnienia i płac oraz ich powiązań z reformami strukturalnymi.

W trakcie 2015 r. w oparciu o zestaw danych na poziomie przedsiębiorstw w Unii Europejskiej, sieć ds. badań nad konkurencyjnością prowadziła szeroko zakrojone badania czynników stanowiących siłę napędową handlu i konkurencyjności, oraz transmisji wstrząsów na rynkach międzynarodowych i przydziału środków w UE. Głównym wnioskiem z prac tej grupy badawczej jest stwierdzenie istnienia silnej zależności konkurencyjności gospodarki europejskiej od czynników niecenowych związanych z innowacją, zaawansowaną technologią oraz możliwościami organizacyjnymi, a nie czynnikami cenowymi, kosztowymi czy poziomem wynagrodzeń. Ponadto, prowadzone przez tę sieć badania dowiodły, że zróżnicowanie stopnia produktywności firm jest kluczowym czynnikiem determinującym wyniki handlowe, zważywszy na wysokie zróżnicowanie reakcji eksporterów na różne wstrząsy. W ciągu roku zestaw danych był wciąż rozszerzany, umożliwiając bieżącą ocenę zmieniającego się w czasie rozkładu produktywności (np. przed i po kryzysie) oraz cech różnicujących poszczególne przedsiębiorstwa, takich jak wielkość i miejsce położenia w kraju.

5.3 Konferencje i publikacje

Organizacja konferencji i warsztatów naukowych sprzyja krytycznej wymianie i dyskusji wyników badań. Europejski Bank Centralny zorganizował szereg takich imprez naukowych w 2015 r. Jedną z kluczowych imprez naukowych było Forum Bankowości Centralnej EBC w Sintrze, w Portugalii, na temat „Inflacji i bezrobocia w Europie”. Tematem kolejnego warsztatu zorganizowanego w listopadzie 2015 r. były „Wyzwania dla polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji”.

Duża część wyników badań EBC została opublikowana. Seria wydawnicza EBC „Working Paper Series” umożliwia bieżące komunikowanie wyników badań. W 2015 r. ukazało się łącznie 117 artykułów w tej serii. Ponadto, 67 artykułów, których autorami lub współautorami są eksperci EBC ukazało się w recenzowanych czasopiśmie. W porównaniu z 2014 r. oznacza to istotny wzrost i większy udział publikacji w dziennikach ekonomicznych i finansowych na najwyższym poziomie.

6 Działania i obowiązki w zakresie prawa

W 2015 r. EBC uczestniczył w kilku postępowaniach sądowych na szczeblu europejskim. EBC wydał również liczne opinie wynikające z traktatowego obowiązku zasięgania jego opinii w sprawie każdego projektowanego aktu UE lub projektu regulacji krajowych w dziedzinach podlegających jego kompetencji, a także monitorował przestrzeganie zakazu finansowania ze środków banku centralnego i uprzywilejowanego dostępu.

6.1 Udział EBC w postępowaniach sądowych na szczeblu UE

W odniesieniu do bezwarunkowych transakcji monetarnych (OMT) – po pierwszym odesłaniu prejudycjalnym niemieckiego Federalnego Trybunału Konstytucyjnego – Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej co do meritum postąpił zgodnie z opinią [rzecznika generalnego Trybunału Sprawiedliwości z 14 stycznia 2015 r.](#) i wyrokiem [C-62/14 z 16 czerwca 2015 r.](#) potwierdził, że transakcje OMT są zgodne z traktatami. Sąd przyznał, że EBC przysługuje szeroki zakres kompetencji przy ustalaniu i realizacji polityki pieniężnej. Transakcje OMT – których celem jest zapewnienie jednolitości polityki pieniężnej w strefie euro oraz odpowiedniej transmisji impulsów polityki pieniężnej – znajdują się w zakresie mandatu EBC, czyli utrzymania stabilności cen. W szczególności transakcje OMT nie ingerują w kompetencje państw członkowskich dotyczące polityki gospodarczej. W opinii sądu wniosku tego nie zmienia fakt, że wprowadzenie w życie transakcji OMT jest uzależnione od pełnego przestrzegania przez odpowiednie państwa członkowskie programów dostosowań makroekonomicznych europejskiego instrumentu stabilności finansowej lub europejskiego mechanizmu stabilności, gdyż zapobiega ryzyku zastosowania środków polityki pieniężnej zagrażających skuteczności polityki gospodarczej prowadzonej przez te państwa członkowskie. Transakcje OMT są również zgodne z zasadą proporcjonalności. Ponadto, w odniesieniu do zakazu finansowania ze środków banku centralnego, sąd uznał, że nabywanie obligacji

skarbowych na rynkach wtórnych nie musi mieć tego samego skutku, co bezpośredni skup tych obligacji na rynku pierwotnym oraz że nie można wykorzystywać nabywania obligacji skarbowych w celu zignorowania art. 123 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Tym samym należy ustanowić odpowiednie zabezpieczenia w programie skupu obligacji skarbowych. Sąd uznał, że takie zabezpieczenia występują w przypadku transakcji OMT, w szczególności przez brak jakiegokolwiek gwarancji, że wyemitowane obligacje zostaną nabyte przez ESBC w późniejszym terminie. Sąd zwrócił uwagę na fakt, że transakcje OMT nie obniżają motywacji zainteresowanych państw członkowskich do prowadzenia stabilnej polityki budżetowej. Na podstawie orzeczenia wydanego w trybie prejudycjalnym niemiecki Federalny Trybunał Konstytucyjny zdecyduje ostatecznie, czy transakcje OMT są zgodne z niemiecką konstytucją.

W październiku 2015 r. sąd wydał korzystne dla EBC orzeczenia w czterech sprawach spornych z posiadaczami greckich obligacji rządowych. Skarżący twierdzili, że ponieśli straty finansowe i pozbawiono ich fundamentalnego prawa własności oraz wolności gospodarczej wskutek częściowej restrukturyzacji greckiego długu publicznego w 2012 r. W sprawie [T-79/13](#) sąd ustalił - w odniesieniu do rzekomo poniesionej szkody – że EBC nie dokonał żadnej czynności sprzecznej z prawem, która mogłaby uruchomić odpowiedzialność wynikającą z Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Sąd wyjaśnił również, że chociaż EBC był zaangażowany w monitorowanie sytuacji gospodarczej w Grecji, to nie może on ponosić odpowiedzialności za zaangażowanie się sektora prywatnego w restrukturyzację długu, ponieważ odpowiedzialność za decyzje w tym względzie należały głównie, o ile nie wyłącznie, do rządu Grecji. Sąd potwierdził, że całościowa rola EBC w kontekście zaangażowania się sektora prywatnego ograniczała się do funkcji doradczej w granicach delegacji wynikającej z Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej oraz Traktatu ustanawiającego europejski mechanizm stabilności. Podobnie jak w przypadku orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie bezwarunkowych transakcji monetarnych (zob. wyżej), sąd podkreślił, że EBC przysługuje szeroki zakres kompetencji przy ustalaniu i realizacji polityki pieniężnej, a także dodał, że EBC może ponosić odpowiedzialność w tym zakresie wyłącznie wówczas, jeśli dopuścił się poważnego i oczywistego przekroczenia granic realizacji swoich kompetencji. Pozostałe trzy sprawy, [T-350/14](#), [T-38/14](#) i [T-413/14](#), zostały odrzucone jako niedopuszczalne.

W dniu 4 marca 2015 r. sąd wydał wyrok w sprawie [T-496/11](#) w przedmiocie legalności polityki lokalizacyjnej mającej zastosowanie do kontrahentów centralnych (CCP) w ramach polityki nadzorczej Eurosystemu. W 2011 r. Wielka Brytania wniosła skargę o stwierdzenie nieważności ram polityki nadzorczej w zakresie, w jakim określono w nich politykę lokalizacyjną mającą zastosowanie do kontrahentów centralnych z siedzibą w państwach członkowskich spoza strefy euro. Sąd uznał, że ramy polityki nadzorczej zawierały wymogi o charakterze regulacyjnym oraz że EBC nie posiada kompetencji nadzorczej do nałożenia takich wymogów dla kontrahentów centralnych. Tym samym sąd stwierdził nieważność ram polityki nadzorczej w zakresie, w jakim określono w nich politykę lokalizacyjną mającą zastosowanie do niektórych kontrahentów centralnych. Tymczasowe zrewidowane [ramy polityki nadzorczej](#), niezawierające wymogu lokalizacji dla

kontrahentów centralnych, zostały przejęte przez Radę Prezesów 10 września 2015 r. i opublikowane na stronie internetowej EBC.

6.2 Opinie EBC i przypadki naruszenia obowiązku zasięgnięcia opinii

Artykuł 127 ust. 4 i art. 282 ust. 5 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej stawiają wymóg zasięgnięcia opinii EBC w sprawie każdego projektowanego aktu UE lub projektu regulacji krajowych w dziedzinach podlegających jego kompetencji⁵³. Wszystkie opinie EBC są publikowane na [stronie internetowej EBC](#). Opinie EBC w sprawie projektów aktów prawodawczych UE publikowane są również w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej.

W 2015 r. EBC wydał trzy opinie w sprawie projektów aktów prawnych i 55 opinii na temat projektowanych regulacji krajowych w dziedzinach podlegających jego kompetencji.

Na szczelnie europejskim EBC wydał opinie [CON/2015/10](#) i [CON/2015/18](#) w sprawie zharmonizowanych wskaźników cen konsumpcyjnych oraz opinię [CON/2015/4](#) w sprawie przeglądu celów i organizacji Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego.

Wiele opinii wydanych w odpowiedzi na zapytania władz krajowych dotyczyło powierzenia nowych zadań krajowym bankom centralnym, m.in. roli krajowych organów ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji⁵⁴ w związku ze stosowaniem krajowych mechanizmów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji⁵⁵, systemów gwarancji depozytów⁵⁶, rejestrów rachunków bankowych⁵⁷, [centralnego rejestru kredytowego](#), [mediatorów kredytowych](#), regulacji na temat leasingu finansowego i działalności firm leasingowych⁵⁸, i [ochrony konsumentów](#). EBC wydał również opinie w sprawie nowelizacji ustaw o krajowych bankach centralnych, między innymi w odniesieniu do niezależności banku centralnego, a także powoływania i odwoływania członków organów decyzyjnych tych banków⁵⁹. EBC wydał również opinie na temat aktów prawnych dotyczących [płatności](#), banknotów⁶⁰, [walki z fałszerstwami](#), [wskaźników rezerwy obowiązkowej](#), statystyki⁶¹, restrukturyzacji kredytów walutowych denominowanych w walutach obcych⁶²,

⁵³ Wielka Brytania jest zwolniona z obowiązku zasięgnięcia opinii na podstawie Protokołu w sprawie niektórych postanowień dotyczących Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej stanowiącego załącznik do Traktatu (Dz.U. C 83 z 30.3.2010, s. 284).

⁵⁴ Zob. [CON/2015/2](#), [CON/2015/22](#), [CON/2015/25](#), [CON/2015/33](#), [CON/2015/35](#) oraz [CON/2015/42](#).

⁵⁵ Zob. [CON/2015/3](#), [CON/2015/17](#), [CON/2015/19](#), [CON/2015/28](#), [CON/2015/47](#) oraz [CON/2015/48](#).

⁵⁶ Zob. [CON/2015/40](#) oraz [CON/2015/52](#).

⁵⁷ Zob. [CON/2015/36](#) oraz [CON/2015/46](#).

⁵⁸ Zob. [CON/2015/37](#) oraz [CON/2015/45](#).

⁵⁹ Zob. [CON/2015/6](#), [CON/2015/8](#), [CON/2015/9](#), [CON/2015/41](#) oraz [CON/2015/44](#).

⁶⁰ Zob. [CON/2015/29](#) oraz [CON/2015/51](#).

⁶¹ Zob. [CON/2015/5](#), [CON/2015/24](#), [CON/2015/27](#) oraz [CON/2015/30](#).

⁶² Zob. [CON/2015/26](#) oraz [CON/2015/32](#).

nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi oraz stabilności finansowej⁶³.

Zarejestrowano 17 przypadków naruszenia obowiązku zasięgnięcia opinii EBC w sprawie regulacji krajowych. Za oczywiste i istotne uznano następujące przypadki⁶⁴.

Bułgarskie Zgromadzenie Narodowe nie zasięgnęło opinii EBC w sprawie nowelizacji ustawy o instytucjach kredytowych i innych ustaw⁶⁵, co wywołało niepokój dotyczący możliwości naruszenia niezależności banku centralnego.

Władze Chorwacji nie zasięgnęły opinii EBC w sprawie ustawy dotyczącej ustalania kursów wymiany walut dla miesięcznych rat kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich lub indeksowanych do franków szwajcarskich⁶⁶. Nie zwrócono się do EBC również o opinię w sprawie późniejszej ustawy dotyczącej konwersji kredytów we frankach szwajcarskich na kredyty denominowane lub indeksowane do euro. Z uwagi na wagę drugiej ustawy EBC podjął decyzję, by z własnej inicjatywy wydać opinię w tej sprawie (CON/2015/32). Parlament Chorwacji uchwalił powyższą ustawę przed wydaniem opinii w tej sprawie przez EBC.

Władze Grecji nie konsultowały z EBC ustawy o treści aktu ustawodawczego w sprawie krótkiego okresu ustawowo wolnego od pracy w instytucjach finansowych oraz ograniczenia wypłat gotówkowych oraz transferów kapitałowych. EBC uznał, że grecki akt prawny ma charakter wyjątkowy i przejściowy. Akt ten z uwagi na nadrzędny interes ogólny został uchwalony w trybie pilnym, by zapewnić odpowiednio dostosowane ograniczenia w przepływie kapitału.

Władze Węgier nie zasięgnęły opinii EBC w sprawie nowych ustaw dotyczących:

- a) ustanowienia nadzwyczajnego funduszu gwarancyjnego dla inwestycji⁶⁷;
- b) działań w przypadku niewypłacalności osób fizycznych⁶⁸; oraz c) konwersji niektórych kredytów konsumenckich denominowanych w walutach obcych na forinty⁶⁹.

Z uwagi na ogólne znaczenie dla Eurosystemu EBC podjął decyzję, aby z własnej inicjatywy wydać opinię (CON/2015/55) dotyczącą opłaty pobieranej od wypłat gotówki w bankomatach, gdyż może to spowodować, że korzystanie z banknotów

⁶³ Zob. CON/2015/1, CON/2015/7, CON/2015/11, CON/2015/12, CON/2015/13, CON/2015/14, CON/2015/15, CON/2015/16, CON/2015/23, CON/2015/31, CON/2015/34, CON/2015/38, CON/2015/43, CON/2015/47 oraz CON/2015/53.

⁶⁴ Należą do nich: a) przypadki, w których organ władz krajowych nie zasięgnął opinii EBC w sprawie projektu regulacji krajowych w dziedzinach podlegających kompetencji EBC; oraz b) przypadki, w których organ władz krajowych formalnie zasięgnął opinii EBC, lecz nie zapewnił EBC odpowiedniego czasu na zbadanie projektowanych przepisów krajowych i wydanie opinii w ich sprawie przed ich uchwaleniem.

⁶⁵ Ustawa nowelizująca i uzupełniająca ustawę o instytucjach kredytowych, opublikowana w bułgarskim Dzienniku Urzędowym nr 50, 3 lipca 2015 r.

⁶⁶ Ustawę opublikowano w chorwackim Dzienniku Urzędowym nr 9/2015.

⁶⁷ Ustawa nr XXXIX z 2015 r. opublikowana w Dzienniku Urzędowym Republiki Węgierskiej 2015/53.

⁶⁸ Ustawa nr CV z 2015 r. opublikowana w Dzienniku Urzędowym Republiki Węgierskiej 2015/100.

⁶⁹ Ustawa nr CXLV z 2015 r. opublikowana w Dzienniku Urzędowym Republiki Węgierskiej 2015/142.

euro będzie droższe od elektronicznych metod płatności, przez co osłabi pozycję prawnych środków płatniczych.

Władze Portugalii nie zasięgnęły opinii EBC w sprawie zmian w procedurze powoływania kierownictwa banku centralnego Portugalii.

Podobnie władze Słowacji nie zasięgnęły opinii EBC w sprawie nowelizacji ustawy kodeks handlowy i powiązanych aktów prawnych⁷⁰, która umożliwiła rządowi nałożenie na instytucje finansowe specjalnego podatku w celu wzmocnienia funduszy własnych osób prawnych będących w całości własnością państwa.

Władze Słowenii nie zasięgnęły opinii EBC w sprawie ustawy o systematycznym badaniu projektów o znaczeniu narodowym, która między innymi porusza kwestię zabezpieczeń służących zachowaniu niezależności banku centralnego Słowenii i jego organów decyzyjnych.

EBC podjął decyzję, aby z własnej inicjatywy wydać opinię (CON/2015/56) dotyczącą rumuńskiego projektu ustawy w sprawie zwolnienia z długu zabezpieczonego hipotecznie przez przeniesienie własności nieruchomości biorąc pod uwagę ogólne znaczenie tej ustawy dla Eurosystemu ze względu na stabilność rumuńskiego systemu finansowego i potencjalne negatywne efekty przenoszenia się skutków na gospodarkę i sektor bankowy.

Niedopełnienie obowiązku zasięgnięcia opinii EBC przez Cypr, Grecję, Węgry i Włochy uznano za oczywiste i powtarzające się.

6.3 Zmiany prawne dotyczące jednolitego mechanizmu nadzorczego: Administracyjna Rada Odwoławcza

Administracyjna Rada Odwoławcza – składająca się z pięciu członków i dwóch zastępców – prowadzi wewnętrzną administracyjną weryfikację decyzji nadzorczych EBC. Rada rozpoczęła swoją działalność we wrześniu 2014 r. i od tego czasu zweryfikowała kilka zaskarżonych decyzji na wniosek adresatów decyzji nadzorczych.

6.4 Przestrzeganie zakazu finansowania i uprzywilejowanego dostępu

Zgodnie z art. 271 ust. d Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej zadanie monitorowania krajowych banków centralnych państw członkowskich UE oraz EBC w zakresie przestrzegania zakazów określonych w art. 123 i 124 Traktatu oraz w rozporządzeniach Rady (WE) nr 3603/93 i 3604/93 powierzono Europejskiemu Bankowi Centralnemu. Artykuł 123 zabrania EBC i krajowym bankom centralnym udzielania kredytów w rachunku bieżącym i wszelkich innych rodzajów kredytu instytucjom rządowym bądź instytucjom i organom UE, a także nabywania na rynku

⁷⁰ Ustawa nr 87/2015.

pierwotnym instrumentów dłużnych emitowanych przez te instytucje. Artykuł 124 zakazuje podejmowania jakichkolwiek działań, które nie wynikają z przesłanek ostrożnościowych, a które umożliwiałyby instytucjom rządowym oraz instytucjom i organom UE uprzywilejowany dostęp do instytucji finansowych. Równocześnie Komisja Europejska z Radą Prezesów monitoruje przestrzeganie powyższych postanowień przez państwa członkowskie UE.

Europejski Bank Centralny monitoruje także dokonywane przez banki centralne państw UE na rynku wtórnym zakupy instrumentów dłużnych emitowanych przez krajowy sektor publiczny, sektor publiczny innych państw członkowskich UE oraz instytucje i organy UE. Zgodnie z preambułą rozporządzenia Rady (WE) nr 3603/93 nabycie instrumentów dłużnych sektora publicznego na rynku wtórnym nie może być wykorzystane do obejścia art. 123 Traktatu. Zakupy te nie powinny stać się formą pośredniego finansowania sektora publicznego.

Monitorowanie prowadzone w roku 2015 potwierdziło, że przepisy art. 123 i 124 Traktatu oraz związane z nimi rozporządzenia Rady były na ogół respektowane.

Przeprowadzony monitoring wykazał, że w roku 2015 nie wszystkie krajowe banki centralne UE określiły zasady oprocentowania depozytów sektora publicznego, które w pełni przestrzegałyby górnych limitów oprocentowania. Kilka krajowych banków centralnych musi zwłaszcza dopilnować, aby górne limity oprocentowania depozytów sektora publicznego były równe rynkowej stopie overnight dla depozytów niezabezpieczonych, nawet jeżeli ta ostatnia ma wartość ujemną.

Ograniczenie ilości aktywów związanych z Irish Bank Resolution Corporation (IBRC) przez bank centralny Irlandii w 2015 r., w tym poprzez sprzedaż długoterminowych bonów o zmiennej stopie procentowej, jest krokiem w kierunku nieodzownej, całkowitej likwidacji tych aktywów. Jednak bardziej ambitny harmonogram sprzedaży w większym zakresie zmniejszyłby utrzymujące się poważne obawy o finansowanie ze środków banku centralnego.

W związku z obawami wyrażonymi w Raporcie Rocznym EBC za rok 2014 EBC nadal monitorował kilka programów uruchomionych przez bank centralny Węgier (MNB) w 2014 r. Programy te nie dotyczyły polityki pieniężnej a mogły być postrzegane jako potencjalnie naruszające zakaz finansowania ze środków banku centralnego w zakresie, w jakim można uznać, że dotyczą one przejmowania przez bank centralny Węgier zadań państwa lub przekazywania na rzecz państwa korzyści finansowych. Należały do nich inwestycje w nieruchomości, program szerzenia wiedzy finansowej przez sieć sześciu fundacji, przejęcie pracowników poprzednio zatrudnionych w węgierskim Urzędzie Nadzoru Finansowego oraz program zakupu węgierskich dzieł sztuki i dziedzictwa kultury. Z uwagi na fakt, że obawy EBC nie zostały rozwiązane w 2015 r., Bank będzie uważnie monitorował te operacje w celu zapewnienia, że ich wprowadzanie nie narusza zakazu finansowania ze środków banku centralnego. Bank centralny Węgier powinien również zapewnić, że środki banku centralnego, które przekazał sieci fundacji nie są wykorzystywane – bezpośrednio lub pośrednio – do celów finansowania państwa.

W roku 2015 MNB nabył większościowy pakiet akcji w Giełdzie Papierów Wartościowych w Budapeszcie, co może budzić poważne obawy o finansowanie ze środków banku centralnego, ponieważ faktycznie użył on swoich środków, aby wesprzeć cel polityki gospodarczej, który zwyczajowo uznaje się za leżący w kompetencji rządu. MNB podjął również decyzję o wprowadzeniu kilku zmian w instrumentach polityki pieniężnej służących wsparciu programu samofinansowania. Zważywszy na powstałe zachęty dla banków do skupowania papierów wartościowych denominowanych w euro, niektóre z tych zmian – zastosowane łącznie – mogłyby być postrzegane jako sposób obejścia zakazu uprzywilejowanego dostępu wyrażonego w art.124 Traktatu. EBC zachęca bank centralny Węgier do przeprowadzenia starannego przeglądu tych operacji w celu zapewnienia, że nie naruszają one zakazu finansowania ze środków banku centralnego i uprzywilejowanego dostępu.

Bank centralny Grecji dokonał spłaty pożyczki udzielonej Grecji w ramach promesy kredytowej MFW korzystając z zasobów SDR, z tytułu których bank centralny Grecji ponosił ryzyko i uzyskiwał korzyści. Spłata tej pożyczki wzbudziła poważne obawy o finansowanie ze środków banku centralnego, ponieważ bank centralny Grecji faktycznie sfinansował zobowiązanie sektora publicznego w stosunku do osoby trzeciej. Umowa dotycząca utrzymywania i zasad prowadzenia rachunków w SDR przydzielonych przez MFW, którą rząd Grecji podpisał w grudniu 2015 r., zapobiega powtórzeniu się podobnych sytuacji w przyszłości.

7 Stosunki międzynarodowe i europejskie

7.1 Stosunki europejskie

Wyciągając wnioski z kryzysu w ciągu roku podjęto dalsze kroki w celu zakończenia procesu tworzenia unii bankowej, zmierzania się z fragmentacją sektora bankowego oraz dalszej naprawy sektora bankowego w strefie euro, na które złożyły się m.in. propozycja Komisji Europejskiej stworzenia europejskiego systemu gwarancji depozytów oraz utworzenia jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Jednocześnie sytuacja gospodarcza w strefie euro i negocjacje na temat pomocy finansowej dla Grecji również wpływały na tematy spotkań Eurogrupy i Rady ECOFIN, w których regularnie uczestniczyli prezes i pozostali członkowie zarządu EBC. Na posiedzeniach Rady Europejskiej oraz na szczytach państw strefy euro, na które zapraszany był prezes EBC, wyraźnie zarysowała się potrzeba spójnej strategii realizacji polityki fiskalnej, finansowej oraz strukturalnej w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego w Europie. W 2015 r. EBC nadal prowadził intensywny dialog z instytucjami i forami europejskimi, w szczególności z Parlamentem Europejskim, Radą Europejską, Radą ECOFIN, Eurogrupą i Komisją Europejską.

7.1.1 Dokończenie budowy europejskiej unii gospodarczej i walutowej

Prezes EBC - wraz z przewodniczącym Komisji Europejskiej, przewodniczącym szczytu strefy euro, przewodniczącym Eurogrupy i przewodniczącym Parlamentu Europejskiego - przyczynił się do powstania sprawozdania zatytułowanego *Dokończenie budowy europejskiej unii gospodarczej i walutowej*, które zostało opublikowane 22 czerwca 2015 r. Zgodnie z mandatem szczytu państw strefy euro udzielonym w październiku 2014 r. w celu „przygotowania kolejnych działań w zakresie lepszego zarządzania gospodarczego w strefie euro”, sprawozdanie to zawiera 3-etapowy plan działań zmierzających do zbudowania głębokiej i faktycznej unii gospodarczej i walutowej.

W następstwie sprawozdania Komisja Europejska przyjęła 21 października 2015 r. pakiet określający przyszłe działania we wdrażaniu propozycji sprawozdania w perspektywie krótkoterminowej, zwłaszcza te dotyczące [krajowych rad ds. konkurencyjności](#), ustanowienia [Europejskiej Rady Budżetowej](#) oraz postępu na drodze do [jednolitej zewnętrznej reprezentacji strefy euro](#) na forach międzynarodowych, zwłaszcza w MFW.

Są to pierwsze kroki do ulepszenia zasad zarządzania gospodarczego. W przyszłości mandat i niezależność instytucjonalna Europejskiej Rady Budżetowej powinny zostać jasno określone i wzmocnione, aby zapewnić temu organowi możliwość odgrywania ważnej roli w zwiększaniu przejrzystości oraz poprawianiu zgodności z zasadami fiskalnymi⁷¹. Rady ds. konkurencyjności z kolei mogłyby nadać rozmachu procesowi wprowadzania reform strukturalnych w krajach strefy euro, ale ich struktura będzie musiała zapewniać im niezależność, zarówno na poziomie krajowym, jak i pozwolić im tworzyć sieć na poziomie strefy euro⁷². Ze swojej strony EBC nadal popierał zdecydowane działania zmierzające do zakończenia procesu tworzenia unii bankowej, które powinny obejmować stworzenie wiarygodnego wspólnego zabezpieczenia dla jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz wprowadzenie europejskiego systemu gwarancji depozytów. W tym kontekście EBC z zadowoleniem przyjął projekt rozporządzenia Komisji dotyczącego stworzenia takiego systemu. Równoległe z unią bankową, europejska unia rynków kapitałowych ma potencjał wzmocnienia unii gospodarczej i walutowej przez zwiększenie transgranicznego podziału ryzyka oraz uczynienie systemu finansowego bardziej odpornym, ale również promowania większego i łatwiejszego dostępu do finansowania i dalszego rozwoju europejskiej integracji finansowej⁷³.

W przyszłości te krótkoterminowe działania będą musiały zostać sprawnie wprowadzone, zgodnie z zapisami w sprawozdaniu. W następnej kolejności należy jak najszybciej rozpocząć doprecyzowywanie długoterminowej wizji unii gospodarczej i walutowej. Europejski Bank Centralny często podkreślał potrzebę

⁷¹ Więcej informacji na ten temat w ramce [The creation of a European Fiscal Board](#), „Economic Bulletin”, 7/2015, EBC.

⁷² Więcej informacji na ten temat w ramce [Utworzenie rad ds. konkurencji w kontekście wysiłków na rzecz budowy prawdziwej unii gospodarczej](#), „Economic Bulletin”, 8/2015, EBC.

⁷³ Zob. rozdział 3.5 w części 1

konsekwentnego i dokładnego wypełniania zapisów obecnego programu oraz większego dzielenia się suwerennością w perspektywie średnio- do długookresowej, np. przez lepsze zarządzanie polegające na przejściu od zasad do instytucji. Eurosystem jest gotowy do wspierania tych prac.

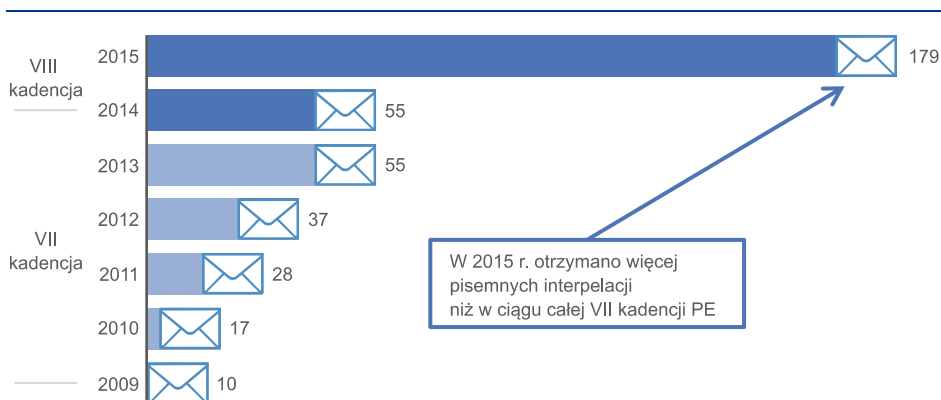
7.1.2 Wypełnianie wymogów demokratycznej odpowiedzialności

Europejski Bank Centralny jest odpowiedzialny za swoje działania przede wszystkim przed Parlamentem Europejskim jako organem, w którego skład wchodzi demokratycznie wybrani przedstawiciele obywateli UE. W 2015 r. prezes EBC wziął udział w czterech zwyczajnych wysłuchaniach przed Komisją Gospodarczą i Monetarną Parlamentu Europejskiego, które odbyły się [23 marca](#), [15 czerwca](#), [23 września](#) i [12 listopada](#). W trakcie tych wysłuchań europosłowie interesowali się w szczególności sytuacją gospodarczą w strefie euro, rozszerzonym programem skupu aktywów przez EBC, programami dostosowań makroekonomicznych oraz reformą zarządzania w strefie euro. Oprócz zwyczajnych wysłuchań, [25 lutego](#) prezes EBC uczestniczył w debacie plenarnej na temat rozporządzenia Parlamentu Europejskiego dotyczącego Raportu Roczny EBC za 2013 r. Ponadto, wiceprezes EBC [20 kwietnia](#) przedstawił komisji Raport Roczny EBC za 2014 r., a członek zarządu Yves Mersch uczestniczył w wysłuchaniu publicznym na temat TARGET2-Securities przed tą samą komisją [16 czerwca](#).

Europejski Bank Centralny wypełnia również obowiązki wynikające z zasad odpowiedzialności przez składanie regularnych sprawozdań oraz udzielanie odpowiedzi na pisemne interpelacje posłów do Parlamentu Europejskiego. Liczba interpelacji znacząco wzrosła: 179 interpelacji otrzymanych w 2015 r. przekroczyło liczbę pism otrzymanych w ciągu całej poprzedniej kadencji parlamentarnej (zob. Schemat 3). Wszystkie odpowiedzi na te interpelacje są publikowane na stronie internetowej EBC. Większość z nich dotyczyła niestandardowych działań EBC z zakresu polityki pieniężnej, perspektyw gospodarczych i programów dostosowań makroekonomicznych.

Schemat 3

Liczba interpelacji europosłów



Źródło: EBC.

Podobnie jak to miało miejsce w przeszłości, EBC wносił wkład do dyskusji Parlamentu Europejskiego oraz Rady UE na temat projektów legislacyjnych w zakresie jego uprawnień.

Europejski Bank Centralny odpowiada za swoje działania w zakresie nadzoru bankowego zarówno przed Parlamentem Europejskim, jak i Radą UE. W tym kontekście przewodnicząca Rady ds. Nadzoru EBC pięciokrotnie wystąpiła przed Komisją Gospodarczą i Monetarną Parlamentu Europejskiego oraz uczestniczyła w wybranych posiedzeniach Rady ECOFIN i Eurogrupy. Więcej informacji znajduje się w „[Raporcie rocznym EBC z działalności nadzorczej za 2015 r.](#)”

7.2 Stosunki międzynarodowe

W stwarzającym wyzwania środowisku międzynarodowym EBC uczestniczył w dyskusjach na forach międzynarodowych, gromadził informacje i informował o własnej polityce, wzmacniając tym samym relacje z głównymi partnerami międzynarodowymi. Miało to szczególne znaczenie w roku, w którym władze monetarne na całym świecie zmuszone były do zmiany prowadzonej polityki.

7.2.1 G-20

W warunkach ograniczonego ożywienia gospodarczego na świecie i większej zmienności obserwowanej na niektórych rynkach wschodzących EBC wносił aktywny wkład w dyskusje na forum G-20 na temat pobudzania globalnego wzrostu gospodarczego i wzmacniania odporności gospodarek podkreślając konieczność rygorystycznego wdrażania planów reform. W obliczu podejmowanych decyzji, m.in. w zakresie polityki pieniężnej, poruszano także kwestię globalnych skutków decyzji podejmowanych w ramach polityk krajowych. Aby ograniczyć niepewność i negatywne efekty przenoszenia się skutków zmian polityki podkreślono konieczność uważnego skalowania i jasnego komunikowania decyzji oraz działań w ramach prowadzonej polityki.

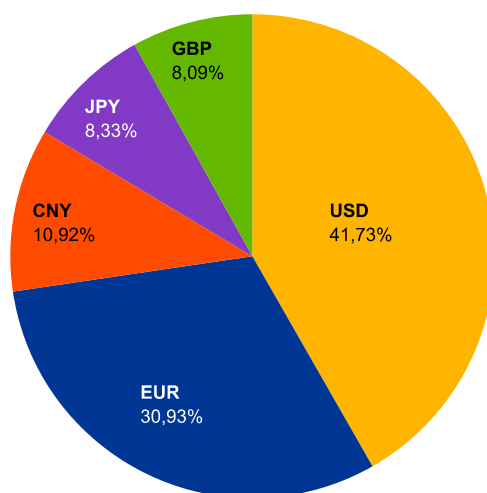
W trakcie obrad szczytu w Antalyi członkowie grupy G-20 informowali o postępach poczynionych we wdrażaniu strategii wzrostu zmierzających do podniesienia skumulowanego poziomu PKB o (co najmniej) 2% do 2018 r. Z zadowoleniem przyjęto ukończenie podstawowych elementów programu reform finansowych, jednak równocześnie podkreślono potrzebę konsekwencji w jego wdrażaniu. Przywódcy krajów grupy G-20 przedyskutowali też postęp dokonany w innych inicjatywach globalnych, zwłaszcza w projekcie dotyczącym erozji bazy podatkowej i przenoszenia zysków zmierzającym do zmodernizowania międzynarodowych zasad podatkowych. Działania G-20 powinny wspomóc wzrost rzeczywisty i potencjalny, wesprzeć tworzenie miejsc pracy, wzmocnić odporność gospodarki, działać na rzecz rozwoju oraz zwiększać sprawiedliwość prowadzonej polityki.

7.2.2 Zagadnienia w dziedzinie polityki związane z MFW oraz z globalną architekturą finansową

Europejski Bank Centralny odgrywał aktywną rolę w dyskusjach prowadzonych na forum MFW na temat międzynarodowej architektury finansowej. Aby wspomóc wzmocnienie głosu UE i strefy euro w dyskusjach, EBC wspierał koordynację wspólnego stanowiska europejskiego w tym zakresie. W 2015 r. MFW przeprowadził, dokonywany co 5 lat, przegląd metody wyceny specjalnych praw ciągnięcia (SDR) mający zapewnić, że koszyk walutowy SDR nadal odzwierciedla względną wagę najważniejszych walut w systemach w światowym handlu i finansach. Głównym punktem dyskusji w przeglądzie z 2015 r. była kwestia rozszerzenia zestawu walut w koszyku SDR o chińskiego renminbi. W okresie poprzedzającym przegląd z 2015 r. nowe władze w Chinach podjęły szereg reform w celu zwiększenia swobody wykorzystania renminbi. Rada Wykonawcza MFW, 30 listopada 2015 r., zatwierdziła włączenie renminbi do koszyka walutowego SDR, który będzie stosowany od 1 października 2016 r.

Schemat 4

Skład koszyka walutowego SDR w październiku 2016 r.



Źródło: MFW.

Uzgodniona w 2010 r. reforma udziałów członkowskich i zasad zarządzania MFW nie została zakończona przez cały 2015 r. ze względu na fakt, że nie została ratyfikowana przez Stany Zjednoczone, największego członka MFW. Pod koniec roku Kongres amerykański wydał jednak zgodę na ratyfikację reform pod pewnymi warunkami. Po wprowadzeniu reform zasady zarządzania MFW zostaną poprawione w taki sposób, aby lepiej odzwierciedlały rolę wschodzących gospodarek rynkowych, a środki finansowe z udziałów członkowskich w MFW zostaną znacznie podwyższone. Europejski Bank Centralny wspiera utrzymanie silnego i dysponującego odpowiednimi funduszami oraz zarządzanego w oparciu o udziały członkowskie MFW, gdyż czyni to Fundusz mniej zależnym od środków uzyskiwanych w drodze pożyczek. W 2015 r. kontynuowano prace nad możliwym wprowadzeniem reform mających na celu zwiększenie elastyczności polityki kredytowej MFW. W latach 2008 - 2015 MFW dokonał również kompleksowego

przeglądu swoich programów odnoszących się do 27 krajów (w tym 23 porozumień finansowych). W ramach przeglądu sprawdzono m.in. strategię dostosowania dla członków unii walutowej oraz rolę finansowania regionalnego programów strefy euro.

7.2.3 Współpraca techniczna

Europejski Bank Centralny nadal rozwijał współpracę techniczną z bankami centralnymi spoza UE. Współpraca EBC z bankami centralnymi krajów kandydujących do członkostwa w UE obejmowała 2 programy współpracy i działania prowadzone w ramach serii warsztatów regionalnych. Dwa programy współpracy były prowadzone wspólnie z krajowymi bankami centralnymi, finansowane przez UE i skierowane do banku centralnego Czarnogóry, banku centralnego Republiki Kosowo, banku centralnego Albanii i banku centralnego Republiki Macedonii. Warsztaty regionalne poświęcone były wyzwaniom instytucjonalnym w kontekście przystąpienia do UE, kwestiom nadzoru makroostrożnościowego i mikroostrożnościowego oraz wzmocnieniu wykorzystania waluty krajowej w krajowych systemach finansowych. Współpraca techniczna uzupełnia regularną działalność EBC polegającą na monitorowaniu i analizowaniu sytuacji gospodarczej i finansowej w krajach kandydujących i potencjalnych krajach kandydujących do UE oraz prowadzeniu dialogu politycznego z ich bankami centralnymi. Europejski Bank Centralny nadal współpracował z bankami centralnymi wschodzących gospodarek rynkowych państw grupy G-20 mając na celu wymianę doświadczeń z zakresu wiedzy technicznej i najlepszych praktyk. W tym kontekście EBC zawarł nowe porozumienie z bankiem centralnym Indii w 2015 r.

8 Komunikacja zewnętrzna

Wyjaśnianie polityki pieniężnej obywatelom Unii

Działania komunikacyjne są kluczowym narzędziem wspierającym skuteczność polityki pieniężnej EBC i budowania zaufania obywateli strefy euro. Od samego początku Europejski Bank Centralny dokładał wszelkich starań, aby osiągnąć wysoki stopień przejrzystości; był on np. pierwszym wiodącym bankiem centralnym, który regularnie organizował konferencje prasowe po posiedzeniach dotyczących polityki pieniężnej.

W latach, które nastąpiły po wybuchu kryzysu finansowego, jeszcze ważniejsze stało się wyjaśnianie przez EBC w sposób zrozumiały i przejrzysty swoich decyzji z zakresu prowadzonej polityki pieniężnej, w tym wachlarza stosowanych niestandardowych działań. Społeczeństwa i rynki finansowe mogą zrozumieć sposób, w jaki EBC prawdopodobnie zareaguje na konkretną sytuację, mogą formułować uzasadnione oczekiwania wobec przyszłego kształtu polityki pieniężnej. Im większe rozumienie zmian w polityce pieniężnej, tym szybciej mogą one znaleźć odbicie w zmiennych finansowych. To z kolei pozwala na skrócenie procesu

przekładania się polityki pieniężnej na decyzje inwestycyjne i konsumenckie oraz przyspiesza ewentualne konieczne dostosowania gospodarcze.

Wysiłki komunikacyjne EBC podjęte w 2015 r. wynikały z presji na większą przejrzystość w celu zwiększenia odpowiedzialności instytucji. Europejski Bank Centralny prowadzi politykę pieniężną na rzecz 338 milionów obywateli strefy euro posługując się 16 różnymi językami. Bank radzi sobie z tą różnorodnością wykorzystując naturalny atut, jakim jest zaangażowanie 19 banków centralnych Eurosystemu. Koledzy w każdym kraju gwarantują, że komunikaty EBC są słyszane i rozumiane w kontekście lokalnym.

W 2015 r. EBC musiał się uciec do dalszych niestandardowych działań, aby wypełnić swój mandat działając w coraz bardziej nieprzewidywalnym otoczeniu. To z kolei nakłada na bank większy obowiązek wyjaśniania społeczeństwu, dlaczego wybrano ten a nie inny przebieg działań.

Publikacja sprawozdań z posiedzeń decyzyjnych w zakresie polityki pieniężnej

W 2014 r. Rada Prezesów EBC podjęła decyzję o rozpoczęciu publikacji sprawozdań ze swoich posiedzeń poświęconych polityce pieniężnej począwszy od 2015 r. Sprawozdania, które są zwykle publikowane cztery tygodnie po każdym posiedzeniu dotyczącym polityki pieniężnej, ułatwiają zrozumienie oceny stanu gospodarki dokonywanej przez Radę Prezesów oraz linii prowadzonej polityki pieniężnej. Zawierają one podsumowanie dyskusji na temat analizy ekonomicznej i monetarnej oraz nastawienie polityki pieniężnej bez identyfikacji pozycji poszczególnych członków Rady. Publikacja sprawozdań wzmacnia odpowiedzialność i efektywność EBC i pomaga radzić sobie z następującymi wyzwaniem: stanowienie polityki pieniężnej w unii monetarnej, zrzeszającej wiele krajów, realizacja strategicznych zamierzeń Eurosystemu i SSM w zakresie odpowiedzialności, niezależności, wiarygodności oraz zbliżenia do obywateli.

Zasady przewodnie komunikacji zewnętrznej

Podjmując dalsze wysiłki na rzecz poprawy przejrzystości Zarząd EBC zdecydował również o publikowaniu z regularną częstotliwością kalendarzy każdego z członków Zarządu z trzymiesięcznym opóźnieniem począwszy od listopada 2015 r. Publikowanie kalendarzy podkreśla również to, z jakim oddaniem EBC podchodzi do przejrzystości i odpowiedzialności.

Działania komunikacyjne EBC koncentrowały się na rozszerzeniu akomodacyjnego nastawienia polityki pieniężnej, zwłaszcza na wdrożeniu rozszerzonego programu skupu aktywów. W listopadzie przypadła pierwsza rocznica sprawowania przez EBC funkcji nadzoru bankowego. Kwestiom tym poświęcona była zdecydowana większość wystąpień publicznych członków Zarządu i Rady ds. Nadzoru, a także ich zaangażowania w mediach.

Ponadto Członkowie Zarządu składali przed Parlamentem Europejskim oświadczenia, w których wyjaśniali prawodawcom swoje działania pogłębiając tym samym wiedzę i rozumienie społeczne zadań i polityki Eurosystemu (więcej szczegółowych informacji umieszczono w rozdziale 7 niniejszej części).

W zakresie wystąpień publicznych i niepublicznych oraz spotkań dwustronnych służących zapewnianiu spójności instytucji Członkowie Zarządu kierują się [zasadami przewodnimi](#).

Te ostatnie decyzje stanowią kolejne kroki na drodze do większej przejrzystości.

Nowy strona internetowa: wyjaśnianie jak działa EBC

Jednym ze sposobów zbliżania się do obywateli w całej strefie euro jest internet. W 2015 r. EBC uruchomił nową stronę internetową, aby poprawić nawigację po stronie i dostępność jej zawartości. Nowa część wyjaśnia istotne tematy w prostych słowach i z wykorzystaniem multimediów. Dla przykładu [video](#) ilustruje sposób działania platformy T2S służącej do rozliczania transakcji na papierach wartościowych. Na stronie internetowej EBC w widoczny sposób zamieszczone są wystąpienia Członków Zarządu, komunikaty prasowe oraz wywiady z Członkami Zarządu. Już ponad 300 000 użytkowników odwiedza profil EBC w [serwisie Twitter](#), który służy również do zwracania uwagi na publikacje i najważniejsze komunikaty zawarte w wystąpieniach publicznych, podczas gdy YouTube wykorzystywany jest do publikowania video, a Flickr - fotografii. Europejski Bank Centralny jest również obecny w serwisie społecznościowym LinkedIn.

Statystyka stała się bardziej przystępna dzięki dwóm nowym narzędziom. Strona internetowa „[Nasze statystyki](#)” została opracowana we współpracy z krajowymi bankami centralnymi strefy euro z myślą o uproszczeniu dostępu do statystyki strefy euro. ECBstatsApp zapewnia szybki i łatwy dostęp do danych publikowanych w Hurtowni danych statystycznych EBC.

Nowy budynek: inauguracja nowej siedziby EBC

W marcu został oficjalnie otwarty nowy budynek EBC usytuowany w miejscu byłej hali targowej we Frankfurcie. Ceremonia otwarcia odbyła się pomimo antykapitalistycznych protestów zorganizowanych przed budynkiem oraz w całym Frankfurcie. Budynek zapewnia powierzchnię biurową dla 2.900 pracowników oraz salę konferencyjną Rady Prezesów na ostatnim piętrze. Budowie obiektu i ceremonii otwarcia towarzyszyły liczne działania i wydarzenia medialne zaplanowane przez EBC, w tym zwiedzanie budynku z przewodnikiem oraz zaproszenie sąsiadów na dzień otwarcia.

W podziemiach budynku, we wschodnim skrzydle znajduje się pomnik upamiętniający deportacje obywateli pochodzenia żydowskiego przeprowadzone w latach 1941-1945. Pomnik, który jest wspólnym projektem gminy żydowskiej we Frankfurcie oraz miasta Frankfurt nad Menem, został oficjalnie odsłonięty w listopadzie 2015 r.

Schemat 5

Nowy budynek – najważniejsze fakty



Źródło: EBC.

Załącznik 1 Ramy instytucjonalne

1 Organy decyzyjne EBC i zarządzanie wewnętrzne

Na czele Eurosystemu i Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) stoją organy decyzyjne EBC: Rada Prezesów i Zarząd. Trzecim organem decyzyjnym EBC jest Rada Ogólna, która będzie istnieć dopóki wszystkie państwa członkowskie UE nie wprowadzą euro. Zasady funkcjonowania organów decyzyjnych są określone w Traktacie o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, statucie ESBC i odpowiednich regulaminach⁷⁴. Proces podejmowania decyzji w ramach Eurosystemu i ESBC jest scentralizowany. Jednakże EBC i krajowe banki centralne (KBC) strefy euro łącznie przyczyniają się, na poziomie strategicznym i operacyjnym, do osiągnięcia wspólnych celów Eurosystemu, zgodnie z zasadą decentralizacji określoną w statucie ESBC.

1.1 Rada Prezesów

Rada Prezesów to główny organ decyzyjny EBC. W jej skład wchodzi wszyscy członkowie Zarządu EBC oraz prezesi banków centralnych państw należących do strefy euro. Rozszerzenie strefy euro w dniu 1 stycznia 2015 r., w efekcie którego Litwa stała się 19. państwem członkowskim, uruchomiło rotacyjny system głosowania członków Rady Prezesów.

Od stycznia 2015 r., posiedzenia poświęcone polityce pieniężnej odbywają się co sześć tygodni. Sprawozdania z posiedzeń poświęconych polityce pieniężnej są publikowane, na ogół z czterotygodniowym opóźnieniem.

Rada Prezesów

Mario Draghi Prezes EBC

Vítor Constâncio Wiceprezes EBC

Josef Bonnici Prezes Central Bank of Malta

Luc Coene Prezes Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique (do 10 marca 2015 r.)

Benoît Cœuré Członek Zarządu EBC

⁷⁴ Regulaminy EBC, zob.: Decyzja EBC/2014/1 z dnia 22 stycznia zmieniająca decyzję EBC/2004/2 z dnia 19 lutego 2004 r. przyjmującą Regulamin Europejskiego Banku Centralnego; decyzja EBC/2004/2 z dnia 19 lutego 2004 r. przyjmująca Regulamin Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 80 z 18.3.2004, s. 33; decyzja EBC/2004/12 z dnia 17 czerwca 2004 r. przyjmująca Regulamin Rady Ogólnej EBC, Dz.U. L 230 z 30.6.2004, s. 61; decyzja EBC/1999/7 z dnia 12 października 1999 r. w sprawie Regulaminu Zarządu EBC, Dz.U. L 314 z 8.12.1999, s. 34. Regulaminy te są również dostępne w serwisie internetowym EBC.

Carlos Costa Prezes Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Prezes Central Bank of Cyprus

Ardo Hansson Prezes Eesti Pank

Patrick Honohan Prezes Central Bank of Ireland (do 25 listopada 2015 r.)

Boštjan Jazbec Prezes Banka Slovenije

Klaas Knot Prezes De Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Prezes Central Bank of Ireland (od 26 listopada 2015 r.)

Sabine Lautenschläger Członek Zarządu EBC

Erkki Liikanen Prezes Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Prezes Banco de España

Jozef Makúch Prezes Národná banka Slovenska

Yves Mersch Członek Zarządu EBC

Ewald Nowotny Prezes Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer Prezes Banque de France (do 31 października 2015 r.)

Peter Praet Członek Zarządu EBC

Gaston Reinesch Prezes Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Prezes Latvijas Banka

Jan Smets Prezes Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique (od 11 marca 2015 r.)

Yannis Stournaras Prezes Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Prezes Lietuvos bankas

François Villeroy de Galhau Prezes Banque de France
(od 1 listopada 2015 r.)

Ignazio Visco Prezes Banca d'Italia

Jens Weidmann Prezes Deutsche Bundesbank



Pierwszy rząd (od lewej): Carlos Costa, Ignazio Visco, Sabine Lautenschläger, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Yves Mersch

Środkowy rząd (od lewej): Benoît Cœuré, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Erkki Liikanen

Ostatni rząd (od lewej): Boštjan Jazbec, Peter Praet, François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas

Uwaga: Jens Weidmann był nieobecny podczas wykonywania zdjęcia.

1.2 Zarząd

Zarząd składa się z prezesa i wiceprezesa EBC oraz czterech członków mianowanych przez Radę Europejską kwalifikowaną większością głosów, po konsultacji z Parlamentem Europejskim i EBC.

Zarząd

Mario Draghi Prezes EBC

Vítor Constâncio Wiceprezes EBC

Benoît Cœuré Członek Zarządu EBC

Sabine Lautenschläger Członek Zarządu EBC

Yves Mersch Członek Zarządu EBC

Peter Praet Członek Zarządu EBC



Pierwszy rząd (od lewej): Sabine Lautenschläger, Mario Draghi (Prezes), Vítor Constâncio (Wiceprezes)

Drugi rząd (od lewej): Yves Mersch, Peter Praet, Benoît Cœuré

1.3 Rada Ogólna

Rada Ogólna składa się z prezesa i wiceprezesa EBC oraz prezesów krajowych banków centralnych wszystkich 28 państw członkowskich UE.

Rada Ogólna

Mario Draghi Prezes EBC

Vítor Constâncio Wiceprezes EBC

Marek Belka Prezes Narodowego Banku Polskiego

Josef Bonnici Prezes Central Bank of Malta

Mark Carney Prezes Bank of England

Luc Coene Prezes Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique (do 10 marca 2015 r.)

Carlos Costa Prezes Banco de Portugal

Chrystalla Georghadji Prezes Central Bank of Cyprus

Ardo Hansson Prezes Eesti Pank

Patrick Honohan Prezes Central Bank of Ireland (do 25 listopada 2015 r.)

Stefan Ingves Prezes Sveriges Riksbank

Mugur Constantin Isărescu Prezes Banca Națională a României

Ivan Iskrov Prezes Българска народна банка (Bulgarian National Bank)
(do 14 lipca 2015 r.)

Boštjan Jazbec Prezes Banka Slovenije

Klaas Knot Prezes De Nederlandsche Bank

Philip R. Lane Prezes Central Bank of Ireland (od 26 listopada 2015 r.)

Erkki Liikanen Prezes Suomen Pankki – Finlands Bank

Luis M. Linde Prezes Banco de España

Jozef Makúch Prezes Národná banka Slovenska

György Matolcsy Prezes Magyar Nemzeti Bank

Ewald Nowotny Prezes Oesterreichische Nationalbank

Christian Noyer Prezes Banque de France (do 31 października 2015 r.)

Dimitar Radev Prezes Българска народна банка (Narodowy Bank Bułgarski)
(od 15 lipca 2015 r.)

Gaston Reinesch Prezes Banque centrale du Luxembourg

Ilmārs Rimšēvičs Prezes Latvijas Banka

Lars Rohde Prezes Danmarks Nationalbank

Miroslav Singer Prezes Česká národní banka

Jan Smets Prezes Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique (od 11 marca 2015 r.)

Yannis Stournaras Prezes Bank of Greece

Vitas Vasiliauskas Prezes Lietuvos bankas

François Villeroy de Galhau Prezes Banque de France
(od 1 listopada 2015 r.)

Ignazio Visco Prezes Banca d'Italia

Boris Vujčić Prezes Hrvatska narodna banka

Jens Weidmann Prezes Deutsche Bundesbank

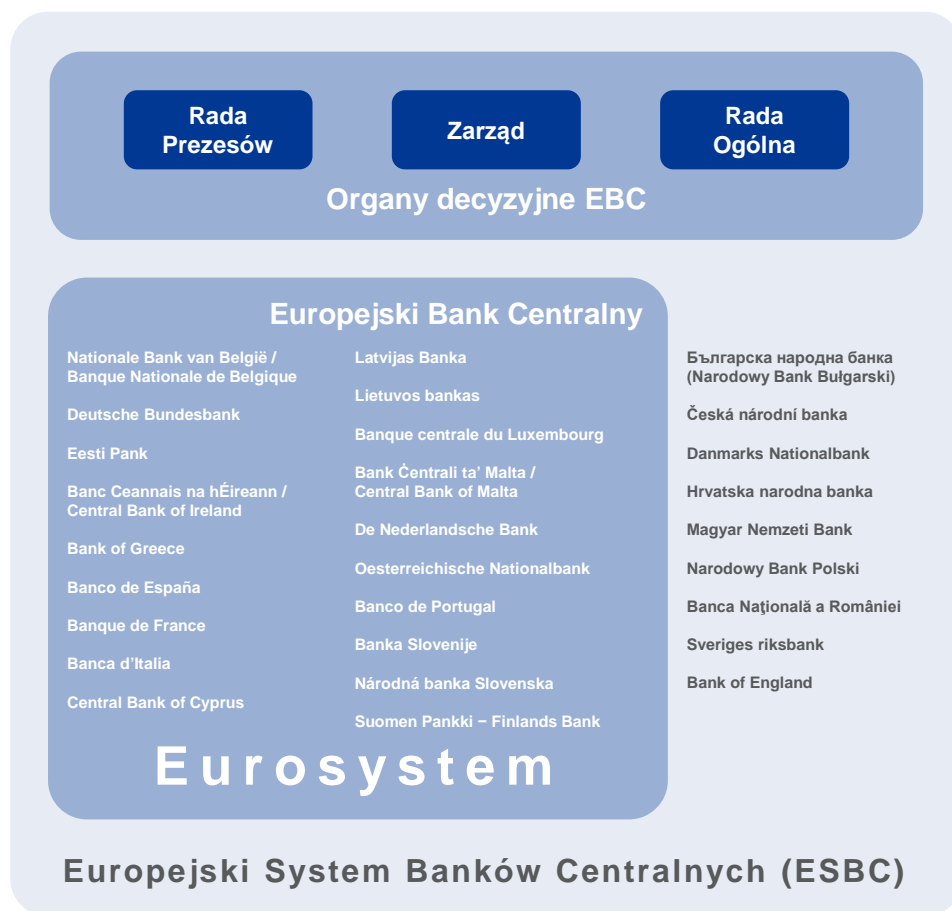


Pierwszy rząd (od lewej): Marek Belka, Carlos Costa, Ignazio Visco, Vítor Constâncio, Mario Draghi, Chrystalla Georghadji, Yannis Stournaras, Philip R. Lane, Erkki Liikanen

Środkowy rząd (od lewej): Mugur Constantin Isărescu, Ewald Nowotny, Josef Bonnici, Jozef Makúch, Boris Vujčić, Lars Rohde, Luis M. Linde, Ilmārs Rimšēvičs, Dimitar Radev

Ostatni rząd (od lewej): Boštjan Jazbec, Sir Jon Cunliffe (Zastępca Prezesa Bank of England), François Villeroy de Galhau, Jan Smets, Gaston Reinesch, Klaas Knot, Ardo Hansson, Vitas Vasiliauskas, Miroslav Singer, Stefan Ingves

Uwaga: Mark Carney, Jens Weidmann i György Matolcsy byli nieobecni podczas wykonywania zdjęć.



1.4 Zarządzanie wewnętrzne

Oprócz organów decyzyjnych struktura zarządzania wewnętrznego w EBC obejmuje dwie jednostki wysokiego szczebla - Komitet ds. Audytu i Komitet ds. Etyki, oraz kontrolę zewnętrzną i wewnętrzną na kilku płaszczyznach. Zarządzanie wewnętrzne uzupełnia zbiór zasad etyki, wprowadzony decyzją EBC (EBC/2004/11), określającą zasady prowadzenia dochodzeń w ramach przeciwdziałania nadużyciom finansowym oraz zasady dostępu do dokumentów EBC. Po utworzeniu jednolitego mechanizmu nadzorczego (SSM), kwestie zarządzania wewnętrznego stały się dla EBC jeszcze ważniejsze.

Komitet ds. Audytu

Komitet EBC ds. Audytu wspomaga Radę Prezesów świadcząc usługi doradcze i formułując opinie w sprawach dotyczących a) rzetelności informacji finansowych, b) nadzoru nad mechanizmami kontroli wewnętrznej, c) zgodności z obowiązującymi przepisami ustawowymi i wykonawczymi oraz kodeksami postępowania, d) wykonywania zadań audytu. Opis [mandatu](#) Komitetu jest dostępny w serwisie internetowym EBC. Przewodniczącym Komitetu ds. Audytu jest Erkki Liikanen;

oprócz niego w skład komitetu w 2015 r. wchodziło czterech członków: Vítor Constâncio, Ewald Nowotny, Hans Tietmeyer and Jean-Claude Trichet.

Komitet ds. Etyki

W celu zapewnienia właściwego i spójnego wprowadzania w życie różnych kodeksów postępowania organów zaangażowanych w procesy podejmowania decyzji w EBC, Komitet ds. Etyki, który rozpoczął działalność po powołaniu jego członków w drugim kwartale 2015 r., wydaje opinie i wskazówki na temat kwestii etycznych dla członków Rady Prezesów, Zarządu i Rady ds. Nadzoru. Opis [mandatu](#) Komitetu jest dostępny w serwisie internetowym EBC. Przewodniczącym Komitetu ds. Etyki jest Jean-Claude Trichet; oprócz niego w skład komitetu wchodzi dwóch zewnętrznych członków: Klaus Liebscher i Hans Tietmeyer.

Kontrola zewnętrzna i wewnętrzna

Kontrola zewnętrzna

W statucie ESBC przewidziane są dwa poziomy kontroli zewnętrznej: niezależny biegły rewident, powoływany na zasadach rotacyjnych na kadencję pięcioletnią, do badania rocznego sprawozdania finansowego EBC oraz Europejski Trybunał Obrachunkowy, który bada operacyjną skuteczność zarządzania EBC.

Kontrola wewnętrzna

W EBC obowiązuje trzypoziomowy system kontroli wewnętrznej składający się z a) mechanizmów kontrolnych stosowanych przez kierownictwo, b) różnych funkcji odpowiedzialnych za nadzór nad ryzykiem i przestrzeganiem przepisów, oraz c) niezależnej weryfikacji przez audytorów.

System kontroli wewnętrznej w EBC opiera się na podejściu funkcjonalnym, zgodnie z którym poszczególne jednostki organizacyjne (sekcje, działy, dyrekcje i dyrekcje generalne) ponoszą główną odpowiedzialność za zarządzanie własnym ryzykiem oraz za skuteczność i efektywność swoich działań.

Funkcje nadzoru zwierzchniego obejmują mechanizmy monitorowania oraz skuteczne procesy służące odpowiedniej kontroli ryzyka finansowego i operacyjnego. Drugi poziom funkcji kontrolnych jest realizowany przez funkcje wewnętrzne EBC (takie jak funkcja budżetu i kontrolingu, funkcje zarządzania ryzykiem operacyjnym i finansowym, funkcja zapewnienia jakości dla nadzoru bankowego lub funkcja ds. zgodności) i/lub - w zależności od sytuacji - przez Komitety Eurosystemu/ESBC (np. Komitet ds. Rozwoju Organizacyjnego, Komitet ds. Zarządzania Ryzykiem i Komitet Budżetowy).

Dodatkowo, oraz niezależnie od systemu kontroli wewnętrznej i monitorowania ryzyka w EBC, kontrole przeprowadza także pion audytu wewnętrznego EBC, który zgodnie z Kartą audytu EBC podlega bezpośrednio Zarządowi. Działania audytu wewnętrznego EBC są zgodne z międzynarodowymi standardami praktyki zawodowej opracowanymi przez Instytut Auditorów Wewnętrznych. Ponadto Komitet ds. Audytu Wewnętrznego, w którego skład wchodzi eksperci audytu wewnętrznego z EBC, krajowych banków centralnych i właściwych organów krajowych, uczestniczy w realizacji celów Eurosystemu oraz jednolitego mechanizmu nadzorczego (SSM).

Zbiór zasad etyki zawodowej EBC

Zbiór zasad etyki zawodowej EBC składa się z kodeksu postępowania dla członków Rady Prezesów, uzupełniającego kodeksu kryteriów etycznych dla członków Zarządu, kodeksu postępowania dla członków Rady ds. Nadzoru oraz regulaminu pracowniczego EBC. Zbiór zasad etyki zawodowej ustala zasady etyki i zasady przewodnie, co ma zagwarantować możliwie najwyższy poziom rzetelności, kompetencji, efektywności i przejrzystości działania w realizacji zadań EBC.

Działania w zakresie przeciwdziałania nadużyciom finansowym/praniu pieniędzy

Parlament Europejski i Rada UE przyjęły rozporządzenie, które przewiduje m.in., że w przypadku podejrzeń o nadużycia finansowe w instytucjach, organach, urzędach i agencjach UE Europejski Urząd ds. Zwalczenia Nadużyć Finansowych (OLAF) może prowadzić w nich dochodzenia wewnętrzne. W 2004 r. Rada Prezesów zatwierdziła przepisy na temat warunków prowadzenia przez OLAF dochodzeń w EBC w związku z zapobieganiem nadużyciom finansowym, korupcji i wszelkim innym nielegalnym działaniom. Ponadto, w 2007 r. EBC ustanowił wewnętrzny program przeciwdziałania praniu pieniędzy (AML) i program przeciwdziałania finansowaniu terroryzmu (CTF). Uzupełnieniem ramowych zasad przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu (AML/CTF) obowiązujących w EBC jest system sprawozdawczości wewnętrznej, który zapewnia systematyczne zbieranie i przekazywanie Zarządowi wszelkich istotnych informacji dotyczących tych zagadnień.

Dostęp do dokumentów EBC

Decyzja EBC w sprawie publicznego dostępu do dokumentów⁷⁵ jest zgodna z celami i standardami innych instytucji i organów unijnych w zakresie publicznego dostępu do ich dokumentów. Z jednej strony zwiększa ona przejrzystość działania EBC, a z drugiej uwzględnia niezależność EBC i krajowych banków centralnych oraz zapewnia poufność określonych spraw związanych z realizacją zadań EBC. W 2015 r. EBC zmienił system publicznego dostępu do dokumentów, aby uwzględnić swoje nowe zadania związane z wdrażaniem jednolitego mechanizmu nadzorczego (SSM).

W celu potwierdzenia swojego zobowiązania do zapewnienia przejrzystości i odpowiedzialności, EBC podjął decyzję o publikacji od lutego 2016 r. kalendarza spotkań każdego z członków Zarządu z trzymiesięcznym opóźnieniem. Ponadto członkowie Zarządu zobowiązali się do przestrzegania zasad przewodnich w zakresie komunikacji zewnętrznej, w celu zapewnienia równych szans i równego traktowania pomiędzy interesariuszami (więcej informacji na ten temat w rozdziale 8 części 2).

Biuro ds. Zgodności i Ładu Wewnętrznego

Kolejną oznaką silnego zaangażowania EBC w zapewnianie dobrego zarządzania i najwyższych poziomów etyki zawodowej było powołanie w tym celu przez Zarząd Biura ds. Zgodności i Ładu Wewnętrznego (CGO) w styczniu 2015 r. Biuro ds. Zgodności i Ładu Wewnętrznego, podlegające bezpośrednio Prezesowi EBC, wspiera Zarząd w ochronie wiarygodności i reputacji EBC, upowszechnianiu standardów etycznych oraz wzmacnianiu odpowiedzialności i przejrzystości EBC. Ponadto w celu poprawy ogólnej spójności i efektywności systemu zarządzania wewnętrznego EBC, CGO pełni funkcję sekretariatu dla Komitetów EBC ds. Audytu i ds. Etyki oraz działa jako punkt kontaktowy dla Europejskiego Rzecznika Praw Obywatelskich i OLAF.

⁷⁵ Decyzja EBC/2004/3 z dnia 4 marca 2004 r. w sprawie publicznego dostępu do dokumentów Europejskiego Banku Centralnego, Dz.U. L 80 z 18.3.2004, s. 42 z późniejszymi zmianami.

Załącznik 2

Komitety Eurosystemu i ESBC

Komitety Eurosystemu i ESBC w dalszym ciągu odgrywały ważną rolę pomocniczą w realizacji zadań organów decyzyjnych EBC. Na wniosek Rady Prezesów i Zarządu komitety doradzały im w ramach swoich kompetencji i wspomagały procesy decyzyjne. Zwykle członkami komitetów są wyłącznie pracownicy banków centralnych Eurosystemu. Jeśli jednak komitet obraduje nad sprawami wchodzącymi w zakres kompetencji Rady Ogólnej, w jego zebraniach uczestniczą także przedstawiciele banków centralnych z państw członkowskich, które nie wprowadziły jeszcze euro. Ponadto niektóre komitety przy rozpatrywaniu kwestii związanych z nadzorem bankowym zbierają się w składzie obejmującym Jednolity Mechanizm Nadzorczy (w posiedzeniu biorą udział: jeden przedstawiciel banku centralnego i jeden przedstawiciel właściwego organu krajowego z każdego uczestniczącego państwa członkowskiego). W razie potrzeby na posiedzenia zapraszani mogą być również przedstawiciele innych instytucji.

Komitety Eurosystemu i ESBC, Komitet Budżetowy, Konferencja Działów Kadr i ich przewodniczący (na dzień 1 stycznia 2016 r.)

Komitet ds. Rachunkowości i Dochodów Pieniężnych (AMICO) Werner Studener	Komitet ds. Operacji Rynkowych (MOC) Ulrich Bindseil
Komitet ds. Banknotów (BANCO) Ton Roos	Komitet ds. Polityki Pieniężnej (MPC) Wolfgang Schill
Komitet ds. Kontrolingu (COMCO) Joachim Nagel	Komitet ds. Rozwoju Organizacyjnego Steven Keuning
Komitet ds. Komunikacji Eurosystemu i ESBC (ECCO) Christine Graeff	Komitet ds. Systemów Płatności i Rozrachunku (PSSC) Marc Bayle/Daniela Russo
Komitet ds. Stabilności Finansowej (FSC) Vitor Constâncio	Komitet ds. Zarządzania Ryzykiem (RMC) Carlos Bernadell
Komitet ds. Informatyki (ITC) Koenraad de Geest	Komitet ds. Statystyki (STC) Aurel Schubert
Komitet ds. Audytu Wewnętrznego (IAC) Klaus Gressenbauer	Komitet Budżetowy (BUCOM) Pentti Hakkarainen
Komitet ds. Stosunków Międzynarodowych (IRC) Frank Moss	Konferencja Działów Kadr (HRC) Steven Keuning
Komitet ds. Prawnych (LEGCO) Chiara Zilioli	

Poza tym istnieją jeszcze dwa inne komitety. W kwestiach dotyczących budżetu EBC Radę Prezesów wspiera Komitet Budżetowy, natomiast Konferencja Działów Kadr stanowi dla banków centralnych Eurosystemu i ESBC forum wymiany doświadczeń, wiedzy i informacji w dziedzinie zarządzania kadrami.

Załącznik 3

Sprawy organizacyjne i zasoby kadrowe

Schemat organizacyjny EBC (stan na 1 stycznia 2016 r.)



1) Podlega Zarządowi za pośrednictwem prezesa.

2) Podlega prezesowi EBC jako przewodniczącemu Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS).

3) W tym komórka ds. ochrony danych osobowych.

4) Sekretarz Zarządu, Rady Prezesów i Rady Ogólnej.

5) W kwestiach zapewnienia zgodności podlega Zarządowi za pośrednictwem prezesa.

Zasoby kadrowe EBC

Po utworzeniu Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego (SSM) w 2014 r., EBC przeprowadził w 2015 r. kompleksowy przegląd swoich wewnętrznych procesów i praktyk organizacyjnych. Poglądy kadry zostały zebrane poprzez badanie opinii przeprowadzone wśród wszystkich pracowników. Zostało utworzone stanowisko Szefa Służb (CSO) w celu poprawy koordynacji pomiędzy różnymi funkcjami pomocniczymi oraz ułatwienia ukierunkowania usług wsparcia na potrzeby instytucji jako całości. CSO odpowiada za sprawy związane z usługami administracyjnymi, usługami informatycznymi, zasobami ludzkimi, budżetem i finansami. CSO podlega Zarządowi poprzez Prezesa i będzie regularnie uczestniczyć w posiedzeniach Zarządu.

Na dzień 31 grudnia 2015 r. w EBC było 2 650 zatwierdzonych etatów przeliczeniowych, wobec 2 622 na koniec 2014 r. Liczba pracowników zatrudnionych na umowy o pracę (w etatach przeliczeniowych) wynosiła 2 871 osób (wobec 2 577 na 31 grudnia 2014 r.)⁷⁶. W 2015 r. zawarto łącznie 279 nowych umów o pracę na czas określony (z góry ograniczonych do wyznaczonego okresu lub z możliwością przedłużenia na czas nieokreślony) oraz 246 umów krótkoterminowych – a także przedłużono wiele umów zawartych wcześniej – na zastępstwa za pracowników nieobecnych krócej niż 1 rok. W ciągu 2015 r. EBC nadal zawierał umowy krótkoterminowe (do 36 miesięcy) z pracownikami krajowych banków centralnych i organizacji międzynarodowych. Na dzień 31 grudnia 2015 r. w różnych działach EBC pracowało 226 pracowników oddelegowanych z krajowych banków centralnych i organizacji międzynarodowych (o 50% więcej niż na koniec 2014 r.). We wrześniu 2015 r. pracę w EBC podjęło 10 uczestników dziesiątej edycji programu dla absolwentów studiów wyższych, natomiast na stażu w EBC, na dzień 31 grudnia 2015 r., przebywało 273 osób (o 76% więcej niż w 2014 r.). EBC przyznał także 4 stypendia naukowo-badawcze w ramach programu im. Wima Duisenberga, skierowanego do wybitnych ekonomistów, oraz 5 stypendiów dla młodych pracowników naukowych w ramach programu im. Lamfalussy'ego.

Badanie opinii całej kadry EBC zostało przeprowadzone w maju 2015 r. i uczestniczyło w nim 90% pracowników. W jego wyniku opracowano plany działania na poziomie całego EBC i poszczególnych obszarów jego działalności. Kluczowymi obszarami, których dotyczyło badanie, były: „rozwój kariery”, „zarządzanie wynikami”, „współpraca i wymiana informacji”, „zasoby i obciążenie pracą, presja i stres w pracy” oraz „otwartość i uczciwość”. Plan działania dla całego EBC był ściśle powiązany z przeglądem wewnętrznych procedur EBC, mającym na celu optymalizację procesów, procedur i struktur, aby EBC był silniejszy i sprawniejszy oraz dążyć do zapewnienia zrównoważonej kultury miejsca pracy.

EBC w dalszym ciągu wspiera pracowników w dążeniu do osiągnięcia równowagi między życiem prywatnym a zawodowym. Na koniec 2015 r. na niepełny etat pracowało 257 osób (wobec 259 na koniec 2014 r.), natomiast na bezpłatnych

⁷⁶ Oprócz umów opartych na etatach przeliczeniowych liczba ta obejmuje krótkoterminowe umowy z pracownikami krajowych banków centralnych i organizacji międzynarodowych oraz umowy z uczestnikami programu dla absolwentów studiów wyższych.

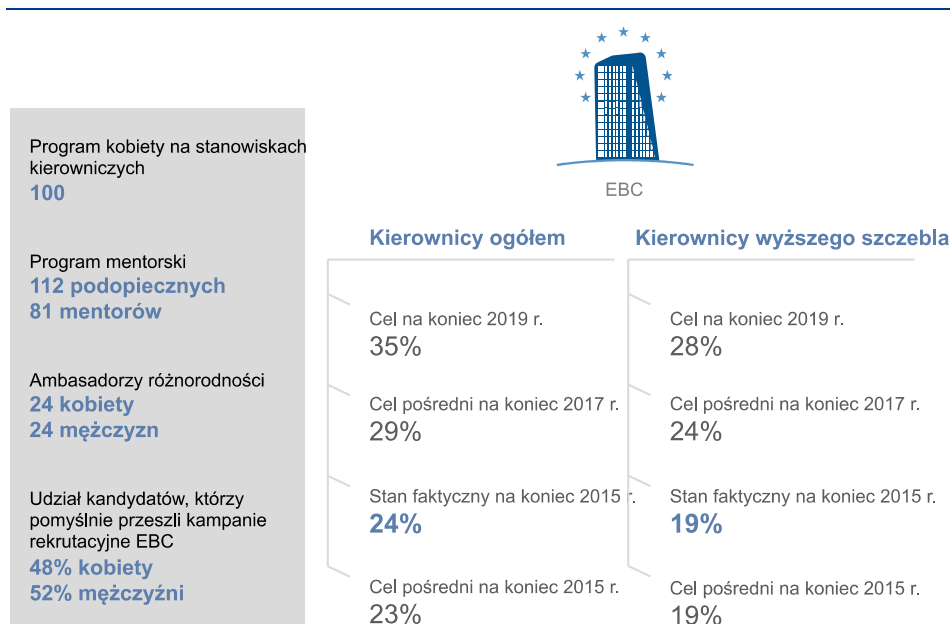
urlopowach wychowawczych przebywało 36 pracowników (wobec 29 na koniec 2014 r.). W 2015 r. około 846 pracowników korzystało z możliwości telepracy przynajmniej raz w miesiącu.

Rozwój zasobów ludzkich był nadal jednym z priorytetów EBC w zakresie zarządzania zasobami ludzkimi, realizowanym poprzez uruchomienie programu staży SSM, kontynuację rozszerzenia programów szkoleniowych oraz zobowiązanie w zakresie stałego i integracyjnego programu mentoringu w celu wspierania rozwoju kadry, która osiągnęła maksymalną stawkę wynagrodzenia oraz pomocy w osiąganiu przez organizację jej celów związanych z odpowiednią reprezentacją obu płci.

Po osiągnięciu udziału 24% kobiet na stanowiskach kierowniczych oraz 19% kobiet na stanowiskach kierowniczych wysokiego szczebla pod koniec 2014 r., EBC osiągnął swój cel pośredni w zakresie zapewnienia odpowiedniej reprezentacji obu płci, ustalony na koniec 2015 r. Od czasu wprowadzenia w czerwcu 2013 r. celów zapewnienia odpowiedniej reprezentacji obu płci (35% kobiet na stanowiskach kierowniczych średniego szczebla i 28% kobiet na stanowiskach kierowniczych wyższego szczebla do końca 2019 r.) oraz specjalnego planu działania w tym zakresie, temat różnorodności płci jest jednym z priorytetów EBC, ukierunkowanym na rozpoznawanie, rozwijanie i wspieranie talentów kobiet.

Schemat 6

Udział kobiet na stanowiskach kierowniczych.



Źródło: EBC.

O ile organizacja nieco się powiększyła, w 2015 r., z powodu rezygnacji z pracy lub przejścia na emeryturę, z EBC odeszło 53 pracowników zatrudnionych na czas określony lub nieokreślony (taka sama liczba jak w 2014 r.); w tym okresie wygasło też 217 umów krótkoterminowych.

Roczne sprawozdanie finansowe

2015

Sprawozdanie z działalności za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2015	A 2
Sprawozdanie finansowe EBC	A 18
Bilans na dzień 31 grudnia 2015	A 18
Rachunek zysków i strat za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2015	A 20
Zasady (polityka) rachunkowości	A 21
Noty objaśniające do bilansu	A 29
Instrumenty pozabilansowe	A 46
Noty objaśniające do rachunku zysków i strat	A 48
Raport biegłego rewidenta	A 55
Informacja o sposobie podziału zysku lub pokrycia straty	A 57

Sprawozdanie z działalności za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2015

1 Cel sprawozdania z działalności EBC

Sprawozdanie z działalności jest integralną częścią sprawozdania finansowego EBC. Przedstawia kontekst i ramy operacyjne działalności EBC oraz wpływ operacji EBC na jego sprawozdanie finansowe.

Sprawozdanie z działalności zawiera informacje o najważniejszych procesach związanych ze sporządzeniem sprawozdania finansowego EBC. Z uwagi na to, że działania i operacje EBC mają służyć realizacji celów polityki pieniężnej, jego wyniki finansowe należy rozpatrywać w powiązaniu z działaniami w zakresie tej polityki. Dlatego niniejsze sprawozdanie obejmuje także informacje o głównych ryzykach, na jakie narażony jest EBC, i wpływie jego operacji na te ryzyka, a także o zasobach finansowych EBC oraz wpływie jego głównych działań na sprawozdanie finansowe.

2 Główne cele i zadania

Podstawowym celem EBC jest utrzymanie stabilności cen. Jego główne zadania, określone w Statucie ESBC, obejmują: realizację polityki pieniężnej Unii Europejskiej, prowadzenie operacji walutowych, zarządzanie oficjalnymi rezerwami dewizowymi państw strefy euro oraz działanie na rzecz sprawnego funkcjonowania systemów płatności.

EBC odpowiada ponadto za efektywne i spójne działanie Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego (SSM), mające zapewnić ingerencyjny i skuteczny nadzór bankowy, który przyczyni się do bezpieczeństwa i dobrego stanu systemu bankowego oraz stabilności systemu finansowego Unii Europejskiej.

3 Główne procesy

W sporządzeniu rocznego sprawozdania finansowego EBC uczestniczy kilka kluczowych jednostek.

3.1 Mechanizmy kontrolne w jednostkach organizacyjnych

W ramach systemu kontroli wewnętrznej każda jednostka organizacyjna odpowiada za zarządzanie dotyczącym jej ryzykiem operacyjnym i wprowadzanie mechanizmów kontrolnych w celu zapewnienia skuteczności i efektywności swoich działań oraz

rzetelności informacji uwzględnianych w sprawozdaniu finansowym. Także kwestie budżetowe pozostają w większości w gestii poszczególnych pionów.

3.2 Procesy budżetowe

Dział Budżetu, Kontrolingu i Organizacji w Dyrekcji Generalnej Kadr, Budżetu i Organizacji¹ zajmuje się opracowaniem zasad dotyczących planów strategicznych oraz przygotowaniem i monitorowaniem tych planów w odniesieniu do zasobów EBC oraz związanego z tym budżetu operacyjnego. Wykonuje te zadania we współpracy z właściwymi pionami (z zachowaniem zasady rozdziału funkcji²), a ich wyniki są uwzględniane w rocznych programach prac poszczególnych działów. Dział Budżetu, Kontrolingu i Organizacji zajmuje się również kontrolą planowania i zasobów, a także opracowaniem analiz kosztów i korzyści oraz analiz inwestycyjnych na potrzeby przedsięwzięć prowadzonych przez EBC i ESBC. Wykonanie budżetu w zakresie wydatków jest regularnie monitorowane przez Zarząd³, który uwzględnia przy tym opinię Działu Budżetu, Kontrolingu i Organizacji, oraz przez Radę Prezesów wspieraną przez Komitet Budżetowy (BUCOM). Zgodnie z art. 15 regulaminu EBC Komitet Budżetowy wspiera Radę Prezesów przez ocenianie projektów budżetu rocznego EBC i wniosków Zarządu o dodatkowe środki budżetowe, przed przedstawieniem tych dokumentów do zatwierdzenia Radzie Prezesów.

3.3 Jednostki kontrolujące ryzyko finansowe

Dyrekcja ds. Zarządzania Ryzykiem opracowuje projekty zasad i procedur mających zapewnić odpowiedni poziom ochrony przed ryzykiem finansowym w odniesieniu do (a) Eurosystemu, w tym EBC, w zakresie operacji polityki pieniężnej oraz (b) EBC w zakresie zarządzania rezerwami walutowymi, zasobem złota i portfelem inwestycyjnym denominowanym w euro. Ponadto Dyrekcja ds. Zarządzania Ryzykiem ocenia obowiązujące w Eurosystemie ramy operacyjne polityki pieniężnej i kursowej pod kątem zarządzania ryzykiem i przedstawia propozycje ich ulepszenia. Z kolei Komitet ds. Zarządzania Ryzykiem, w którego skład wchodzi eksperci z banków centralnych należących do Eurosystemu, pomaga organom decyzyjnym w zapewnieniu Eurosystemowi odpowiedniej ochrony przez zarządzanie ryzykiem finansowym wynikającym z operacji rynkowych i kontrolowanie tego ryzyka, zarówno w kontekście operacji polityki pieniężnej Eurosystemu, jak i portfela rezerw dewizowych EBC. W odniesieniu do tych działań Komitet ds. Zarządzania Ryzykiem uczestniczy m.in. w monitorowaniu ryzyka finansowego oraz jego wycenie i wykazywaniu w bilansie Eurosystemu, a także w opracowaniu i weryfikacji odpowiednich metod i przepisów.

¹ W roku 2016 Dział Budżetu, Kontrolingu i Organizacji stanie się częścią nowo utworzonej Dyrekcji Generalnej ds. Budżetu i Finansów.

² Zasada rozdziału funkcji odnosi się do wymogu, by EBC wykonywał zadania nadzorcze bez uszczerbku dla zadań dotyczących polityki pieniężnej i pozostałych zadań oraz odrębnie od nich, określonego w rozporządzeniu w sprawie Jednolitego Mechanizmu Nadzorczego.

³ Od roku 2016 czynną rolę w monitorowaniu budżetów będzie także odgrywać nowo powołany Szef Służb.

3.4 Zarządzanie portfelami

EBC ma dwa rodzaje portfeli inwestycyjnych: portfel rezerw walutowych (w dolarach amerykańskich i jenach japońskich) oraz portfel inwestycyjny funduszy własnych (w euro). Ponadto środki związane z programami emerytalnymi EBC są inwestowane w ramach portfela zarządzanego przez podmiot zewnętrzny. Poza tym na potrzeby polityki pieniężnej EBC utrzymuje denominowane w euro papiery wartościowe nabyte w ramach programu dotyczącego rynków papierów wartościowych (SMP), programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP), programu skupu aktywów sektora publicznego (PSPP) i trzech programów skupu obligacji zabezpieczonych (CBPP1, CBPP2 i CBPP3).

3.5 Sporządzenie sprawozdania finansowego EBC

Roczne sprawozdanie finansowe EBC jest sporządzane przez Zarząd zgodnie z zasadami rachunkowości określonymi przez Radę Prezesów⁴.

Dział Sprawozdawczości i Polityki Finansowej w Dyrekcji Generalnej ds. Administracji⁵ odpowiada za sporządzenie rocznego sprawozdania finansowego, we współpracy z innymi pionami, oraz za terminowe udostępnienie całej związanej z nim dokumentacji niezależnemu biegłemu rewidentowi i organom decyzyjnym. Procesy sprawozdawczości finansowej i roczne sprawozdanie finansowe EBC mogą zostać poddane audytowi wewnętrznemu. Dyrekcja ds. Audytu Wewnętrznego działa zgodnie z międzynarodowymi standardami zawodowymi wydanymi przez Instytut Auditorów Wewnętrznych. Wszystkie jej sprawozdania wraz z ewentualnymi zaleceniami pokontrolnymi dla odpowiednich jednostek są składane Zarządowi.

Roczne sprawozdanie finansowe EBC jest ponadto badane przez niezależnego biegłego rewidenta, powołanego przez Radę UE na podstawie rekomendacji Rady Prezesów. Biegły rewident bada księgi rachunkowe i sprawozdanie finansowe EBC oraz ma pełny dostęp do wszystkich informacji o zawieranych przez bank transakcjach⁶. Zadaniem biegłego rewidenta jest wyrażenie opinii o tym, czy roczne sprawozdanie finansowe daje prawdziwy i rzetelny obraz sytuacji finansowej EBC i wyników jego działalności zgodnie z zasadami rachunkowości określonymi przez Radę Prezesów. W tym celu biegły rewident sprawdza, czy mechanizmy kontroli wewnętrznej zastosowane przy sporządzaniu i prezentacji rocznego sprawozdania finansowego były właściwe, oraz ocenia adekwatność przyjętych zasad rachunkowości.

Komitet EBC ds. Zarządzania Aktywami i Pasywami – w którego skład wchodzi przedstawiciele pionów operacji rynkowych, księgowości, sprawozdawczości finansowej i zarządzania ryzykiem oraz pionu budżetowego – systematycznie

⁴ Zob. opis zasad rachunkowości.

⁵ Od roku 2016 Dział Sprawozdawczości i Polityki Finansowej będzie częścią nowo utworzonej Dyrekcji Generalnej ds. Budżetu i Finansów.

⁶ W celu upewnienia opinii publicznej o niezależności biegłego rewidenta Europejskiego Banku Centralnego stosuje się zasadę pięcioletniej rotacji firm audytorskich.

monitoruje i ocenia wszystkie czynniki, które mogą wpływać na bilans oraz rachunek zysków i strat EBC. Komitet ten sprawdza roczne sprawozdanie finansowe i dokumentację towarzyszącą przed ich przedstawieniem Zarządowi do akceptacji.

Po zaakceptowaniu przez Zarząd, a przed zatwierdzeniem przez Radę Prezesów roczne sprawozdanie finansowe – wraz z opinią niezależnego biegłego rewidenta i kompletną dokumentacją towarzyszącą – jest przedstawiane do oceny Komitetowi ds. Audytu. Komitet ten wspiera Radę Prezesów w wypełnianiu jej obowiązków dotyczących m.in. rzetelności informacji finansowych i nadzoru nad kontrolą wewnętrzną. Komitet ds. Audytu sprawdza roczne sprawozdanie finansowe EBC i ocenia, czy daje ono prawdziwy i rzetelny obraz sytuacji oraz czy zostało sporządzone zgodnie z zatwierdzonymi zasadami rachunkowości. Ponadto analizuje wszelkie istotne kwestie związane z rachunkowością lub sprawozdawczością finansową Eurosystemu, które mogą wpływać na sprawozdanie finansowe EBC.

Roczne sprawozdanie finansowe EBC jest zatwierdzane przez Radę Prezesów w lutym każdego roku i publikowane natychmiast po zatwierdzeniu. Publikuje się je łącznie ze sprawozdaniem z działalności i skonsolidowanym bilansem rocznym Eurosystemu.

4 Zarządzanie ryzykiem

Zarządzanie ryzykiem, stanowiące niezwykle ważny element działalności EBC, polega na ciągłej identyfikacji, ocenie, redukcji i monitorowaniu ryzyka. Poniższa tabela przedstawia główne ryzyka, na jakie narażony jest EBC, ich źródła oraz stosowane strategie zarządzania ryzykiem.

Ryzyka ponoszone przez EBC

Kategoria	Podkategoria	Rodzaje ryzyka	Źródła ryzyka	Metody zarządzania
Ryzyka finansowe	Ryzyko kredytowe	Ryzyko niewykonania zobowiązań <i>Ryzyko strat finansowych spowodowanych niewywiązaniem się strony zobowiązanej (kontrahenta lub emitenta) w terminie ze zobowiązań finansowych.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Rezerwy dewizowe Portfel inwestycyjny w euro Papiery wartościowe na potrzeby polityki pieniężnej 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Kryteria kwalifikacji ✓ Ocena <i>due diligence</i> ✓ Limity ekspozycji ✓ Zabezpieczenia ✓ Dywersyfikacja ✓ Monitorowanie ryzyka finansowego
		Ryzyko migracji <i>Ryzyko strat finansowych z powodu zmiany cen aktywów finansowych w następstwie pogorszenia się ich jakości kredytowej lub obniżenia ratingu.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Rezerwy dewizowe Portfel inwestycyjny w euro 	
	Ryzyko rynkowe	Ryzyka kursowe i surowcowe <i>Ryzyko strat finansowych na (a) pozycjach denominowanych w walucie obcej, z powodu wahań kursów walutowych, lub (b) zasobach surowców, wskutek wahań cen rynkowych.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Rezerwy dewizowe Zasoby złota 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dywersyfikacja zasobów walut obcych i złota ✓ Różnice z wyceny złota i walut obcych ✓ Monitorowanie ryzyka finansowego
		Ryzyko stopy procentowej <i>Ryzyko strat finansowych wskutek niekorzystnych zmian stóp procentowych, prowadzących do (a) obniżenia się wyceny rynkowej instrumentów finansowych lub (b) pogorszenia się wyniku z tytułu odsetek.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Rezerwy dewizowe Portfel inwestycyjny w euro Papiery wartościowe na potrzeby polityki pieniężnej 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Zasady alokacji aktywów ✓ Aktualizacja wyceny cenowej ✓ Limity ryzyka rynkowego ✓ Monitorowanie ryzyka finansowego
	Ryzyko płynności	Ryzyko płynności <i>Ryzyko strat finansowych wskutek niemożności odpowiednio szybkiego upłynienia składnika aktywów po jego aktualnej cenie rynkowej.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Rezerwy dewizowe 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Zasady alokacji aktywów ✓ Limity płynności ✓ Monitorowanie ryzyka finansowego
Ryzyko operacyjne	Ryzyko operacyjne <i>Ryzyko negatywnych skutków finansowych, biznesowych lub reputacyjnych spowodowanych podjęciem lub zaniechaniem określonych działań, nieodpowiednimi zasobami ludzkimi lub nieodpowiednią polityką kadrową, niewłaściwym wprowadzeniem lub nieodpowiednim funkcjonowaniem zarządzania wewnętrznego i procesów biznesowych, nieodpowiednim funkcjonowaniem systemów, od których zależą te procesy, lub zdarzeniami zewnętrznymi (takimi jak kłęski żywiołowe lub atak z zewnątrz).</i>	<ul style="list-style-type: none"> Działania pracowników, zasoby ludzkie, polityka kadrowa Zarządzanie wewnętrzne i procesy biznesowe Systemy Zdarzenia zewnętrzne 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Identyfikacja, ocena, reagowanie, zgłaszanie i monitorowanie ✓ Wytyczne dotyczące tolerancji na ryzyko ✓ Matryca ryzyka ✓ Zarządzanie ciągłością działania 	

4.1 Ryzyka finansowe

Ryzyka finansowe wynikają z podstawowej działalności EBC i związanych z nią ekspozycji finansowych. EBC dokonuje alokacji aktywów oraz stosuje odpowiednie zasady dotyczące zarządzania ryzykiem i prowadzenia analiz *due diligence*, uwzględniając przeznaczenie poszczególnych portfeli i ekspozycji finansowych, a także preferencje swoich organów decyzyjnych w zakresie ryzyka.

Pomiaru ryzyka finansowych można dokonywać na różne sposoby. EBC stosuje własne techniki szacowania ryzyka, które opierają się na symulacji łącznego ryzyka rynkowego i kredytowego. Główne koncepcje, techniki modelowania i założenia stosowane do pomiaru ryzyka opierają się na standardach rynkowych. Aby uzyskać pełny obraz potencjalnych zdarzeń związanych z ryzykiem, które mogą mieć różną częstotliwość i różną wagę, EBC stosuje dwie miary statystyczne: wartość zagrożoną (*Value at Risk*, VaR) i oczekiwany niedobór (*Expected Shortfall*)⁷, obliczane dla różnych poziomów ufności. Jako objaśnienie i uzupełnienie statystycznych szacunków ryzyka prowadzi analizę wrażliwości i scenariuszy warunków skrajnych.

Na dzień 31 grudnia 2015 ryzyka finansowe, na jakie narażony jest EBC z tytułu posiadanych aktywów finansowych, mierzone metodą VaR przy 95-procentowym poziomie ufności (VaR95%) za okres jednego roku, wynosiły 10 mld EUR, czyli o 1,4 mld EUR więcej, niż szacowano na dzień 31 grudnia 2014. Zmiana wynika głównie ze wzrostu wartości rynkowej walutowych aktywów rezerwowych, czyli ekspozycji EBC na ryzyko kursowe, w następstwie aprecjacji dolara i jena wobec euro w 2015.

4.1.1 Ryzyko kredytowe

Środki kontroli i limity ryzyka stosowane przez EBC do wyznaczania ekspozycji na ryzyko kredytowe są różne dla różnych rodzajów operacji i odzwierciedlają cele strategiczne lub inwestycyjne poszczególnych portfeli oraz parametry ryzyka aktywów bazowych.

Ryzyko kredytowe związane z rezerwami walutowymi EBC jest minimalne, gdyż rezerwy te inwestuje się w aktywa o wysokiej jakości kredytowej.

Zasoby złota w posiadaniu EBC nie rodzą ryzyka kredytowego, gdyż złota nie pożyczają się osobom trzecim.

Portfel inwestycyjny denominowany w euro ma przede wszystkim zapewnić EBC dochody na pokrycie kosztów operacyjnych, przy zachowaniu zainwestowanego kapitału. W przypadku tego portfela stopa zwrotu ma zatem większe znaczenie dla alokacji aktywów i zasad kontroli ryzyka niż w przypadku rezerw walutowych. Niemniej związane z nim ryzyko kredytowe utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

Dzięki zastosowanym technikom zarządzania ryzykiem poziom ryzyka kredytowego wynikającego z papierów wartościowych utrzymywanych na potrzeby polityki

⁷ Wartość zagrożoną (VaR) definiuje się jako górny próg potencjalnej straty z tytułu portfela aktywów finansowych, który zgodnie z przyjętym modelem statystycznym nie zostanie przekroczony przy danej wartości prawdopodobieństwa (poziomie ufności) w danym okresie (horyzont ryzyka). Oczekiwany niedobór to spójna miara ryzyka, w której stosuje się ten sam horyzont i ten sam poziom ufności co przy obliczaniu wartości zagrożonej, ale ostrożniejsza niż VaR, gdyż mierzy średnią stratę ważoną prawdopodobieństwem, jaka może wystąpić przy najbardziej pesymistycznych scenariuszach przekraczających próg VaR. Stratę w tym kontekście definiuje się jako różnicę między wartością bilansową netto portfeli EBC na początek horyzontu a ich symulowaną wartością na koniec horyzontu.

pieniężnej mieści się w przyjętych granicach tolerancji. Ryzyko migracji związane z papierami nabytymi na potrzeby polityki pieniężnej nie wpływa bezpośrednio na sprawozdanie finansowe EBC, gdyż papiery te są wyceniane według zamortyzowanego kosztu z uwzględnieniem utraty wartości, czyli nie podlegają aktualizacji wyceny według cen rynkowych. Mogą być natomiast obciążone ryzykiem niewykonania zobowiązań kredytowych, a pogorszenie się ich jakości może wpływać na sprawozdanie finansowe EBC poprzez regularny proces analizy i ujmowania utraty wartości.

4.1.2 Ryzyko rynkowe

Głównymi rodzajami ryzyka rynkowego, na jakie EBC jest narażony w ramach zarządzania aktywami, są ryzyka kursowe i surowcowe (zmian ceny złota). EBC ponosi również ryzyko stopy procentowej.

Ryzyka kursowe i surowcowe

Dominujący udział w profilu ryzyka finansowego w EBC mają ryzyko kursowe i ryzyko surowcowe. Wynika to z wielkości rezerw walutowych (utrzymywanych głównie w dolarach amerykańskich) i zasobów złota, a także dużej zmienności kursów walutowych i ceny złota.

Z uwagi na znaczenie złota i rezerw walutowych dla swojej polityki EBC nie dąży do eliminacji tych ryzyk. Są one jednak ograniczane przez dywersyfikację zasobów różnych walut i złota.

Zgodnie z zasadami obowiązującymi w Eurosystemie różnice z wyceny złota i pozycji dolarowych, które na 31 grudnia 2015 wynosiły odpowiednio 11,9 mld EUR (2014: 12,1 mld EUR) oraz 10,6 mld EUR (2014: 6,2 mld EUR), mogą zostać w przyszłości wykorzystane do amortyzacji ewentualnych niekorzystnych zmian ceny złota i kursu dolara, tak aby ograniczyć lub nawet wyeliminować ich wpływ na rachunek zysków i strat EBC.

Ryzyko stopy procentowej

Portfel rezerw walutowych EBC i portfel inwestycyjny denominowany w euro są inwestowane głównie w papiery wartościowe o stałym dochodzie, które podlegają aktualizacji wyceny według cen rynkowych, czyli są narażone na ryzyko rynkowe wynikające ze zmian stóp procentowych. Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej związanym z wyceną rynkową polega na stosowaniu zasad alokacji aktywów i limitów ryzyka rynkowego, dzięki którym pozostaje ono pod kontrolą na poziomie odpowiadającym preferencjom EBC w zakresie relacji między ryzykiem a rentownością w odniesieniu do poszczególnych portfeli. Gdy porówna się portfele

o stałym dochodzie według zmodyfikowanego średniego okresu zwrotu⁸, różnice w preferencjach co do relacji między ryzykiem a stopą zwrotu powodują, że dla portfela inwestycyjnego denominowanego w euro okres ten jest dłuższy niż dla portfela rezerw walutowych.

W ciągu 2015 roku ryzyko stopy procentowej związane z wyceną rynkową, na jakie narażony jest EBC, było ograniczone.

Papiery wartościowe nabyte w ramach programu skupu aktywów (trzech programów CBPP, programu SMP, programu ABSPP i programu PSPP) są wyceniane według zamortyzowanego kosztu z uwzględnieniem utraty wartości, czyli nie podlegają aktualizacji wyceny według cen rynkowych. Tym samym zasoby tych papierów nie są narażone na ryzyko stopy procentowej związane z wyceną rynkową. Niemniej niedopasowanie między dochodem generowanym przez te papiery a kosztami z tytułu odpowiednich zobowiązań pod względem wrażliwości na zmiany stóp procentowych jest źródłem ryzyka stopy procentowej, które może niekorzystnie wpływać na wynik z tytułu odsetek. Ryzykiem tym zarządza się przez stosowanie zasad alokacji aktywów, w tym zasad i procedur gwarantujących, że zakupy będą prowadzone po odpowiednich cenach; dodatkowo ogranicza je istnienie nieoprocentowanych zobowiązań, a także ogólna struktura aktywów i pasywów w bilansie EBC. Ryzyko stopy procentowej związane z papierami wartościowymi nabytymi na potrzeby polityki pieniężnej wzrosło w ciągu 2015 roku, głównie z powodu zakupów w ramach programu PSPP. Oczekuje się jednak, że w nadchodzących latach łączny wynik z tytułu odsetek będzie dodatni, nawet gdyby zmaterializowały się najbardziej niekorzystne scenariusze dotyczące stóp procentowych (co nie wydaje się prawdopodobne).

4.1.3 Ryzyko płynności

Z uwagi na znaczenie euro jako jednej z głównych walut rezerwowych i rolę EBC jako banku centralnego, a także strukturę aktywów i pasywów, głównym źródłem narażenia EBC na ryzyko płynności są jego rezerwy walutowe, gdyż w razie potrzeby przeprowadzenia interwencji walutowej może być konieczne upłynnienie dużych kwot tych rezerw w krótkim terminie. Zarządzanie tym ryzykiem polega na takiej alokacji aktywów i stosowaniu takich limitów, aby wystarczająco duża część zasobów EBC była zainwestowana w aktywa, które można szybko upłynnić bez istotnej szkody dla ich ceny.

W ciągu 2015 roku profil ryzyka płynności w odniesieniu do portfeli EBC był zasadniczo stabilny.

⁸ Zmodyfikowany średni okres zwrotu (*modified duration*) to miara wrażliwości wartości portfeli na równoległe przesunięcia krzywych rentowności.

4.2 Ryzyko operacyjne

Główne cele systemu zarządzania ryzykiem operacyjnym w EBC obejmują: (a) przyczynianie się do wypełnienia misji i celów EBC oraz (b) ochronę jego reputacji i innych aktywów przed stratami, nadużyciami i szkodami.

W systemie zarządzania ryzykiem operacyjnym każdy pion odpowiada za identyfikację i ocenę własnego ryzyka operacyjnego, reagowanie na nie, informowanie o nim oraz jego monitorowanie, a także za mechanizmy kontroli ryzyka. Jednostki organizacyjne pełniące funkcje przekrojowe stosują mechanizmy kontrolne na poziomie całego banku, przy czym strategię reagowania na ryzyko i procedury jego akceptacji powinny być zgodne z ogólnymi zasadami tolerancji na ryzyko obowiązującymi w EBC. Zasady te są powiązane z matrycą, na której zestawia się wpływ ryzyka z prawdopodobieństwem jego wystąpienia (według kryteriów ilościowych i jakościowych).

Zasady postępowania w dziedzinie zarządzania ryzykiem operacyjnym i ciągłości działania opracowuje wyznaczona do tego komórka, która zapewnia także pomoc metodologiczną w tym zakresie jednostkom będącym właścicielem ryzyka i odpowiedzialnym za mechanizmy jego kontroli. Składa ona ponadto Komitetowi ds. Ryzyka Operacyjnego i Zarządowi roczne i doraźne sprawozdania na temat ryzyk operacyjnych oraz wspiera organy decyzyjne w nadzorze zwierzchnim nad zarządzaniem tymi ryzykami i mechanizmami ich kontroli. Poza tym koordynuje i realizuje program zapewnienia ciągłości działania, w tym prowadzi regularne testy i przeglądy odnośnych rozwiązań dotyczących działań EBC krytycznych z punktu widzenia czasu, a w razie poważnego zakłócenia działalności wspiera zespół zarządzania kryzysowego (wraz z jego jednostkami pomocniczymi) i odpowiednie pionki.

5 Zasoby finansowe

Kapitał

W związku z wprowadzeniem przez Litwę z dniem 1 stycznia 2015 wspólnej waluty Lietuvos bankas przekazał do EBC w tej dacie kwotę 43 mln EUR. W rezultacie na dzień 31 grudnia 2015 opłacony kapitał EBC wyniósł 7740 mln EUR. Szczegółowe informacje o kapitale przedstawiono w rocznym sprawozdaniu finansowym w nocie 15.1 „Kapitał”.

Rezerwa na ryzyka: kursowe, stopy procentowej, kredytowe i zmian ceny złota

Z uwagi na wysoki stopień narażenia na ryzyka finansowe wymienione w punkcie 4 EBC utrzymuje rezerwę na ryzyka: kursowe, stopy procentowej, kredytowe i zmian ceny złota. Poziom tej rezerwy i zasadność jej dalszego utrzymywania weryfikuje się

co roku z uwzględnieniem różnych czynników, w tym przede wszystkim wielkości zasobu aktywów obciążonych ryzykiem, stopnia materializacji ryzyka w bieżącym roku obrotowym, wyników przewidywanych na nadchodzący rok oraz oceny ryzyka obejmującej wyliczenie wartości zagrożonej (VaR) dla aktywów obciążonych ryzykiem, stosowanej konsekwentnie w kolejnych okresach. Wysokość rezerwy na ryzyko łącznie z kwotą ogólnego funduszu rezerwowego EBC nie może przekroczyć wysokości kapitału opłaconego przez krajowe banki centralne strefy euro.

Na dzień 31 grudnia 2014 rezerwa na ryzyka kursowe, stopy procentowej, kredytowe i zmian ceny złota wyniosła 7575 mln EUR. Z dniem 1 stycznia 2015 Lietuvos bankas wpłacił 45 mln EUR, w związku z czym wielkość tej rezerwy wzrosła do 7620 mln EUR. Kwota ta jest równa wysokości kapitału EBC opłaconego przez krajowe banki centralne ze strefy euro na 31 grudnia 2015.

Różnice z wyceny

Niezrealizowane zyski z tytułu złota, walut obcych i papierów wartościowych podlegające aktualizacji wyceny nie są wykazywane jako przychód w rachunku zysków i strat, lecz ujmowane bezpośrednio w bilansie EBC po stronie pasywów na koncie różnic z wyceny. Salda te mogą zostać wykorzystane do amortyzacji ewentualnych niekorzystnych zmian cen i kursów walutowych, stanowią więc bufor finansowy wzmacniający odporność EBC na związane z tym ryzyka.

Na koniec grudnia 2015 łączna kwota różnic z wyceny z tytułu złota, walut obcych i papierów wartościowych wynosiła 25,0 mld EUR⁹ (2014: 20,2 mld EUR). Więcej informacji można znaleźć w opisie zasad rachunkowości i nocie 14 do bilansu „Różnice z wyceny”.

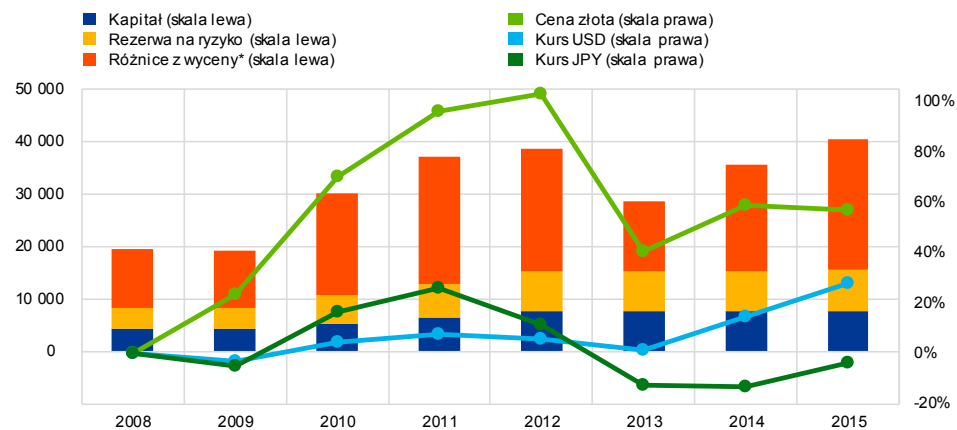
Na wykresie 1 przedstawiono, jak kształtowały się wyżej wymienione zasoby finansowe EBC oraz główne kursy walutowe i cena złota w latach 2008–2015. W okresie tym (a) wysokość opłaconego kapitału EBC wzrosła prawie dwukrotnie, głównie w wyniku decyzji Rady Prezesów z 2010 roku o podwyższeniu kapitału subskrybowanego, (b) wysokość rezerwy na ryzyko wzrosła do kwoty równej kapitałowi opłaconemu przez krajowe banki centralne ze strefy euro, zaś (c) poziom różnic z wyceny wykazywał znaczną zmienność, przede wszystkim wskutek wahań kursów walutowych i ceny złota.

⁹ Pozycja „Różnice z wyceny” obejmuje ponowną wycenę świadczeń po okresie zatrudnienia.

Wykres 1

Zasoby finansowe EBC, główne kursy walutowe i cena złota¹⁰ w latach 2008–2015

(mln EUR; zmiana procentowa wobec 2008)



* Łączna kwota różnic z wyceny złota, walut obcych i papierów wartościowych
Źródło: EBC.

¹⁰ Zmiany głównych kursów walutowych i ceny złota przedstawiono jako zmianę procentową w stosunku do poziomu na koniec 2008.

Wpływ głównych działań EBC na sprawozdanie finansowe

Poniższa tabela przedstawia główne operacje i funkcje realizowane przez EBC w ramach jego mandatu oraz ich wpływ na sprawozdanie finansowe.

Operacja lub funkcja	Wpływ na roczne sprawozdanie finansowe EBC
Operacje polityki pieniężnej	Standardowe operacje polityki pieniężnej są prowadzone w trybie zdecentralizowanym przez krajowe banki centralne należące do Eurosystemu, w związku z czym nie wpływają bezpośrednio na roczne sprawozdanie finansowe EBC.
Papiery wartościowe utrzymywane na potrzeby polityki pieniężnej (trzy CBPP, SMP, ABSPP i PSPP)	Papiery zakupione przez EBC są wykazywane w pozycji „Papiery wartościowe na potrzeby polityki pieniężnej”. Wycenia się je według zamortyzowanego kosztu i co najmniej raz w roku poddaje testowi na utratę wartości. Naliczone odsetki kuponowe oraz amortyzację premii lub dyskonta ujmuje się w rachunku zysków i strat ¹¹ .
Działalność inwestycyjna (zarządzanie rezerwami dewizowymi i funduszami własnymi)	Rezerwy dewizowe EBC są wykazywane w bilansie ¹² lub ujmowane pozabilansowo do dnia rozliczenia. Portfel funduszy własnych EBC jest wykazywany w bilansie, głównie w pozycji „Inne aktywa finansowe”. Wynik z tytułu odsetek, w tym naliczone odsetki kuponowe oraz amortyzację premii lub dyskonta, ujmuje się w rachunku zysków i strat ¹³ . Niezrealizowane straty cenowe i kursowe ponad wysokość ujętych wcześniej niezrealizowanych zysków oraz zrealizowane zyski i straty z tytułu sprzedaży papierów wartościowych także wykazywane są w rachunku zysków i strat ¹⁴ , natomiast niezrealizowane zyski są ujmowane w bilansie w pozycji „Różnice z wyceny”.
Systemy płatności (TARGET2)	Salda w ramach Eurosystemu pomiędzy krajowymi bankami centralnymi ze strefy euro a EBC wynikające z TARGET2 przedstawia się w bilansie EBC w ujęciu netto jako jedno saldo, po stronie aktywów lub pasywów. Odsetki od tych sald ujmuje się w rachunku zysków i strat w pozycjach „Pozostałe przychody z tytułu odsetek” i „Pozostałe koszty z tytułu odsetek”.
Obieg banknotów	Na EBC przypada 8% całkowitej wartości banknotów euro w obiegu. Udział ten jest zabezpieczony na należnościach od krajowych banków centralnych, oprocentowanych według stopy podstawowych operacji refinansujących. Odsetki te wykazuje się w rachunku zysków i strat w pozycji „Przychody z tytułu odsetek związane z przydziałem banknotów euro w ramach Eurosystemu”. Koszty międzynarodowego transportu banknotów euro z drukarni do krajowych banków centralnych (dostawy nowych banknotów) oraz między krajowymi bankami centralnymi (wyrównywanie niedoborów za pomocą zapasów) pokrywa centralnie EBC. Są one wykazywane w rachunku zysków i strat w pozycji „Usługi produkcji banknotów”.
Nadzór bankowy	Roczne koszty ponoszone przez EBC w związku z zadaniami nadzorczymi są przez niego odzyskiwane w rocznych opłatach nadzorczych pobieranych od nadzorowanych banków. Opłaty te są wykazywane w rachunku zysków i strat w pozycji „Wynik z tytułu opłat i prowizji”.

¹¹ W pozycjach „Pozostałe przychody z tytułu odsetek” i „Pozostałe koszty z tytułu odsetek”.

¹² Głównie w pozycjach „Złoto i należności w złocie”, „Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych”, „Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych” oraz „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych”.

¹³ Przychody związane z rezerwami walutowymi EBC są wykazywane w pozycji „Przychody z tytułu odsetek od dewizowych aktywów rezerwowych”, natomiast przychody i koszty odsetkowe dotyczące funduszy własnych w pozycjach „Pozostałe przychody z tytułu odsetek” i „Pozostałe koszty z tytułu odsetek”.

¹⁴ Głównie w pozycjach „Odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych” i „Zrealizowane zyski/straty z tytułu operacji finansowych”.

Wynik finansowy za rok 2015

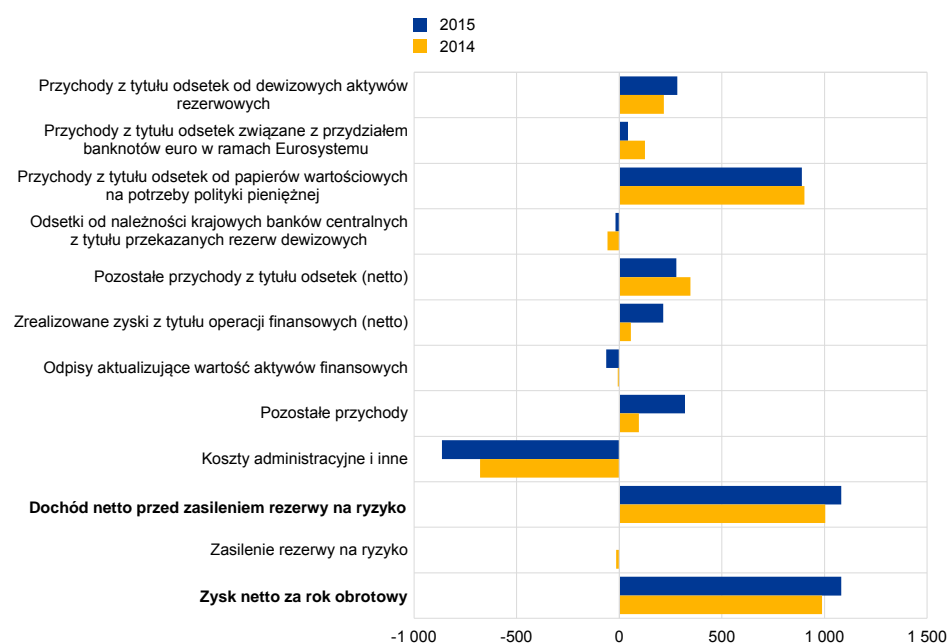
Zysk netto EBC za rok 2015 wyniósł 1082 mln EUR (2014: 989 mln EUR).

Na wykresie 2 przedstawiono pozycje rachunku zysków i strat EBC za rok 2015 w porównaniu z 2014.

Wykres 2

Pozycje rachunku zysków i strat EBC za lata 2015 i 2014

(mln EUR)



Źródło: EBC.

Najważniejsze kwestie

- Wynik z tytułu odsetek w 2015 obniżył się do 1475 mln EUR, z poziomu 1536 mln EUR w 2014. Przyczynił się do tego spadek przychodów odsetkowych z tytułu udziału EBC w łącznej wartości banknotów euro w obiegu (wynikający z niższej średniej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących w 2015), a także spadek przychodów odsetkowych z tytułu portfela funduszy własnych. Oddziaływanie tych spadków zostało częściowo zrównoważone przez (a) wzrost przychodów z tytułu odsetek od dewizowych aktywów rezerwowych, wynikający z aprecjacji dolara wobec euro oraz wyższych przychodów odsetkowych na portfelu papierów wartościowych denominowanych w dolarach amerykańskich, oraz (b) spadek kosztów odsetkowych związanych z należnościami krajowych banków centralnych ze strefy euro z tytułu dewizowych aktywów rezerwowych przekazanych do EBC.
- Przychody odsetkowe z tytułu papierów wartościowych zakupionych na potrzeby polityki pieniężnej minimalnie się obniżyły: z 903 mln EUR w 2014 do

890 mln EUR w 2015. Obniżenie się przychodów odsetkowych wskutek upływu terminu zapadalności papierów wartościowych nabytych w ramach programu SMP i pierwszych dwóch programów skupu obligacji zostało prawie całkowicie skompensowane przez przychody odsetkowe z tytułu rozszerzonego programu skupu aktywów¹⁵.

- Odpisy aktualizujące wartość aktywów finansowych zmniejszyły się w 2015 o 56 mln EUR, do 64 mln EUR, głównie z powodu ogólnego spadku cen rynkowych papierów wartościowych z portfela dolarowego.
- Łączne koszty administracyjne EBC, w tym amortyzacja, w 2015 wyniosły 864 mln EUR, wobec 677 mln EUR w 2014. Ich wzrost był spowodowany głównie rozpoczęciem amortyzacji głównej siedziby EBC oraz wyższymi kosztami poniesionymi w związku z Jednolitym Mechanizmem Nadzorczym. W 2015 koszty te zostały w całości pokryte przez opłaty nadzorcze nałożone na nadzorowane podmioty, podczas gdy w 2014 EBC odzyskał w ten sposób jedynie koszty poniesione w listopadzie i grudniu. W rezultacie pozostałe przychody w 2015 wzrosły do 320 mln EUR (2014: 96 mln EUR).

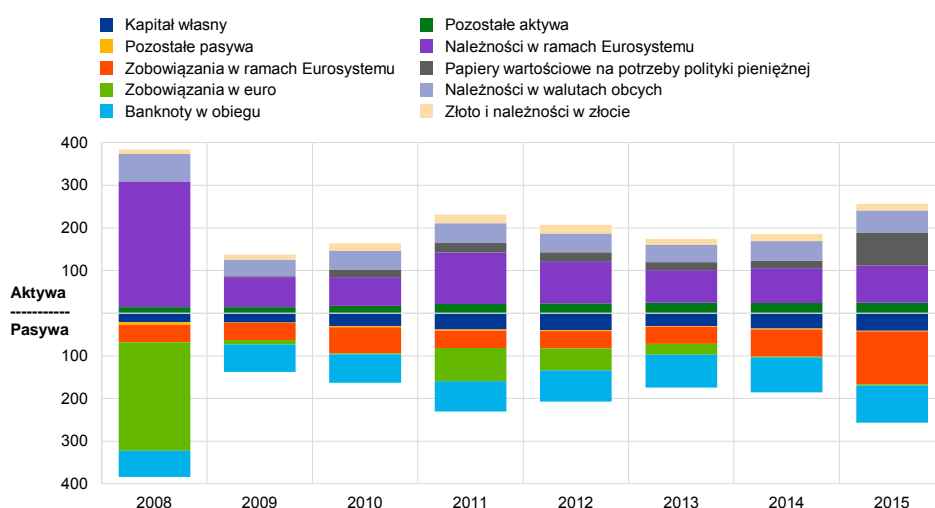
8 Sprawozdania finansowe EBC w długim okresie

Wykresy 3 i 4 przedstawiają, jak zmieniały się łączna wartość i pozycje składowe bilansu i rachunku zysków i strat EBC w latach 2008–2015.

Wykres 3

Zmiany bilansu EBC w latach 2008–2015¹⁶

(mld EUR)



Źródło: EBC.

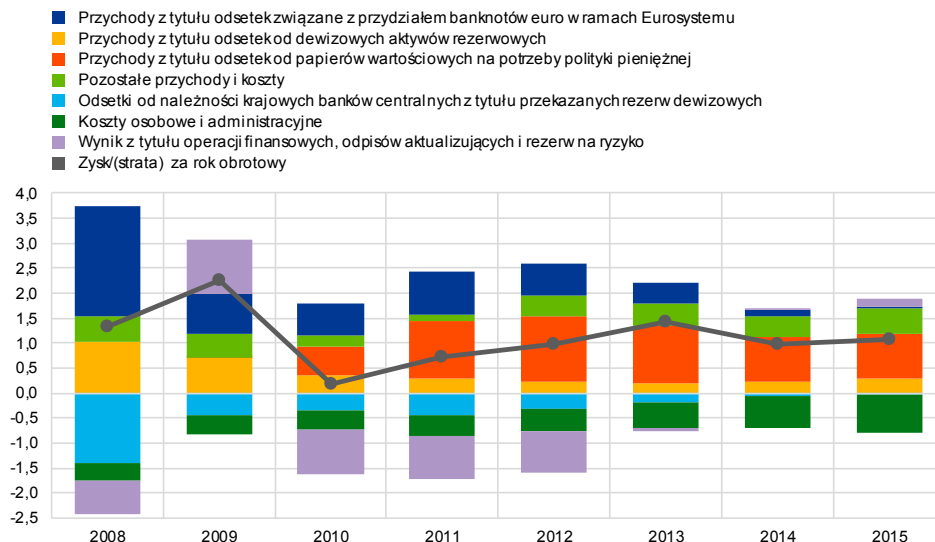
¹⁵ Rozszerzony program skupu aktywów (APP) obejmuje programy: CBPP3, ABSPP i PSPP. Więcej informacji o programie APP można znaleźć na [stronie internetowej EBC](#).

¹⁶ Wykres opiera się na wartościach na koniec roku.

Wykres 4

Zmiany rachunku zysków i strat EBC w latach 2008–2015

(mld EUR)



Źródło: EBC.

Zmniejszenie się sumy bilansowej w porównaniu z rokiem 2008 wynikało głównie z poprawy warunków finansowania w dolarach amerykańskich dla kontrahentów Eurosystemu i związanego z tym stopniowego ograniczania oferowanych przez Eurosystem operacji zasilających w płynność w dolarach. Znalazło to odzwierciedlenie w spadku należności EBC w ramach Eurosystemu i jego zobowiązań denominowanych w euro. Jednak w czwartym kwartale 2014 bilans EBC zaczął rosnąć w miarę nabywania obligacji zabezpieczonych i papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami w ramach programów CBPP3 i ABSPP. W 2015 bilans nadal rósł w związku z zakupami papierów wartościowych wyemitowanych przez rządy ze strefy euro po wprowadzeniu programu PSPP. Zakupy dokonane w ramach wszystkich tych programów były rozliczane poprzez konta w systemie TARGET2, w związku z czym spowodowały odpowiedni wzrost zobowiązań EBC w ramach Eurosystemu.

Na kształtowanie się zysku netto EBC w omawianym okresie wpływały następujące czynniki:

- Obniżyła się stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących, przez co znacznie zmalały dochody EBC z renty menniczej. Średnia stopa za 2015 wyniosła 0,05%, wobec 4% w 2008. W efekcie przychody odsetkowe z tytułu banknotów w obiegu spadły z 2,2 mld EUR w 2008 do 0,04 mld EUR w 2015.
- Rosła rezerwa na ryzyka: kursowe, stopy procentowej, kredytowe i zmian ceny złota, zwłaszcza w latach 2010–2012. W okresie tym przeniesiono do tej rezerwy w sumie 3,5 mld EUR, więc o tyle samo zmniejszył się zysk wykazany w rachunku zysków i strat.

- Stopniowo malały przychody z tytułu odsetek od dewizowych aktywów rezerwowych – z 1,0 mld EUR w 2008 do 0,2 mld EUR w 2013 – głównie z powodu spadku rentowności dolara amerykańskiego i wynikającego stąd obniżenia się przychodów odsetkowych z tytułu portfela dolarowego. W ciągu ostatnich dwóch lat trend ten się jednak odwrócił i w 2015 przychody te wyniosły 0,3 mld EUR.
- Przez ostatnich sześć lat przeciętnie 54% łącznych przychodów odsetkowych netto generowały papiery wartościowe nabyte w ramach programów skupu aktywów.
- W ciągu ostatnich dwóch lat tworzenie SSM i jego działalność przyczyniły się do znacznego wzrostu liczby pracowników i kosztów administracyjnych. Od listopada 2014 koszty z tego tytułu są jednak refundowane przez opłaty pobierane od nadzorowanych podmiotów.

Sprawozdanie finansowe EBC

Bilans na dzień 31 grudnia 2015

AKTYWA	NR NOTY	2015 EUR	2014 EUR
Złoto i należności w zlocie	1	15 794 976 324	15 980 317 601
Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych	2		
Należności od MFW	2.1	714 825 534	669 336 060
Środki na rachunkach w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, kredyty zagraniczne i inne aktywa zagraniczne	2.2	49 030 207 257	43 730 904 005
		49 745 032 791	44 400 240 065
Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	2.2	1 862 714 832	1 783 727 949
Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro	3	52 711 983	2 120 620
Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro	4		
Papiery wartościowe na potrzeby polityki pieniężnej	4.1	77 808 651 858	17 787 948 367
Należności w ramach Eurosystemu	5		
Należności z tytułu przydziału banknotów euro w ramach Eurosystemu	5.1	86 674 472 505	81 322 848 550
Pozostałe aktywa	6		
Środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne	6.1	1 263 646 830	1 249 596 659
Inne aktywa finansowe	6.2	20 423 917 583	20 626 359 858
Różnice z wyceny instrumentów pozabilansowych	6.3	518 960 866	319 624 726
Rozliczenia międzyokresowe	6.4	1 320 068 350	725 224 031
Pozycje różne	6.5	1 180 224 603	1 092 627 246
		24 706 818 232	24 013 432 520
Aktywa razem		256 645 378 525	185 290 635 672

PASYWA	NR NOTY	2015 EUR	2014 EUR
Banknoty w obiegu	7	86 674 472 505	81 322 848 550
Zobowiązania wobec innych rezydentów strefy euro w euro	8		
Pozostałe zobowiązania	8.1	1 026 000 000	1 020 000 000
Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro	9	2 330 804 192	900 216 447
Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych	10		
Depozyty, salda na rachunkach, pozostałe zobowiązania	10.1	0	458 168 063
Zobowiązania w ramach Eurosystemu	11		
Zobowiązania stanowiące równowartość przekazanych rezerw dewizowych	11.1	40 792 608 418	40 553 154 708
Pozostałe zobowiązania w ramach Eurosystemu (netto)	11.2	83 083 520 309	23 579 372 965
		123 876 128 727	64 132 527 673
Pozostałe pasywa	12		
Różnice z wyceny instrumentów pozabilansowych	12.1	392 788 148	178 633 615
Rozliczenia międzyokresowe	12.2	95 543 989	96 191 651
Pozycje różne	12.3	891 555 907	869 549 503
		1 379 888 044	1 144 374 769
Rezerwy celowe	13	7 703 394 185	7 688 997 634
Różnice z wyceny	14	24 832 823 174	19 937 644 696
Kapitał i rezerwy kapitałowe	15		
Kapitał	15.1	7 740 076 935	7 697 025 340
Zysk za rok bieżący		1 081 790 763	988 832 500
Pasywa razem		256 645 378 525	185 290 635 672

Rachunek zysków i strat za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2015

	NR NOTY	2015 EUR	2014 EUR
Przychody z tytułu odsetek od dewizowych aktywów rezerwowych	22.1	283 205 941	217 003 159
Przychody z tytułu odsetek związane z przydziałem banknotów euro w ramach Eurosystemu	22.2	41 991 105	125 806 228
Pozostałe przychody z tytułu odsetek	22.4	2 168 804 955	2 512 243 088
<i>Przychody z tytułu odsetek</i>		<i>2 494 002 001</i>	<i>2 855 052 475</i>
Odsetki od należności krajowych banków centralnych z tytułu przekazanych rezerw dewizowych	22.3	(17 576 514)	(57 015 146)
Pozostałe koszty z tytułu odsetek	22.4	(1 001 272 846)	(1 262 336 836)
<i>Koszty z tytułu odsetek</i>		<i>(1 018 849 360)</i>	<i>(1 319 351 982)</i>
Wynik z tytułu odsetek	22	1 475 152 641	1 535 700 493
Zrealizowane zyski/straty z tytułu operacji finansowych	23	214 433 730	57 260 415
Odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych	24	(64 053 217)	(7 863 293)
Zmiana stanu rezerw na ryzyka: kursowe, stopy procentowej, kredytowe i zmian ceny złota		0	(15 009 843)
Wynik netto z tytułu operacji finansowych, odpisów aktualizujących i rezerw na ryzyko		150 380 513	34 387 279
Wynik z tytułu opłat i prowizji	25, 26	268 332 261	28 158 654
Przychody z tytułu akcji i udziałów	27	908 109	780 935
Pozostałe przychody	28	51 023 378	67 253 502
Przychody netto ogółem		1 945 796 902	1 666 280 863
Koszty osobowe	29	(440 844 142)	(301 142 390)
Koszty administracyjne	30	(351 014 617)	(353 579 537)
Amortyzacja środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych		(64 017 361)	(15 312 728)
Usługi produkcji banknotów	31	(8 130 019)	(7 413 708)
Zysk za rok bieżący		1 081 790 763	988 832 500

Frankfurt nad Menem, 9 lutego 2016

Europejski Bank Centralny

Mario Draghi
Prezes

Zasady (polityka) rachunkowości¹⁷

Format i prezentacja sprawozdania finansowego

Sprawozdanie finansowe EBC opracowano w taki sposób, by rzetelnie przedstawiało sytuację finansową EBC oraz wyniki jego działalności. Sprawozdanie finansowe sporządzono zgodnie z niżej opisanymi zasadami (polityką) rachunkowości¹⁸, uznanymi przez Radę Prezesów EBC za właściwe z uwagi na charakter działalności banku centralnego.

Podstawowe zasady rachunkowości

Zastosowano następujące podstawowe zasady rachunkowości: zasadę rzeczywistości gospodarczej i przejrzystości, ostrożności, ujęcia zdarzeń następujących po dniu bilansowym, istotności, kontynuacji działania, memoriału, spójności i porównywalności.

Ujmowanie aktywów i zobowiązań

Aktywa i zobowiązania ujmuje się w bilansie, gdy uprawdopodobni się otrzymanie lub przekazanie przez EBC przyszłych korzyści ekonomicznych z ich tytułu, zasadniczo wszystkie związane z nimi ryzyka i korzyści zostały przeniesione na EBC, a koszt wytworzenia lub wartość aktywów bądź wysokość zobowiązań można wiarygodnie ustalić.

Podstawa sporządzenia sprawozdania finansowego

Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone zgodnie z zasadą kosztu historycznego, zmodyfikowaną w celu uwzględnienia rynkowej wyceny rynkowych papierów wartościowych (oprócz przeznaczonych na potrzeby polityki pieniężnej), złota oraz wszystkich pozostałych aktywów i zobowiązań – zarówno bilansowych, jak i pozabilansowych – w walutach obcych.

Transakcje dotyczące aktywów i zobowiązań finansowych są ujęte w sprawozdaniu według daty rozliczenia.

Transakcje na instrumentach finansowych w walutach obcych, z wyjątkiem transakcji spot na papierach wartościowych, wykazuje się pozabilansowo na dzień transakcji.

¹⁷ Szczegółowe zasady rachunkowości EBC określa decyzja EBC/2010/21 z dnia 11 listopada 2010, Dz.U. L 35 z 9.2.2011, s. 1, której ostatnią nowelizacją stanowi decyzja EBC/2015/26 z 2 lipca 2015, Dz.U. L 193 z 21.7.2015, s. 134.

¹⁸ Zasady te są zgodne z przepisem art. 26 ust. 4 Statutu ESBC, zawierającym wymóg stosowania ujednoliconego podejścia do zasad rachunkowości i sprawozdawczości finansowej w zakresie operacji Eurosystemu.

W dacie rozliczenia zapisy pozabilansowe są odwracane, a transakcje ujmowane w bilansie. Zakup i sprzedaż walut obcych wpływają na pozycję walutową netto na dzień transakcji; zrealizowane zyski i straty ze sprzedaży również oblicza się na datę transakcji. Narosłe odsetki, premie i dyskonto dotyczące instrumentów finansowych w walutach obcych są obliczane i ujmowane codziennie, oraz codziennie uwzględniane w pozycji walutowej.

Aktywa i zobowiązania w złocie i walutach obcych

Aktywa i zobowiązania w walutach obcych przelicza się na euro po kursie obowiązującym na dzień bilansowy. Przychody i koszty przelicza się według kursu obowiązującego na dzień ujęcia. Aktualizację wyceny aktywów i zobowiązań w walutach obcych, 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 według kursów walutowych.

Złoto wycenia się po cenie rynkowej obowiązującej na koniec roku obrotowego. Nie stosuje się rozróżnienia pomiędzy różnicami z wyceny cenowej i kursowej złota. Przeprowadza się tylko jedną wycenę na podstawie ceny uncji złota wyrażonej w euro, która dla roku zakończony 31 grudnia 2015 została wyprowadzona z kursu euro do dolara amerykańskiego na dzień 31 grudnia 2015.

Specjalne prawa ciągnięcia (SDR) są zdefiniowane jako koszyk walut. Na potrzeby wyceny zasobów SDR w posiadaniu EBC ich wartość obliczono jako ważoną sumę kursów czterech głównych walut (dolara amerykańskiego, euro, jena japońskiego i funta szterlinga) w przeliczeniu na euro na dzień 31 grudnia 2015.

Papiery wartościowe

Papiery wartościowe na potrzeby polityki pieniężnej

Papiery wartościowe utrzymywane na potrzeby polityki pieniężnej są wyceniane według zamortyzowanego kosztu z uwzględnieniem utraty wartości.

Pozostałe papiery wartościowe

Rynkowe papiery wartościowe (oprócz przeznaczonych na potrzeby polityki pieniężnej) i równorzędne aktywa wycenia się pojedynczo: albo po średnich cenach rynkowych, albo według odpowiedniej krzywej dochodowości na dzień bilansowy. Na potrzeby wyceny nie wydziela się opcji wbudowanych w papiery wartościowe. W roku obrotowym zakończonym 31 grudnia 2015 zastosowano średnie ceny rynkowe z 30 grudnia 2015. Niepłynne akcje i udziały wycenia się po koszcie z uwzględnieniem utraty wartości.

Ustalanie wyniku finansowego

Przychody i koszty ujmuje się w okresie, w którym zostały osiągnięte lub poniesione¹⁹. Zrealizowane zyski i straty ze sprzedaży walut obcych, złota i papierów wartościowych ujmuje się w rachunku zysków i strat, a oblicza według średniego kosztu tych aktywów.

Niezrealizowane zyski nie są ujmowane jako przychody, lecz przenoszone bezpośrednio na konto różnic z wyceny.

Niezrealizowane straty wykazuje się w rachunku zysków i strat, jeżeli na koniec roku ich kwota przekracza wcześniejsze zyski z wyceny ujęte na odpowiednim koncie różnic z wyceny. Niezrealizowane straty z tytułu określonego papieru wartościowego, waluty lub złota nie podlegają kompensacie z niezrealizowanymi zyskami z tytułu innych papierów wartościowych, walut lub złota. W wypadku gdy niezrealizowana strata na takiej pozycji jest wykazywana w rachunku zysków i strat, średni koszt tej pozycji zostaje obniżony do wysokości kursu lub ceny rynkowej na koniec roku. Niezrealizowane straty z tytułu swapów procentowych ujęte w rachunku zysków i strat na koniec roku podlegają rozliczeniu w kolejnych latach.

Straty z tytułu utraty wartości wykazuje się w rachunku zysków i strat i nie odwraca się ich w kolejnych latach, chyba że utrata wartości się zmniejszyła, a zmniejszenie to można powiązać z konkretnym zdarzeniem, które nastąpiło po początkowym ujęciu utraty wartości.

Premię i dyskonto z tytułu zakupionych papierów wartościowych oblicza się i ujmuje w przychodach z tytułu odsetek, zaś amortyzuje do upływu terminu zapadalności tych papierów.

Transakcje odwracalne

Transakcje odwracalne to operacje, w których EBC kupuje lub sprzedaje aktywa na podstawie umów 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 od kontrahenta w określonym terminie i po uzgodnionej cenie. Umowy repo wykazuje się w pasywach bilansu jako zabezpieczone depozyty. Papiery wartościowe sprzedane 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 kontrahentowi w określonym terminie i po uzgodnionej cenie. Umowy

¹⁹ W odniesieniu do rozliczeń międzyokresowych i rezerw celowych z tytułu kosztów administracyjnych stosuje się minimalny próg 100 000 EUR.

reverse repo wykazuje się w aktywach bilansu jako zabezpieczone pożyczki, ale nie uwzględnia się ich w zasobach papierów wartościowych EBC.

Transakcje odwracalne (w tym pożyczki papierów wartościowych) dokonywane w ramach programu automatycznych pożyczek papierów wartościowych ujmują się w bilansie jedynie wówczas, gdy na rachunku EBC zostało złożone zabezpieczenie w gotówce. W 2015 roku EBC nie otrzymał takiego zabezpieczenia.

Instrumenty pozabilansowe

Przy obliczaniu zysków i strat z tytułu różnic kursowych w pozycji walutowej netto uwzględnia się instrumenty walutowe, tj. walutowe transakcje forward, terminowe części swapów walutowych i inne instrumenty polegające na wymianie jednej waluty na inną w przyszłym terminie.

Aktualizację wyceny instrumentów na stopy procentowe przeprowadza się dla każdego instrumentu oddzielnie. Dienne zmiany wysokości zmiennego depozytu, który zabezpiecza otwarte kontrakty futures na stopy procentowe, oraz swapy procentowe rozliczane za pośrednictwem partnera centralnego ujmują się w rachunku zysków i strat. Transakcje forward na papierach wartościowych i swapy procentowe nierozliczane przez partnera centralnego 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 zobowiązań koryguje się o zdarzenia zaistniałe między dniem bilansowym a dniem, w którym Zarząd zezwala na przekazanie rocznego sprawozdania finansowego EBC Radzie Prezesów do zatwierdzenia, jeżeli zdarzenia te mają istotny wpływ na stan aktywów lub pasywów na dzień bilansowy.

Ważne zdarzenia po dniu bilansowym, które nie wpływają na stan aktywów i pasywów na dzień bilansowy, ujawnia się w notach do sprawozdania finansowego.

Salda w ramach ESBC / salda w ramach Eurosystemu

Salda w ramach ESBC wynikają przede wszystkim z płatności transgranicznych w obrębie UE rozliczanych w euro w pieniądzu banku centralnego. Transakcje te są w większości inicjowane przez podmioty prywatne (tj. instytucje kredytowe, przedsiębiorstwa i osoby fizyczne). Rozliczane są w systemie TARGET2 (system transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym) i powodują powstanie sald wzajemnych rozliczeń na rachunkach banków centralnych UE w tym systemie. Salda te są codziennie kompensowane, a następnie przenoszone na EBC, dzięki czemu na koniec dnia każdy krajowy bank centralny ma tylko jedno saldo wzajemnych rozliczeń – wobec

EBC. Saldo to w księgach EBC reprezentuje należność lub zobowiązanie netto poszczególnych krajowych banków centralnych wobec reszty ESBC. Salda w ramach Eurosystemu między krajowymi bankami centralnymi ze strefy euro a EBC wynikające z TARGET2, podobnie jak inne salda w ramach Eurosystemu denominowane w euro (np. tymczasowy podział zysku między krajowe banki centralne), przedstawia się w bilansie EBC w ujęciu netto jako jedno saldo, po stronie aktywów lub pasywów, i wykazuje w pozycji „Pozostałe należności w ramach Eurosystemu (netto)” lub „Pozostałe zobowiązania w ramach Eurosystemu (netto)”. Salda w ramach ESBC pomiędzy krajowymi bankami centralnymi spoza strefy euro a EBC wynikające z uczestnictwa w systemie TARGET2²⁰ wykazuje się w pozycji „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”.

Salda w ramach Eurosystemu wynikające z przydziału banknotów euro w Eurosystemie wykazuje się w ujęciu netto jako jedno saldo aktywów w pozycji „Należności z tytułu przydziału banknotów euro w ramach Eurosystemu” (zob. punkt „Banknoty w obiegu” w opisie zasad rachunkowości).

Salda w ramach Eurosystemu wynikające z przekazania do EBC dewizowych aktywów rezerwowych przez krajowe banki centralne przystępujące do Eurosystemu są denominowane w euro i wykazywane w pozycji „Zobowiązania stanowiące równowartość przekazanych rezerw dewizowych”.

Ujęcie księgowe aktywów trwałych

Aktywa trwałe, w tym wartości niematerialne i prawne, ale z wyłączeniem gruntów i dzieł sztuki, wycenia się według kosztu pomniejszonego o amortyzację. Grunty i dzieła sztuki wycenia się według kosztu. Na potrzeby amortyzacji głównej siedziby EBC koszty przypisuje się do właściwych pozycji składowych aktywów, które będą amortyzowane przez przewidywany okres ich użytkowania. Amortyzację nalicza się metodą liniową za przewidywany okres użytkowania składnika aktywów, począwszy od następnego kwartału po przekazaniu go do użytkowania. Do głównych kategorii aktywów stosuje się następujące okresy użytkowania:

Budynki	20, 25 lub 50 lat
Instalacje techniczne	10 lub 15 lat
Urządzenia techniczne	4, 10 lub 15 lat
Komputery, związane z nimi oprogramowanie i sprzęt oraz pojazdy mechaniczne	4 lata
Meble	10 lat

Okres amortyzacji kapitalizowanych nakładów remontowych dotyczących obecnie wynajmowanych obiektów koryguje się w celu uwzględnienia zdarzeń mających wpływ na przewidywany okres użytkowania danego składnika aktywów.

²⁰ Na dzień 31 grudnia 2015 w systemie TARGET2 uczestniczyły następujące banki centralne: Българска народна банка (Narodowy Bank Bułgarski), Danmarks Nationalbank, Narodowy Bank Polski i Banca Națională a României.

Aktywa trwałe o koszcie początkowym poniżej 10 000 EUR są odpisywane w koszty w roku nabycia.

Aktywa trwałe, które spełniają kryteria kapitalizacji, ale są jeszcze w trakcie budowy lub opracowania, ujmuje się w pozycji „Środki trwałe w budowie”. Po przekazaniu tych aktywów do użytkowania związane z nimi koszty zostają przeksięgowane do odpowiednich pozycji aktywów trwałych.

Programy emerytalne EBC, inne świadczenia po okresie zatrudnienia i pozostałe świadczenia długoterminowe

EBC prowadzi dla swoich pracowników, członków Zarządu i zatrudnianych przez siebie członków Rady ds. Nadzoru programy określonych świadczeń.

Program emerytalny dla pracowników jest finansowany z aktywów ulokowanych w długoterminowym funduszu świadczeń pracowniczych. Obowiązkowe składki odprowadzane przez EBC i pracowników wynoszą odpowiednio 19,5% i 6,7% podstawy wynagrodzenia i są uwzględniane w filarze o określonych świadczeniach. W celu uzyskania dodatkowych świadczeń pracownicy mogą odprowadzać dobrowolnie dodatkowe składki w ramach filaru o określonej składce²¹. Wielkość dodatkowych świadczeń zależy od kwoty dobrowolnych składek oraz uzyskanego z nich zwrotu.

W odniesieniu do świadczeń po okresie zatrudnienia i pozostałych świadczeń długoterminowych na rzecz członków Zarządu i zatrudnianych przez EBC członków Rady ds. Nadzoru stosuje się rozwiązanie bez wydzielonej puli aktywów. W przypadku pracowników rozwiązanie bez wydzielonej puli aktywów stosuje się do świadczeń po okresie zatrudnienia innych niż emerytalne i pozostałych świadczeń długoterminowych.

Zobowiązanie netto z tytułu określonych świadczeń

Zobowiązanie z tytułu programu określonych świadczeń wykazane w bilansie w pozycji „Pozostałe pasywa” to wartość bieżąca zobowiązania z tytułu określonych świadczeń na dzień bilansowy pomniejszona o wartość godziwą aktywów programu, z których finansowane jest to zobowiązanie.

Wysokość zobowiązania z tytułu określonych świadczeń jest obliczana co roku przez niezależnego aktuarium metodą prognozowanych uprawnień jednostkowych. Wartość bieżącą tego zobowiązania oblicza się przez zdyskontowanie szacowanych przyszłych przepływów pieniężnych stopą określoną na podstawie rynkowej rentowności – na dzień bilansowy – obligacji korporacyjnych w euro o wysokiej

²¹ Zgromadzone przez pracownika środki z dobrowolnych składek mogą zostać przez niego wykorzystane w momencie przejścia na emeryturę do nabycia dodatkowej emerytury. Od tego momentu emerytura ta będzie włączona do zobowiązania z tytułu określonych świadczeń.

jakości, których termin wykupu jest zbliżony do terminu realizacji odnośnego zobowiązania emerytalnego.

Zyski i straty aktuarialne mogą powstać w wyniku późniejszych korekt, gdy faktyczne wyniki różnią się od założeń aktuarialnych – lub wskutek zmian tych założeń.

Koszty netto z tytułu określonych świadczeń

Koszty netto z tytułu określonych świadczeń dzieli się na składniki wykazywane w rachunku zysków i strat oraz ponowną wycenę świadczeń po okresie zatrudnienia ujmowaną w bilansie w pozycji „Różnice z wyceny”.

Kwota netto obciążająca rachunek zysków i strat obejmuje:

- (a) koszty bieżącego zatrudnienia dotyczące określonych świadczeń naliczonych za rok obrotowy;
- (b) odsetki netto według stopy dyskontowej od zobowiązania netto z tytułu określonych świadczeń;
- (c) ponowną wycenę dotyczącą pozostałych świadczeń długoterminowych, ujętą w całości.

Kwota netto ujęta w pozycji „Różnice z wyceny” obejmuje następujące pozycje:

- (a) zyski i straty aktuarialne dotyczące zobowiązania z tytułu określonych świadczeń;
- (b) faktyczny zwrot z aktywów programu, z wyłączeniem kwot uwzględnionych w odsetkach netto od zobowiązania netto z tytułu określonych świadczeń;
- (c) wszelkie zmiany wysokości pułapu aktywów, z wyłączeniem kwot uwzględnionych jako odsetki netto od zobowiązania netto z tytułu określonych świadczeń.

Kwoty te są co roku wyceniane przez niezależnego aktuarium, tak aby zobowiązanie zostało ujęte w sprawozdaniu finansowym we właściwej wysokości.

Banknoty w obiegu

Emisję banknotów euro prowadzi Eurosystem, czyli EBC i krajowe banki centralne ze strefy euro²². Łączna wartość banknotów euro w obiegu jest rozdzielana między

²² Decyzja EBC/2010/29 z dnia 13 grudnia 2010 w sprawie emisji banknotów euro (wersja przekształcona), Dz.U. L 35 z 9.2.2011, s. 26, z późniejszymi zmianami.

banki centralne z Eurosystemu w ostatnim dniu roboczym każdego miesiąca zgodnie z kluczem przydziału banknotów²³.

Udział EBC wynosi 8% łącznej wartości banknotów euro w obiegu, jest wykazywany w bilansie w pozycji pasywów „Banknoty w obiegu” i zabezpieczony na należnościach od krajowych banków centralnych. Należności te są oprocentowane²⁴, a wykazuje się je w pozycji „Należności w ramach Eurosystemu” jako „Należności z tytułu przydziału banknotów euro w ramach Eurosystemu” (zob. punkt „Salda w ramach ESBC / salda w ramach Eurosystemu” w opisie zasad rachunkowości). Przychody z tytułu odsetek od tych należności wykazuje się w rachunku zysków i strat w pozycji „Przychody z tytułu odsetek związane z przydziałem banknotów euro w ramach Eurosystemu”.

Tymczasowy podział zysku

Kwota równa sumie dochodu EBC z tytułu banknotów euro w obiegu i dochodu z tytułu papierów wartościowych na potrzeby polityki pieniężnej zakupionych w ramach (a) programu dotyczącego rynków papierów wartościowych, (b) trzeciego programu skupu obligacji zabezpieczonych, (c) programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami oraz (d) programu skupu aktywów sektora publicznego jest należna krajowym bankom centralnym ze strefy euro w roku obrotowym, w którym została naliczona. O ile Rada Prezesów nie zdecyduje inaczej, EBC rozdziela tę kwotę w styczniu następnego roku w formie tymczasowego podziału zysku²⁵. Podziałowi podlega cała kwota, chyba że przewyższa zysk netto EBC za dany rok, i z zastrzeżeniem ewentualnych decyzji Rady Prezesów o zasileniu rezerwy na ryzyka: kursowe, stopy procentowej, kredytowe i zmian ceny złota. Rada Prezesów może też zdecydować o obciążeniu dochodu z tytułu banknotów euro w obiegu kosztami poniesionymi przez EBC w związku z emisją i obsługą tych banknotów.

Inne 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.

Rada UE, zgodnie z art. 27 Statutu ESBC i na podstawie rekomendacji Rady Prezesów EBC, zatwierdziła wybór firmy Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft na niezależnego biegłego rewidenta EBC na okres pięciu lat, do końca roku obrotowego 2017.

²³ „Klucz przydziału banknotów” oznacza wartości procentowe wynikające z uwzględnienia udziału EBC w łącznej wartości emisji banknotów euro i zastosowania klucza kapitałowego do udziału krajowych banków centralnych w tej łącznej wartości.

²⁴ Decyzja EBC/2010/23 z dnia 25 listopada 2010 w sprawie podziału dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych państw członkowskich, których walutą jest euro (wersja przekształcona), Dz.U. L 35 z 9.2.2011, s. 17, z późniejszymi zmianami.

²⁵ Decyzja EBC (UE) 2015/298 z dnia 15 grudnia 2014 w sprawie tymczasowego podziału dochodu EBC (wersja przekształcona) (EBC/2014/57), Dz.U. L 53 z 25.2.2015, s. 24, z późniejszymi zmianami.

Noty objaśniające do bilansu

1 Złoto i należności w złocie

Na dzień 31 grudnia 2015 EBC posiadał zasoby złota odpowiadającego międzynarodowym standardom czystości w ilości 16 229 522 uncji²⁶ (2014: 16 178 193 uncji). Wzrost tej pozycji wynikał głównie z przekazania do EBC przez Lietuvos bankas 51 329 uncji złota²⁷ po wprowadzeniu przez Litwę wspólnej waluty. Mimo wzrostu zasobów złota w 2015 ich równowartość w euro zmniejszyła się z powodu spadku ceny tego kruszcu (zob. punkt „Aktywa i zobowiązania w złocie i walutach obcych” w opisie zasad rachunkowości oraz nota 14 „Różnice z wyceny”).

2 Należności od rezydentów i nierezydentów strefy euro w walutach obcych

2.1 Należności od MFW

Pozycja ta obejmuje specjalne prawa ciągnięcia (SDR) w posiadaniu EBC na dzień 31 grudnia 2015. Wynika z porozumienia z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (MFW) w sprawie sprzedaży i kupna SDR, na mocy którego MFW jest upoważniony do organizowania w imieniu EBC sprzedaży i kupna SDR za euro, pod warunkiem nieprzekroczenia określonego stanu minimalnego i maksymalnego. Na potrzeby rachunkowości SDR są traktowane jak waluta obca (zob. punkt „Aktywa i zobowiązania w złocie i walutach obcych” w opisie zasad rachunkowości). Wzrost równowartości w euro zasobów SDR w posiadaniu EBC wynikał głównie z aprecjacji SDR wobec euro w 2015.

²⁶ 504,8 tony.

²⁷ Transferu tego, którego łączna wartość wyniosła w przeliczeniu 50,7 mln EUR, dokonano na dzień 1 stycznia 2015.

2.2

Środki na rachunkach 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 w walutach obcych oraz inwestycje w papiery wartościowe w dolarach amerykańskich i jenach japońskich.

Należności od nierezydentów strefy euro	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	4 398 616 340	2 618 332 591	1 780 283 749
Depozyty na rynku pieniężnym	1 666 345 182	1 035 952 558	630 392 624
Transakcje reverse repo	831 266 648	986 131 163	(154 864 515)
Inwestycje w papiery wartościowe	42 133 979 087	39 090 487 693	3 043 491 394
Razem	49 030 207 257	43 730 904 005	5 299 303 252

Należności od rezydentów strefy euro	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące	953 098	4 035 172	(3 082 074)
Depozyty na rynku pieniężnym	1 861 761 734	1 599 827 033	261 934 701
Transakcje reverse repo	0	179 865 744	(179 865 744)
Razem	1 862 714 832	1 783 727 949	78 986 883

Wzrost tych pozycji w 2015 wynikał głównie z aprecjacji dolara i jena względem euro.

Ponadto w związku z wprowadzeniem przez Litwę z dniem 1 stycznia 2015 wspólnej waluty Lietuvos bankas przekazał do EBC rezerwy walutowe w dolarach amerykańskich o wartości 287,9 mln EUR.

Na dzień 31 grudnia 2015 zasoby netto walut obcych w posiadaniu EBC, obejmujące dolary amerykańskie i jeny japońskie²⁸, przedstawiały się następująco:

	2015 (mln jednostek waluty)	2014 (mln jednostek waluty)
USD	46 382	45 649
JPY	1 085 596	1 080 094

²⁸ Zasoby te obejmują aktywa pomniejszone o zobowiązania 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”, „Rozliczenia międzyokresowe” (po stronie aktywów), „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych”, „Różnice z aktualizacji wyceny instrumentów pozabilansowych” (po stronie pasywów) oraz „Rozliczenia międzyokresowe” (po stronie pasywów), z uwzględnieniem walutowych transakcji forward i swap wykazywanych pozabilansowo. Nie uwzględnia się tu zysków cenowych z aktualizacji wyceny instrumentów finansowych w walutach obcych.

3 Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro

Na dzień 31 grudnia 2015 pozycja ta obejmowała rachunki bieżące rezydentów strefy euro.

4 Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro

4.1 Papiery wartościowe na potrzeby polityki pieniężnej

Na dzień 31 grudnia 2015 pozycja ta obejmowała papiery wartościowe nabyte przez EBC w ramach trzech programów skupu obligacji zabezpieczonych, programu dotyczącego rynków papierów wartościowych (SMP), programu skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ABSPP) i programu skupu aktywów sektora publicznego (PSPP).

Zakupy w ramach pierwszego programu skupu obligacji zabezpieczonych zostały w pełni zrealizowane do 30 czerwca 2010, a drugi program skupu obligacji zabezpieczonych dobiegł końca 31 października 2012. Program SMP zakończył się 6 września 2012.

W 2015 do prowadzonych programów skupu aktywów – trzeciego programu skupu obligacji zabezpieczonych (CBPP3) i programu ABSPP – dodano program PSPP²⁹. Programy CBPP3, ABSPP i PSPP składają się na rozszerzony program skupu aktywów (APP)³⁰. Łączna wartość zakupów dokonywanych przez EBC i krajowe banki centralne w ramach programu APP wynosi średnio 60 mld EUR miesięcznie. Program ma być realizowany do końca marca 2017, a w każdym razie tak długo, aż Rada nie stwierdzi trwałego dostosowania ścieżki inflacji odpowiadającego jej celowi inflacyjnemu: poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Papiery wartościowe zakupione w ramach wszystkich sześciu programów wycenia się według zamortyzowanego kosztu z uwzględnieniem utraty wartości (zob. punkt „Papiery wartościowe” w opisie zasad rachunkowości). Co roku przeprowadza się testy na utratę wartości na podstawie szacunkowej wartości odzyskiwalnej na koniec roku. Zatwierdza je Rada Prezesów. Na podstawie testów przeprowadzonych w roku obrotowym stwierdzono przekroczenie tylko jednego wskaźnika utraty wartości, dotyczącego portfela SMP. Wskaźnik ten nie wpływa na przyszłe przepływy pieniężne, jakie EBC spodziewa się otrzymać, więc w 2015 nie ujęto strat z tego tytułu.

²⁹ W ramach programu skupu aktywów sektora publicznego EBC i krajowe banki centralne mogą nabywać – na rynku wtórnym – denominowane w euro papiery wartościowe emitowane przez instytucje rządowe i samorządowe szczebla centralnego, regionalnego i lokalnego ze strefy euro oraz instytucje międzynarodowe i wielostronne banki rozwoju z tej strefy.

³⁰ Więcej informacji o programie APP można znaleźć na [stronie internetowej EBC](#).

Poniżej przedstawiono zamortyzowany koszt papierów wartościowych utrzymywanych przez EBC, a także ich wartość rynkową³¹ (która nie jest wykazywana w bilansie ani w rachunku zysków i strat, a przedstawiona została jedynie dla porównania):

	2015 EUR		2014 EUR		Zmiana EUR	
	Zamortyzowany koszt	Wartość rynkowa	Zamortyzowany koszt	Wartość rynkowa	Zamortyzowany koszt	Wartość rynkowa
Pierwszy program skupu obligacji zabezpieczonych	1 786 194 503	1 898 990 705	2 395 178 568	2 576 479 183	(608 984 065)	(677 488 478)
Drugi program skupu obligacji zabezpieczonych	933 230 549	1 013 540 352	1 249 397 951	1 367 880 767	(316 167 402)	(354 340 415)
Trzeci program skupu obligacji zabezpieczonych	11 457 444 451	11 396 084 370	2 298 798 185	2 314 787 199	9 158 646 266	9 081 297 171
Program dotyczący rynków papierów wartościowych	8 872 443 668	10 045 312 608	10 100 343 269	11 247 795 991	(1 227 899 601)	(1 202 483 383)
Program skupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami	15 321 905 622	15 220 939 054	1 744 230 394	1 742 441 349	13 577 675 228	13 478 497 705
Program skupu aktywów sektora publicznego	39 437 433 065	39 372 318 024	–	–	39 437 433 065	39 372 318 024
Razem	77 808 651 858	78 947 185 113	17 787 948 367	19 249 384 489	60 020 703 491	59 697 800 624

Obniżenie się zamortyzowanego kosztu portfeli utrzymywanych w ramach (a) pierwszego i drugiego programu skupu obligacji zabezpieczonych oraz (b) programu SMP wynikało z wykupu papierów.

Rada Prezesów regularnie ocenia ryzyko finansowe związane z papierami wartościowymi utrzymywanymi w ramach wszystkich programów.

5 Należności w ramach Eurosystemu

5.1 Należności z tytułu przydziału banknotów euro w ramach Eurosystemu

Na pozycję tę składają się należności EBC od krajowych banków centralnych ze strefy euro z tytułu przydziału banknotów euro w ramach Eurosystemu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” w opisie zasad rachunkowości). Odsetki od tych należności nalicza się codziennie według ostatniej dostępnej krańcowej stopy procentowej zastosowanej przez Eurosystem w przetargach w podstawowych operacjach refinansujących (zob. nota 22.2 „Przychody z tytułu odsetek związane z przydziałem banknotów euro w ramach Eurosystemu”).

³¹ Wartości rynkowe są orientacyjne. Wyprowadza się je z kwotowań rynkowych, a w braku kwotowania – szacuje za pomocą modeli wewnętrznych stosowanych przez Eurosystem.

6 Pozostałe aktywa

6.1 Środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne

Na dzień 31 grudnia 2015 pozycja ta obejmowała następujące kategorie aktywów:

	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Koszt			
Grunty i budynki	1 027 242 937	997 154 850	30 088 087
Instalacje techniczne	219 897 386	212 838 181	7 059 205
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	77 350 193	71 812 322	5 537 871
Sprzęt, meble i pojazdy mechaniczne	92 000 437	82 854 876	9 145 561
Środki trwałe w budowie	244 590	16 163 065	(15 918 475)
Pozostałe aktywa trwałe	9 453 181	8 241 408	1 211 773
Koszt razem	1 426 188 724	1 389 064 702	37 124 022
Umorzenie			
Grunty i budynki	(79 468 891)	(88 477 513)	9 008 622
Instalacje techniczne	(15 827 521)	(72 342)	(15 755 179)
Sprzęt i oprogramowanie komputerowe	(45 530 493)	(38 380 961)	(7 149 532)
Sprzęt, meble i pojazdy mechaniczne	(20 831 615)	(11 908 686)	(8 922 929)
Pozostałe aktywa trwałe	(883 374)	(628 541)	(254 833)
Umorzenie razem	(162 541 894)	(139 468 043)	(23 073 851)
Wartość księgowa netto	1 263 646 830	1 249 596 659	14 050 171

W listopadzie 2014 została przekazana do użytkowania nowa siedziba EBC, w związku z czym, zgodnie z polityką rachunkowości przyjętą przez EBC (zob. punkt „Ujęcie księgowe aktywów trwałych” w opisie zasad rachunkowości), od stycznia 2015 zaczęto naliczać amortyzację.

Spadek w pozycji „Środki trwałe w budowie” wynikał głównie z zamknięcia budowy środków trwałych związanych z nową siedzibą EBC, które na dzień 31 grudnia 2014 były jeszcze nieukończone, i przeksięgowania kosztów z tego tytułu do odpowiednich pozycji aktywów w 2015. Przeksięgowania te, a także inne działania związane z nową siedzibą EBC, spowodowały w roku obrotowym wzrost pozycji „Grunty i budynki”.

Spadek umorzenia gruntów i budynków w 2015 był skutkiem odpisania skapitalizowanych nakładów remontowych związanych ze środkami, które nie były już użytkowane.

6.2 Inne aktywa finansowe

Pozycja ta obejmuje zainwestowane fundusze własne EBC³² jako drugostronne księgowanie kapitału i rezerw kapitałowych EBC, a także inne aktywa finansowe,

³² Transakcje repo zawarte w ramach zarządzania portfelem funduszy własnych wykazuje się jako „Pozycje różne” po stronie pasywów (zob. nota 12.3 „Pozycje różne”).

w tym 3211 udziałów w Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), których koszt nabycia wyniósł 41,8 mln EUR.

Na pozycję tę składają się:

	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Rachunki bieżące w euro	30 000	4 684 410	(4 654 410)
Papiery wartościowe w euro	19 192 975 459	19 091 635 302	101 340 157
Umowy reverse repo w euro	1 188 997 789	1 488 138 078	(299 140 289)
Inne aktywa finansowe	41 914 335	41 902 068	12 267
Razem	20 423 917 583	20 626 359 858	(202 442 275)

Do ogólnego spadku tej pozycji przyczyniło się rozliczenie w 2015 transakcji repo otwartych na dzień 31 grudnia 2014 (zob. nota 12.3 „Pozycje różne”).

6.3 Różnice z wyceny instrumentów pozabilansowych

Na pozycję tę składają się głównie zmiany w wycenie walutowych transakcji swap i forward otwartych na dzień 31 grudnia 2015 (zob. nota 19 „Walutowe transakcje swap i forward”). Zmiany te wynikają z różnicy między wartością tych transakcji w przeliczeniu na euro według kursów obowiązujących na dzień bilansowy a ich wartością w przeliczeniu na euro po średnim koszcie danej waluty na ten dzień (zob. punkty „Instrumenty pozabilansowe” i „Aktywa i zobowiązania w złocie i walutach obcych” w opisie zasad rachunkowości).

W pozycji tej zawarte są również zyski z wyceny otwartych swapów procentowych (zob. nota 18 „Swapy procentowe”).

6.4 Rozliczenia międzyokresowe

W 2015 pozycja ta obejmowała naliczone odsetki kuponowe od papierów wartościowych, w tym odsetki wypłacone przy ich nabyciu, w kwocie 1186,6 mln EUR (2014: 603,9 mln EUR) (zob. nota 2.2 „Środki na rachunkach w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, kredyty zagraniczne i inne aktywa zagraniczne oraz należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych”, nota 4 „Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro” i nota 6.2 „Inne aktywa finansowe”).

Pozycja ta obejmowała też odsetki naliczone od sald w systemie TARGET2 za grudzień 2015 w kwocie 33,2 mln EUR (2014: 25,5 mln EUR) oraz odsetki naliczone od należności EBC związanych z przydziałem banknotów euro w ramach Eurosystemu za ostatni kwartał roku (zob. punkt „Banknoty w obiegu” w opisie zasad rachunkowości), w kwocie 10,8 mln EUR (2014: 10,0 mln EUR).

Wykazano tu także: (a) rozliczenia międzyokresowe przychodów z tytułu wspólnych przedsięwzięć Eurosystemu (zob. nota 28 „Pozostałe przychody”), (b) naliczone

odsetki z tytułu innych aktywów finansowych oraz (c) pozostałe rozliczenia międzyokresowe.

6.5 Pozycje różne

Na pozycję tę składają się głównie kwoty naliczone w ramach tymczasowego podziału zysku EBC (zob. punkt „Tymczasowy podział zysku” w opisie zasad rachunkowości oraz nota 11.2 „Pozostałe zobowiązania w ramach Eurosystemu (netto”).

Obejmuje ona także salda walutowych transakcji swap i forward otwartych na dzień 31 grudnia 2015, wynikające z różnicy między wartością tych transakcji w przeliczeniu na euro po średnim koszcie danej waluty na dzień bilansowy a ich wartością w euro przy początkowym ujęciu (zob. punkt „Instrumenty pozabilansowe” w opisie zasad rachunkowości).

7 Banknoty w obiegu

Pozycja ta obejmuje 8-procentowy udział EBC w łącznej wartości banknotów euro w obiegu (zob. punkt „Banknoty w obiegu” w opisie zasad rachunkowości).

8 Zobowiązania wobec innych rezydentów strefy euro w euro

8.1 Pozostałe zobowiązania

Pozycja ta obejmuje depozyty złożone przez członków stowarzyszenia Euro Banking Association (EBA), stanowiące zabezpieczenie na rzecz EBC w odniesieniu do płatności EBA rozliczanych w systemie TARGET2.

9 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro

Na dzień 31 grudnia 2015 pozycja ta obejmowała kwotę 1,5 mld EUR (2014: 0,9 mld EUR), na którą składały się salda prowadzonych przez EBC rachunków banków centralnych spoza strefy euro, wynikające z transakcji przetwarzanych w systemie TARGET2 lub drugostronnego księgowania tych transakcji. Wzrost tych sald w 2015 wynikał z płatności dokonanych przez rezydentów strefy euro na rzecz nierezydentów (zob. nota 11.2 „Pozostałe zobowiązania w ramach Eurosystemu (netto”).

Pozostałą część tej pozycji stanowiła kwota 0,8 mld EUR (2014: 0 EUR) z tytułu tymczasowej wzajemnej umowy walutowej z Systemem Rezerwy Federalnej (Fed). W ramach tej umowy Fed dostarcza EBC dolary amerykańskie poprzez transakcje

swap, w celu zapewnienia kontrahentom Eurosystemu krótkoterminowego finansowania w tej walucie. Jednocześnie EBC zawiera transakcje swap z pozycją skorelowaną (back-to-back) z krajowymi bankami centralnymi ze strefy euro, które wykorzystują uzyskane w ten sposób środki do prowadzenia operacji zasilających w płynność w dolarach amerykańskich, w formie transakcji odwracalnych, z kontrahentami Eurosystemu. Wskutek zawarcia transakcji swap back-to-back powstały rozrachunki w ramach Eurosystemu między EBC a krajowymi bankami centralnymi (zob. nota 11.2 „Pozostałe należności w ramach Eurosystemu (netto)”). Transakcje swap prowadzone z Fedem i krajowymi bankami centralnymi ze strefy euro powodują ponadto powstanie należności i zobowiązań terminowych, które są wykazywane pozabilansowo (zob. nota 19 „Walutowe transakcje swap i forward”).

10 Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych

10.1 Depozyty, salda na rachunkach, pozostałe zobowiązania

Na dzień 31 grudnia 2014 pozycja ta obejmowała zobowiązania wynikające z transakcji repo zawartych z nierezydentami strefy euro w ramach zarządzania rezerwami dewizowymi EBC.

Na dzień 31 grudnia 2015 nie było nierozliczonych zobowiązań z tego tytułu.

11 Zobowiązania w ramach Eurosystemu

11.1 Zobowiązania stanowiące równowartość przekazanych rezerw dewizowych

Pozycja ta obejmuje zobowiązania wobec krajowych banków centralnych ze strefy euro z tytułu dewizowych aktywów rezerwowych przekazanych do EBC z chwilą przystąpienia do Eurosystemu.

	Od 1.01.2015 EUR	Stan na 31.12.2014 EUR
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	1 435 910 943	1 435 910 943
Deutsche Bundesbank	10 429 623 058	10 429 623 058
Eesti Pank	111 729 611	111 729 611
Banc Ceannais na hÉireann / Central Bank of Ireland	672 637 756	672 637 756
Bank of Greece	1 178 260 606	1 178 260 606
Banco de España	5 123 393 758	5 123 393 758
Banque de France	8 216 994 286	8 216 994 286
Banca d'Italia	7 134 236 999	7 134 236 999
Central Bank of Cyprus	87 679 928	87 679 928
Latvijas Banka	163 479 892	163 479 892
Lietuvos bankas	239 453 710	–
Banque centrale du Luxembourg	117 640 617	117 640 617
Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta	37 552 276	37 552 276
De Nederlandsche Bank	2 320 070 006	2 320 070 006
Oesterreichische Nationalbank	1 137 636 925	1 137 636 925
Banco de Portugal	1 010 318 483	1 010 318 483
Banka Slovenije	200 220 853	200 220 853
Národná banka Slovenska	447 671 807	447 671 807
Suomen Pankki – Finlands Bank	728 096 904	728 096 904
Razem	40 792 608 418	40 553 154 708

Ustalono, że należność Lietuvos bankas wyniesie 239 453 710 EUR, tak aby relacja tej należności do sumy należności pozostałych krajowych banków centralnych państw członkowskich, których walutą jest euro, była równa relacji wagi Lietuvos bankas w kluczu kapitałowym EBC do sumy wag pozostałych krajowych banków centralnych ze strefy euro w tym kluczu. Różnica między kwotą należności a wartością przekazanych aktywów (zob. nota 1 „Złoto i należności w złocie” oraz nota 2.2 „Środki na rachunkach w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, kredyty zagraniczne i inne aktywa zagraniczne oraz należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych”) została zaliczona na poczet wkładu Lietuvos bankas do rezerw kapitałowych i równoważnych im rezerw celowych EBC na dzień 31 grudnia 2014, wymaganego na mocy art. 48 ust. 2 Statutu ESBC (zob. nota 13 „Rezerwy celowe” i nota 14 „Różnice z wyceny”).

Odsetki od tych zobowiązań oblicza się według ostatniej dostępnej krańcowej stopy procentowej zastosowanej przez Eurosystem w przetargach w podstawowych operacjach refinansujących, skorygowanej w taki sposób, by uwzględnić zerową rentowność złota wchodzącego w skład rezerw (zob. nota 22.3 „Odsetki od należności krajowych banków centralnych z tytułu przekazanych rezerw dewizowych”).

11.2 Pozostałe zobowiązania w ramach Eurosystemu (netto)

W 2015 pozycja ta obejmowała głównie salda rozrachunków krajowych banków centralnych ze strefy euro z EBC w systemie TARGET2 (zob. punkt „Salda w ramach ESBC / salda w ramach Eurosystemu” w opisie zasad rachunkowości). Wzrost netto tej pozycji wynikał głównie z zakupów papierów wartościowych dokonanych w ramach rozszerzonego programu skupu aktywów (zob. nota 4

„Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro”); zakupy te były rozliczane poprzez rachunki w systemie TARGET2. Wpływ tych zakupów został częściowo skompensowany przez (a) wykup papierów wartościowych nabytych w ramach programu SMP i pierwszych dwóch programów skupu obligacji zabezpieczonych, także rozliczony przez rachunki w TARGET2, (b) wzrost kwot związanych z transakcjami swap back-to-back zawartymi z krajowymi bankami centralnymi w związku z operacjami zasilającymi w płynność w dolarach amerykańskich oraz (c) rozliczanie w systemie TARGET2 płatności rezydentów strefy euro na rzecz nierezydentów (zob. nota 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”).

Odsetki od pozycji w systemie TARGET2, z wyjątkiem sald wynikających ze swapów back-to-back związanych z operacjami zasilającymi w płynność w dolarach amerykańskich, oblicza się codziennie według ostatniej dostępnej krańcowej stopy procentowej zastosowanej przez Eurosystem w przetargach w podstawowych operacjach refinansujących.

Pozycja ta obejmuje także zobowiązanie wobec krajowych banków centralnych ze strefy euro z tytułu tymczasowego podziału zysku EBC (zob. punkt „Tymczasowy podział zysku” w opisie zasad rachunkowości).

	2015 EUR	2014 EUR
Zobowiązania wobec krajowych banków centralnych ze strefy euro w odniesieniu do TARGET2	812 734 808 529	612 892 597 646
Należności od krajowych banków centralnych ze strefy euro w odniesieniu do TARGET2	(730 463 422 714)	(590 153 944 468)
Zobowiązania wobec krajowych banków centralnych ze strefy euro z tytułu tymczasowego podziału zysku EBC	812 134 494	840 719 787
Pozostałe zobowiązania w ramach Eurosystemu (netto)	83 083 520 309	23 579 372 965

12 Pozostałe pasywa

12.1 Różnice z wyceny instrumentów pozabilansowych

Na pozycję tę składają się głównie zmiany w wycenie walutowych transakcji swap i forward nierozliczonych na dzień 31 grudnia 2015 (zob. nota 19 „Walutowe transakcje swap i forward”). Zmiany te wynikają z różnicy między wartością tych transakcji w przeliczeniu na euro według kursów obowiązujących na dzień bilansowy a ich wartością w przeliczeniu na euro po średnim koszcie danej waluty na ten dzień (zob. punkty „Instrumenty pozabilansowe” i „Aktywa i zobowiązania w złocie i walutach obcych” w opisie zasad rachunkowości).

W pozycji tej zawarte są również straty z wyceny otwartych swapów procentowych (zob. nota 18 „Swapy procentowe”).

12.2 Rozliczenia międzyokresowe

Na dzień 31 grudnia 2015 pozycja ta obejmowała zobowiązania odsetkowe wobec krajowych banków centralnych z tytułu przekazanych do EBC rezerw dewizowych za cały rok 2015 (zob. nota 11.1 „Zobowiązania stanowiące równowartość przekazanych rezerw dewizowych”) oraz zobowiązania wobec krajowych banków centralnych z tytułu odsetek naliczonych od sald w systemie TARGET2 za ostatni miesiąc 2015. Kwoty te zostały rozliczone w styczniu 2016.

W pozycji tej wykazano także rozliczenia międzyokresowe z tytułu: (a) przychodów związanych z Jednolitym Mechanizmem Nadzorczym (zob. nota 26 „Przychody i koszty z tytułu zadań nadzorczych”), (b) kosztów administracyjnych oraz (c) instrumentów finansowych.

	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Rezerwy dewizowe przekazane do EBC	17 576 514	57 015 146	(39 438 632)
TARGET2	36 393 921	26 309 091	10 084 830
Inne rozliczenia międzyokresowe	41 573 554	12 867 414	28 706 140
Razem	95 543 989	96 191 651	(647 662)

12.3 Pozycje różne

W 2015 pozycja ta obejmowała salda walutowych transakcji swap i forward otwartych na dzień 31 grudnia 2015 (zob. nota 19 „Walutowe transakcje swap i forward”). Salda te wynikły z różnicy między wartością tych transakcji w przeliczeniu na euro po średnim koszcie danej waluty na dzień bilansowy a ich wartością w euro przy początkowym ujęciu (zob. punkt „Instrumenty pozabilansowe” w opisie zasad rachunkowości).

Na dzień 31 grudnia 2014 pozycja ta obejmowała otwarte transakcje repo w kwocie 150,1 mln EUR zawarte w ramach zarządzania funduszami własnymi EBC. Na dzień 31 grudnia 2015 żadne związane z tym transakcje nie pozostały nierozliczone.

*Programy emerytalne EBC, inne świadczenia po okresie zatrudnienia i pozostałe świadczenia długoterminowe*³³

Pozycja ta obejmuje ponadto zobowiązanie netto EBC z tytułu określonych świadczeń w odniesieniu do świadczeń po okresie zatrudnienia i pozostałych świadczeń długoterminowych dla pracowników, członków Zarządu i zatrudnionych przez EBC członków Rady ds. Nadzoru, w kwocie 385,5 mln EUR (2014: 459,7 mln EUR).

³³ We wszystkich tabelach w tej notcie kolumna „Zarząd i Rada” przedstawia kwoty dotyczące Zarządu EBC i Rady ds. Nadzoru.

Bilans

W bilansie wykazano następujące kwoty z tytułu świadczeń po okresie zatrudnienia i pozostałych świadczeń długoterminowych:

	2015 Pracownicy	2015 Zarząd i Rada	2015 Razem	2014 Pracownicy	2014 Zarząd i Rada	2014 Razem
	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR
Wartość bieżąca zobowiązania	1 116,7	24,1	1 140,8	1 087,1	24,5	1 111,6
Wartość godziwa aktywów programu	(755,3)	–	(755,3)	(651,9)	–	(651,9)
Zobowiązanie netto z tytułu określonych świadczeń ujęte w bilansie	361,4	24,1	385,5	435,2	24,5	459,7

W 2015 wartość bieżąca zobowiązania wobec pracowników wyniosła 1116,7 mln EUR (2014: 1087,1 mln EUR) i objęła świadczenia bez wydzielonej puli aktywów w wysokości 155,9 mln EUR (2014: 170,3 mln EUR) z tytułu świadczeń po okresie zatrudnienia innych niż emerytury i pozostałych świadczeń długoterminowych. W odniesieniu do świadczeń po okresie zatrudnienia i pozostałych świadczeń długoterminowych na rzecz członków Zarządu i członków Rady ds. Nadzoru także stosuje się rozwiązanie bez wydzielonej puli aktywów.

Rachunek zysków i strat

W 2015 w rachunku zysku i strat wykazano następujące kwoty:

	2015 Pracownicy	2015 Zarząd i Rada	2015 Razem	2014 Pracownicy	2014 Zarząd i Rada	2014 Razem
	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR
Koszty bieżącego zatrudnienia	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Odsetki netto od zobowiązania netto z tytułu określonych świadczeń	9,5	0,5	10,0	4,5	0,7	5,2
<i>w tym:</i>						
<i>Koszty zobowiązania</i>	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
<i>Przychody z aktywów programu</i>	(13,4)	–	(13,4)	(20,6)	–	(20,6)
(Zyski)/straty z tytułu ponownej wyceny pozostałych świadczeń długoterminowych	2,6	(0,1)	2,5	7,8	0,3	8,1
Razem w pozycji „Koszty osobowe”	132,1	2,3	134,4	54,0	2,2	56,2

W 2015 koszty bieżącego zatrudnienia wzrosły do 121,9 mln EUR (2014: 42,9 mln EUR), z powodu (a) obniżenia stopy dyskonta z 3,75% w 2013 do 2% w 2014³⁴ oraz (b) wzrostu średniej liczby uczestników programu w 2015.

³⁴ Koszty bieżącego zatrudnienia oblicza się według stopy dyskonta za poprzedni rok.

Zmiany wysokości zobowiązania z tytułu określonych świadczeń, aktywów programu i wyników ponownej wyceny

Zmiany wartości bieżącej zobowiązania z tytułu określonych świadczeń były następujące:

	2015 Pracownicy	2015 Zarząd i Rada	2015 Razem	2014 Pracownicy	2014 Zarząd i Rada	2014 Razem
	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR	mIn EUR
Zobowiązanie z tytułu określonych świadczeń na początek okresu	1 087,1	24,5	1 111,6	650,6	17,8	668,4
Koszty bieżącego zatrudnienia	120,0	1,9	121,9	41,7	1,2	42,9
Koszty odsetek od zobowiązania	22,9	0,5	23,4	25,1	0,7	25,8
Składki opłacone przez uczestników programu	21,7	0,2	21,9	14,0	0,1	14,1
Świadczenia wypłacone	(7,5)	(0,8)	(8,3)	(7,1)	(0,8)	(7,9)
(Zyski)/straty z tytułu ponownej wyceny	(127,5)	(2,2)	(129,7)	362,8	5,5	368,3
Zobowiązanie z tytułu określonych świadczeń na koniec okresu	1 116,7	24,1	1 140,8	1 087,1	24,5	1 111,6

Łączne zyski z tytułu ponownej wyceny w wysokości 129,7 mln EUR za 2015 dotyczące zobowiązania z tytułu określonych świadczeń były spowodowane głównie podwyższeniem stopy dyskonta z 2,0% w 2014 do 2,5% w 2015. Natomiast w 2014 wystąpiły straty z tytułu ponownej wyceny, w wysokości 368,3 mln EUR, spowodowane głównie obniżeniem stopy dyskonta z 3,75% w 2013 do 2,0% w 2014.

W 2015 zmiany wartości godziwej aktywów programu w filarze o określonych świadczeniach w odniesieniu do pracowników były następujące:

	2015 mIn EUR	2014 mIn EUR
Wartość godziwa aktywów programu na początek okresu	651,9	536,5
Przychody z tytułu odsetek od aktywów programu	13,4	20,6
Zyski z tytułu ponownej wyceny	26,8	49,7
Składki opłacone przez pracodawcę	46,9	36,4
Składki opłacone przez uczestników programu	21,7	14,0
Świadczenia wypłacone	(5,4)	(5,3)
Wartość godziwa aktywów programu na koniec okresu	755,3	651,9

Zyski z tytułu ponownej wyceny aktywów programu zarówno w 2015, jak i w 2014 wynikały stąd, że faktyczny zwrot z jednostek funduszu był wyższy niż szacowane przychody z tytułu odsetek od aktywów programu.

Wzrost składek opłacanych przez EBC i uczestników programu w 2015 był spowodowany przede wszystkim wzrostem liczby uczestników programu w tym roku (zob. nota 29 „Koszty osobowe”).

W 2015 wystąpiły następujące zmiany w kwotach z tytułu ponownej wyceny (zob. nota 14 „Różnice z wyceny”):

	2015 mln EUR	2014 mln EUR
Zyski/(straty) z tytułu ponownej wyceny na początek okresu	(305,6)	4,8
Wpłaty krajowych banków centralnych przystępujących do Eurosystemu ³⁵	(1,8)	0,0
Zyski z aktywów programu	26,8	49,7
Zyski/(straty) z tytułu zobowiązania	129,7	(368,3)
Straty/(zyski) ujęte w rachunku zysków i strat	2,5	8,1
Straty z tytułu ponownej wyceny wykazane w „Różnicach z wyceny” na koniec okresu³⁶	(148,4)	(305,6)

Główne założenia

Przy sporządzaniu wspomnianej wyceny aktuariusz przyjął zatwierdzone przez Zarząd założenia dotyczące rachunkowości i ujawniania informacji. Zobowiązanie z tytułu programu świadczeń obliczono na podstawie następujących głównych założeń:

	2015 %	2014 %
Stopa dyskonta	2,50	2,00
Oczekiwany zwrot z aktywów programu ³⁷	3,50	3,00
Przyszły ogólny wzrost wynagrodzeń ³⁸	2,00	2,00
Przyszły wzrost emerytur ³⁹	1,40	1,40

Ponadto dobrowolne składki pracowników odprowadzane w ramach filaru o określonej składce w 2015 wyniosły 123,3 mln EUR (2014: 110,6 mln EUR). Składki te są inwestowane w ramach aktywów programu, a jednocześnie rodzą odpowiednie zobowiązanie tej samej wysokości.

13 Rezerwy celowe

W tej pozycji wykazano rezerwę na ryzyka: kursowe, stopy procentowej, kredytowe i zmian ceny złota.

³⁵ Po wprowadzeniu na Litwie wspólnej waluty Lietuvos bankas przekazał dopłaty do wszystkich kont różnic z wyceny. Nierozliczone straty z tytułu ponownej wyceny ujęte na dzień 31 grudnia 2014 w różnicach z wyceny spowodowały zmniejszenie łącznej kwoty wpłat Lietuvos bankas.

³⁶ Z powodu zaokrągleń kwoty mogą się nie sumować.

³⁷ Założenia te zostały użyte do obliczenia części zobowiązania EBC z tytułu określonych świadczeń, która jest finansowana z aktywów z gwarancją kapitału.

³⁸ Uwzględnia się ponadto spodziewane jednostkowe podwyżki wynagrodzeń o maksymalnie 1,8% rocznie, zależnie od wieku uczestnika programu.

³⁹ Zgodnie z zasadami programu emerytalnego EBC emerytury będą podwyższane co roku. Gdyby ogólna waloryzacja wynagrodzeń pracowników EBC była niższa od inflacji, wzrost emerytur będzie zgodny z tą waloryzacją. Natomiast jeśli ogólna waloryzacja wynagrodzeń przewyższy inflację, podwyżka emerytur zostanie określona na podstawie waloryzacji, pod warunkiem że sytuacja finansowa programu emerytalnego EBC pozwoli na taką podwyżkę.

Rezerwa ta służy do pokrycia, w zakresie wyznaczonym przez Radę Prezesów, przyszłych zrealizowanych i niezrealizowanych strat, w szczególności strat z wyceny nieujętych w różnicach z wyceny. Poziom tej rezerwy i zasadność jej dalszego utrzymywania podlega corocznej weryfikacji na podstawie dokonywanej przez EBC oceny stopnia narażenia na wymienione rodzaje ryzyka, z uwzględnieniem różnych czynników. Wysokość rezerwy łącznie z kwotą ogólnego funduszu rezerwowego nie może przekroczyć wartości kapitału EBC opłaconego przez krajowe banki centralne ze strefy euro.

Wraz z przyjęciem przez Litwę wspólnej waluty Lietuvos bankas zasilil rezerwę na ryzyka: kursowe, stopy procentowej, kredytowe i zmian ceny złota, z dniem 1 stycznia 2015⁴⁰, kwotą 44 728 929 EUR; w rezultacie wysokość tej rezerwy wzrosła do 7 619 884 851 EUR. Kwota ta jest równa wartości kapitału EBC opłaconego przez krajowe banki centralne ze strefy euro na dzień 31 grudnia 2015 po jego podwyższeniu z 2015 (zob. nota 15 „Kapitał i rezerwy kapitałowe”).

14 Różnice z wyceny

Pozycja ta obejmuje przede wszystkim salda aktualizacji wyceny wynikające z niezrealizowanych zysków na aktywach, zobowiązaniach i instrumentach pozabilansowych (zob. punkty „Ustalanie wyniku finansowego”, „Aktywa i zobowiązania w złotych i walutach obcych”, „Papiery wartościowe” oraz „Instrumenty pozabilansowe” w opisie zasad rachunkowości). Obejmuje także aktualizację wyceny zobowiązania netto EBC z tytułu określonych świadczeń w odniesieniu do świadczeń po okresie zatrudnienia (zob. punkt „Programy emerytalne EBC, inne świadczenia po okresie zatrudnienia i pozostałe świadczenia długoterminowe” w opisie zasad rachunkowości oraz nota 12.3 „Pozycje różne”).

Wraz z wprowadzeniem wspólnej waluty na Litwie z dniem 1 stycznia 2015 Lietuvos bankas przekazał na poczet tej pozycji kwotę 117,7 mln EUR.

	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Złoto	11 900 595 095	12 065 394 836	(164 799 741)
Waluty obce	12 272 562 352	7 046 435 041	5 226 127 311
Papiery wartościowe i inne instrumenty	808 078 836	1 131 424 399	(323 345 563)
Zobowiązanie netto z tytułu określonych świadczeń w odniesieniu do świadczeń po okresie zatrudnienia	(148 413 109)	(305 609 580)	157 196 471
Razem	24 832 823 174	19 937 644 696	4 895 178 478

Wzrost salda różnic z wyceny wynika przede wszystkim z deprecjacji euro wobec dolara i jena w 2015.

⁴⁰ Wpłata została dokonana na podstawie art. 48 ust. 2 Statutu ESBC.

Do wyceny na koniec roku przyjęto następujące kursy wymiany:

Kursy wymiany	2015	2014
USD/EUR	1,0887	1,2141
JPY/EUR	131,07	145,23
EUR/XDR	1,2728	1,1924
EUR/uncja złota	973,225	987,769

15 Kapitał i rezerwy kapitałowe

15.1 Kapitał

1 stycznia 2015 Litwa wprowadziła euro. Zgodnie z art. 48 ust. 1 Statutu ESBC⁴¹ w dniu 1 stycznia 2015 Lietuvos bankas przekazał do EBC pozostałą część swojego wkładu kapitałowego w wysokości 43 051 594 EUR. W rezultacie opłacony kapitał EBC wzrósł z 7 697 025 340 EUR na dzień 31 grudnia 2014 do 7 740 076 935 EUR na 1 stycznia 2015, co ukazuje tabela⁴².

⁴¹ Decyzja (UE) 2015/287 z dnia 31 grudnia 2014 w sprawie opłacenia przez Lietuvos bankas kapitału, przekazania aktywów rezerwy walutowej oraz wniesienia wkładu na poczet rezerw kapitałowych i celowych Europejskiego Banku Centralnego (EBC/2014/61), Dz.U. L 50 z 21.2.2015, s. 44.

⁴² Kwoty przedstawiono w zaokrągleniu do pełnego euro, w związku z czym wyniki cząstkowe i łączne podane w tabeli mogą się nie sumować.

	Klucz kapitałowy od 1.01.2015 %	Kapitał opłacony od 1.01.2015 EUR	Klucz kapitałowy na 31.12.2014 %	Kapitał opłacony na 31.12.2014 EUR
Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	2,4778	268 222 025	2,4778	268 222 025
Deutsche Bundesbank	17,9973	1 948 208 997	17,9973	1 948 208 997
Eesti Pank	0,1928	20 870 614	0,1928	20 870 614
Banc Ceannais na hÉireann / Central Bank of Ireland	1,1607	125 645 857	1,1607	125 645 857
Bank of Greece	2,0332	220 094 044	2,0332	220 094 044
Banco de España	8,8409	957 028 050	8,8409	957 028 050
Banque de France	14,1792	1 534 899 402	14,1792	1 534 899 402
Banca d'Italia	12,3108	1 332 644 970	12,3108	1 332 644 970
Central Bank of Cyprus	0,1513	16 378 236	0,1513	16 378 236
Latvijas Banka	0,2821	30 537 345	0,2821	30 537 345
Lietuvos bankas	0,4132	44 728 929	–	–
Banque centrale du Luxembourg	0,2030	21 974 764	0,2030	21 974 764
Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta	0,0648	7 014 605	0,0648	7 014 605
De Nederlandsche Bank	4,0035	433 379 158	4,0035	433 379 158
Oesterreichische Nationalbank	1,9631	212 505 714	1,9631	212 505 714
Banco de Portugal	1,7434	188 723 173	1,7434	188 723 173
Banka Slovenije	0,3455	37 400 399	0,3455	37 400 399
Národná banka Slovenska	0,7725	83 623 180	0,7725	83 623 180
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2564	136 005 389	1,2564	136 005 389
Razem krajowe banki centralne ze strefy euro	70,3915	7 619 884 851	69,9783	7 575 155 922
Българска народна банка (Narodowy Bank Bułgarski)	0,8590	3 487 005	0,8590	3 487 005
Česká národní banka	1,6075	6 525 450	1,6075	6 525 450
Danmarks Nationalbank	1,4873	6 037 512	1,4873	6 037 512
Hrvatska narodna banka	0,6023	2 444 963	0,6023	2 444 963
Lietuvos bankas	–	–	0,4132	1 677 335
Magyar Nemzeti Bank	1,3798	5 601 129	1,3798	5 601 129
Narodowy Bank Polski	5,1230	20 796 192	5,1230	20 796 192
Banca Națională a României	2,6024	10 564 124	2,6024	10 564 124
Sveriges riksbank	2,2729	9 226 559	2,2729	9 226 559
Bank of England	13,6743	55 509 148	13,6743	55 509 148
Razem krajowe banki centralne spoza strefy euro	29,6085	120 192 083	30,0217	121 869 418
Razem	100,0000	7 740 076 935	100,0000	7 697 025 340

Krajowe banki centralne spoza strefy euro wpłacają 3,75% swojego udziału w subskrybowanym kapitale jako wkład w koszty operacyjne EBC. Na koniec 2015 wkład ten wyniósł w sumie 120 192 083 EUR. Banki centralne spoza strefy euro nie są uprawnione do udziału w zyskach EBC – w tym przychodach z tytułu przydziału banknotów euro w ramach Eurosystemu – ani nie są zobowiązane do pokrywania jego ewentualnych strat.

Instrumenty pozabilansowe

16 Program automatycznych pożyczek papierów wartościowych

W ramach zarządzania funduszami własnymi Europejski Bank Centralny stosuje umowę w sprawie programu automatycznych pożyczek papierów wartościowych, na mocy której wyznaczony przedstawiciel zawiera w imieniu EBC transakcje pożyczki papierów wartościowych z pewną liczbą zaakceptowanych kontrahentów.

Ponadto, zgodnie z decyzjami Rady Prezesów, EBC udostępnił do pożyczania swoje zasoby papierów wartościowych nabytych w ramach trzech programów skupu obligacji zabezpieczonych, w ramach programu PSPP oraz te z papierów nabytych w ramach programu SMP, które spełniają kryteria kwalifikacji PSPP.

Na dzień 31 grudnia 2015 saldo otwartych transakcji odwracalnych zawartych na mocy umowy w sprawie automatycznych pożyczek papierów wartościowych wynosiło 4,5 mld EUR (2014: 4,8 mld EUR), w tym 0,3 mld EUR (2014: 0 EUR) w związku z pożyczkami papierów wartościowych utrzymywanych na potrzeby polityki pieniężnej.

17 Kontrakty futures na stopy procentowe

Saldo transakcji walutowych otwartych na dzień 31 grudnia 2015, według stawek rynkowych na koniec roku, było następujące:

Kontrakty futures na stopy procentowe w walutach obcych	2015 Wartość umowna EUR	2014 Wartość umowna EUR	Zmiana EUR
Kupno	694 406 172	911 374 681	(216 968 509)
Sprzedaż	690 554 100	1 001 647 311	(311 093 211)

Transakcje te były zawierane w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC.

18 Swapy procentowe

Na dzień 31 grudnia 2015 wartość umowna otwartych swapów procentowych według stawek rynkowych na koniec roku wynosiła 274,5 mln EUR (2014: 270,8 mln EUR). Transakcje te były zawierane w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC.

19 Walutowe transakcje swap i forward

Zarządzanie rezerwami walutowymi

W 2015 walutowe transakcje swap i forward były zawierane w ramach zarządzania rezerwami walutowymi EBC. Salda należności i zobowiązań terminowych z tytułu transakcji nierozliczonych na dzień 31 grudnia 2015 i z terminem rozliczenia w 2016, wykazane według kursów rynkowych na koniec roku, były następujące:

Walutowe transakcje swap i forward	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Należności	2 467 131 004	1 899 819 430	567 311 574
Zobowiązania	2 484 517 472	1 777 894 537	706 622 935

Operacje zasilające w płynność

Na dzień 31 grudnia 2015 wykazano należności i zobowiązania z terminem rozliczenia w 2016, denominowane w USD i powstałe w związku z zasilaniem kontrahentów Eurosystemu w płynność w tej walucie (zob. nota 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”).

20 Zarządzanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek

W 2015 EBC nadal odpowiadał za zarządzanie operacjami zaciągania i udzielania pożyczek przez Unię Europejską w ramach mechanizmu średnioterminowej pomocy finansowej, Europejskiego Instrumentu Stabilności Finansowej i Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM), a także umowy pożyczkowej z Grecją. W 2015 EBC obsługiwał płatności związane z tymi pożyczkami oraz płatności w postaci składek członkowskich na rzecz kapitału statutowego ESM.

21 Zobowiązania warunkowe z tytułu toczących się postępowań sądowych

Depozytariusze, akcjonariusze i posiadacze obligacji cypryjskich instytucji kredytowych złożyli trzy pozwy przeciwko EBC i innym instytucjom UE. Powodowie twierdzą, że ponieśli straty finansowe w wyniku działań, które ich zdaniem doprowadziły do restrukturyzacji tych instytucji finansowych w związku z programem pomocy finansowej dla Cypru. W 2014 Sąd Unii Europejskiej uznał dwanaście podobnych pozwów w całości za prawnie niedopuszczalne. W ośmiu przypadkach złożono apelację. Udział EBC w działaniach prowadzących do zawarcia programu pomocy finansowej ograniczał się do przedstawienia opinii technicznej, wspólnie z Komisją Europejską, zgodnie z porozumieniem ustanawiającym Europejski Mechanizm Stabilności, oraz wydania niewiążącej opinii na temat cypryjskiego projektu ustawy o restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych. Przyjęto zatem, że w wyniku tych postępowań EBC nie poniesie żadnych strat.

Noty objaśniające do rachunku zysków i strat

22 Wynik z tytułu odsetek

22.1 Przychody z tytułu odsetek od dewizowych aktywów rezerwowych

Pozycja ta obejmuje przychody z tytułu odsetek od walutowych aktywów rezerwowych EBC pomniejszone o odpowiednie koszty odsetkowe. Struktura salda jest następująca:

	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Przychody z tytułu odsetek od rachunków bieżących	552 459	548 634	3 825
Przychody z tytułu odsetek od depozytów na rynku pieniężnym	6 306 443	4 234 448	2 071 995
Przychody z tytułu odsetek od umów repo	38 311	208 426	(170 115)
Przychody z tytułu odsetek od umów reverse repo	2 920 201	867 860	2 052 341
Przychody z tytułu odsetek od papierów wartościowych	261 121 900	206 165 493	54 956 407
Przychody/(koszty) z tytułu odsetek od swapów procentowych	(861 355)	407 588	(1 268 943)
Przychody z tytułu odsetek od transakcji forward i swap w walutach obcych	13 127 982	4 570 710	8 557 272
Wynik z tytułu odsetek od dewizowych aktywów rezerwowych	283 205 941	217 003 159	66 202 782

Ogólny wzrost wyniku z tytułu odsetek w 2015 wynikał głównie z wyższych przychodów z tytułu odsetek od portfela dolarowego oraz z aprecjacji dolara wobec euro.

22.2 Przychody z tytułu odsetek związane z przydziałem banknotów euro w ramach Eurosystemu

Pozycja ta obejmuje przychody odsetkowe związane z 8-procentowym udziałem EBC w łącznej wartości emisji banknotów euro (zob. punkt „Banknoty w obiegu” w opisie zasad rachunkowości oraz nota 5.1 „Należności z tytułu przydziału banknotów euro w ramach Eurosystemu”). Choć średnia wartość banknotów w obiegu wzrosła o 8,1%, przychody z tytułu odsetek w 2015 spadły, ponieważ średnia stopa podstawowych operacji refinansujących była niższa niż w 2014 (0,05% w 2015 i 0,16% w 2014).

22.3 Odsetki od należności krajowych banków centralnych z tytułu przekazanych rezerw dewizowych

W pozycji tej wykazano odsetki wypłacone krajowym bankom centralnym ze strefy euro od ich należności z tytułu dewizowych aktywów rezerwowych przekazanych od EBC zgodnie z art. 30 ust. 1 Statutu ESBC (zob. nota 11.1 „Zobowiązania stanowiące równowartość przekazanych rezerw dewizowych”). Spadek tych odsetek

w 2015 wynikał z tego, że średnia stopa podstawowych operacji refinansujących była niższa niż w 2014.

22.4 Pozostałe przychody z tytułu odsetek oraz pozostałe koszty z tytułu odsetek

W 2015 w pozycjach tych wykazano także przychody odsetkowe netto w kwocie 608,7 mln EUR (2014: 727,7 mln EUR) z tytułu papierów wartościowych zakupionych przez EBC w ramach programu SMP; przychody odsetkowe netto z tytułu pozostałych papierów zakupionych na potrzeby polityki pieniężnej wyniosły 280,9 mln EUR (2014: 174,9 mln EUR).

Wykazano tu także przychody z tytułu odsetek w wysokości 0,4 mld EUR (2014: 1,1 mld EUR) oraz koszty z tytułu odsetek w wysokości 0,4 mld EUR (2014: 1,1 mld EUR) związane z rozrachunkami w systemie TARGET2 (zob. nota 11.2 „Pozostałe zobowiązania w ramach Eurosystemu (netto)” i nota 9 „Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro”). Ujęto tu też przychody i koszty odsetkowe z tytułu pozostałych aktywów i zobowiązań w euro.

23 Zrealizowane zyski/straty z tytułu operacji finansowych

Zrealizowane zyski netto z tytułu operacji finansowych w 2015 kształtowały się następująco:

	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Zrealizowane zyski cenowe netto	175 959 137	47 223 558	128 735 579
Zrealizowane zyski kursowe i zyski na cenie złota netto	38 474 593	10 036 857	28 437 736
Zrealizowane zyski netto z tytułu operacji finansowych	214 433 730	57 260 415	157 173 315

Zrealizowane zyski cenowe netto obejmują zrealizowane zyski i straty z tytułu papierów wartościowych, kontraktów futures na stopy procentowe i swapów procentowych. Ogólny wzrost zrealizowanych zysków cenowych netto w 2015 wynikał głównie z wyższych zrealizowanych zysków cenowych na papierach wartościowych z portfela dolarowego.

24 Odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych

W 2015 ujęto następujące odpisy aktualizujące wartość aktywów i pozycji finansowych:

	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Niezrealizowane straty cenowe na papierach wartościowych	(63 827 424)	(7 664 489)	(56 162 935)
Niezrealizowane straty cenowe na swapach procentowych	(223 892)	(198 804)	(25 088)
Niezrealizowane straty kursowe	(1 901)	–	(1 901)
Odpisy aktualizujące razem	(64 053 217)	(7 863 293)	(56 189 924)

Wzrost odpisów w porównaniu z rokiem 2014 wynikał głównie z ogólnego spadku rynkowych cen papierów wartościowych w portfelu dolarowym.

25 Wynik z tytułu opłat i prowizji

	2015 EUR	2014 EUR	Zmiana EUR
Przychody z tytułu opłat i prowizji	277 324 169	30 024 834	247 299 335
Koszty z tytułu opłat i prowizji	(8 991 908)	(1 866 180)	(7 125 728)
Wynik z tytułu opłat i prowizji	268 332 261	28 158 654	240 173 607

W 2015 na przychody w tej pozycji złożyły się głównie opłaty nadzorcze (zob. nota 26 „Przychody i koszty z tytułu zadań nadzorczych”), a także kary nałożone na instytucje kredytowe za nieprzestrzeganie wymogów dotyczących rezerwy obowiązkowej. W kosztach wykazano głównie opłaty dla zewnętrznej firmy zarządzającej aktywami, która prowadziła zakupy kwalifikowanych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami na zlecenie i w imieniu Eurosystemu. Wykazano tu także opłaty z tytułu rachunków bieżących i transakcji futures na stopy procentowe (zob. nota 17 „Kontrakty futures na stopy procentowe”).

26 Przychody i koszty z tytułu zadań nadzorczych

Koszty ponoszone przez EBC w związku z zadaniami nadzorczymi są refundowane poprzez roczne opłaty pobierane od nadzorowanych banków. Do kosztów tych zaliczają się przede wszystkim wydatki związane wprost z zadaniami nadzorczymi EBC, czyli nadzorem bezpośrednim nad bankami istotnymi, ze zwierzchnią kontrolą nad nadzorem nad bankami mniej istotnymi oraz z zadaniami międzywydziałowymi i służbami specjalistycznymi. Obejmują one także koszty związane pośrednio z zadaniami nadzorczymi EBC, w tym koszty usług świadczonych przez służby pomocnicze EBC w zakresie zaplecza biurowego, zarządzania kadrami i informatyki.

Przychody EBC z tytułu zadań nadzorczych w 2015 były następujące:

	2015 EUR	2014 ⁴³ EUR
Opłaty nadzorcze	277 086 997	29 973 012
w tym:		
Opłaty obciążające banki istotne	245 620 964	25 622 812
Opłaty obciążające podmioty lub grupy mniej istotne	31 466 033	4 350 200
Łączne przychody z tytułu zadań w zakresie nadzoru bankowego	277 086 997	29 973 012

Przychody z opłat nadzorczych wykazuje się w pozycji „Wynik z tytułu opłat i prowizji” (zob. nota 25 „Wynik z tytułu opłat i prowizji”).

W kwietniu 2015 EBC ogłosił, na podstawie szacunkowych rocznych wydatków, że opłata nadzorcza za 2015 wyniesie 296,0 mln EUR⁴⁴. Faktyczna kwota wydatków wyniosła 277,1 mln EUR. Nadwyżka w wysokości 18,9 mln EUR, wykazana w pozycji „Rozliczenia międzyokresowe” (po stronie pasywów) (zob. nota 12.2 „Rozliczenia międzyokresowe”), pomniejszy opłaty nadzorcze w 2016.

Na koniec 2015 nie wpłynęły jeszcze niewielkie kwoty z tytułu opłat oraz odsetki, którymi zostały obciążone nadzorowane podmioty za zwłokę w zapłacie. EBC podejmuje wszelkie działania w celu windykacji tych kwot.

Ponadto EBC może nakładać grzywny lub okresowe kary pieniężne na podmioty, które nie wywiązują się z obowiązków wynikających z jego rozporządzeń i decyzji. W 2015 takie kary i grzywny nie zostały zastosowane.

Koszty poniesione przez EBC z tytułu zadań nadzorczych w 2015 były następujące:

	2015 EUR	2014 ⁴⁵ EUR
Wynagrodzenia i świadczenia	141 262 893	18 456 945
Wynajem i utrzymanie budynków	25 513 220	2 199 243
Pozostałe koszty operacyjne	110 310 884	9 316 824
Łączne koszty z tytułu zadań w zakresie nadzoru bankowego	277 086 997	29 973 012

27 Przychody z tytułu akcji i udziałów

W pozycji tej wykazuje się otrzymane dywidendy od udziałów EBC w Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) (zob. nota 6.2 „Inne aktywa finansowe”).

⁴³ W odniesieniu do roku 2014 EBC uzyskał zwrot poniesionych przez siebie kosztów za okres od listopada 2014, czyli od kiedy przystąpił do wykonywania zadań nadzorczych.

⁴⁴ Kwota ta została zafakturowana (wraz z kosztami za ostatnie dwa miesiące 2014 w wysokości 30,0 mln EUR) w 2015, z terminem płatności 20 listopada 2015.

⁴⁵ Kwoty za rok 2014 dotyczą wydatków poniesionych w ostatnich dwóch miesiącach roku, jako że EBC rozpoczął czynności operacyjne związane z nadzorem bankowym w listopadzie 2014.

28 Pozostałe przychody

Inne przychody powstałe w 2015 były przede wszystkim wynikiem naliczenia udziałów krajowych banków centralnych ze strefy euro w kosztach poniesionych przez EBC w związku ze wspólnymi przedsięwzięciami Eurosystemu.

29 Koszty osobowe

Wzrost kosztów osobowych w 2015 wynikał przede wszystkim ze zwiększenia się średniej liczby pracowników EBC, a także z wyższych kosztów netto z tytułu świadczeń po okresie zatrudnienia innych niż emerytury i pozostałych świadczeń długoterminowych.

W tej pozycji wykazano wynagrodzenia, dodatki, ubezpieczenia pracownicze oraz inne koszty w łącznej wysokości 306,4 mln EUR (2014: 244,9 mln EUR). Mieści się tu również kwota 134,4 mln EUR (2014: 56,2 mln EUR) ujęta w związku z programem emerytalnym EBC, innymi świadczeniami po okresie zatrudnienia i pozostałymi świadczeniami długoterminowymi (zob. nota 12.3 „Pozycje różne”). Pozycja nie obejmuje kapitalizowanych kosztów osobowych w wysokości 0,8 mln EUR (2014: 1,2 mln EUR) poniesionych w związku z budową nowej siedziby EBC.

Wynagrodzenia i dodatki, w tym wynagrodzenia osób na wyższych stanowiskach kierowniczych, są podobne pod względem struktury i poziomu do stosowanych w systemie wynagrodzeń Unii Europejskiej.

Członkowie Zarządu i zatrudniani przez EBC członkowie Rady ds. Nadzoru otrzymują wynagrodzenie podstawowe, przy czym niepełnoetatowi członkowie Rady ds. Nadzoru zatrudniani przez EBC otrzymują także wynagrodzenie zmienne zależne od liczby posiedzeń, w których uczestniczyli. Członkowie Zarządu i zatrudniani przez EBC pełnoetatowi członkowie Rady ds. Nadzoru otrzymują ponadto dodatki na cele mieszkaniowe i reprezentacyjne. Prezesowi zamiast dodatku na cele mieszkaniowe przysługuje rezydencja należąca do EBC. Zgodnie z warunkami zatrudnienia pracowników Europejskiego Banku Centralnego członkom Zarządu i Rady ds. Nadzoru przysługuje – w zależności od ich sytuacji osobistej – dodatek rodzinny oraz dodatek na dzieci i na pokrycie kosztów ich edukacji. Od wynagrodzenia odprowadza się podatek na rzecz Unii Europejskiej, a także składki na fundusz emerytalny oraz ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe. Dodatki są wolne od opodatkowania i nie wchodzą do podstawy wymiaru emerytury.

W 2015 wynagrodzenia podstawowe członków Zarządu i zatrudnianych przez EBC członków Rady ds. Nadzoru (czyli z wyłączeniem przedstawicieli krajowych organów nadzoru) były następujące⁴⁶:

	2015 EUR	2014 EUR
Mario Draghi (prezes)	385 860	379 608
Vitor Constâncio (wiceprezes)	330 744	325 392
Peter Praet (członek Zarządu)	275 604	271 140
Jörg Asmussen (członek Zarządu do stycznia 2014)	–	4 912
Benoît Cœuré (członek Zarządu)	275 604	271 140
Yves Mersch (członek Zarządu)	275 604	271 140
Sabine Lautenschläger (członek Zarządu)	275 604	253 457
Zarząd ogółem	1 819 020	1 776 789
Rada ds. Nadzoru ogółem (członkowie zatrudnieni przez EBC)⁴⁷	635 385	508 589
<i>w tym:</i>		
Danièle Nouy (przewodnicząca Rady ds. Nadzoru)	275 604	271 140
Razem	2 454 405	2 285 378

Wynagrodzenie niepełnoetatowych członków Rady ds. Nadzoru wyniosło 352 256 EUR (2014: 74 776 EUR).

Łączna wartość dodatków wypłaconych członkom Zarządu i Rady oraz opłaconych przez EBC w ich imieniu składek na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe wyniosła 625 021 EUR (2014: 674 470 EUR).

W 2015 nie wypłacono na rzecz członków Zarządu i Rady żadnych świadczeń z tytułu podjęcia lub zakończenia pracy (2014: 68 616 EUR).

Byli członkowie Zarządu i Rady ds. Nadzoru po zakończeniu kadencji mogą otrzymywać przez określony czas wynagrodzenia przejściowe. W 2015 wypłaty z tego tytułu, związane z nimi dodatki rodzinne oraz opłacone przez EBC składki na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe byłych członków wyniosły 9730 EUR (2014: 243 178 EUR). Świadczenia emerytalne, w tym związane z nimi dodatki, wypłacone na rzecz byłych członków Zarządu i osób będących na ich utrzymaniu oraz składki na ubezpieczenie zdrowotne i wypadkowe wyniosły 783 113 EUR (2014: 599 589 EUR).

⁴⁶ Kwoty brutto, czyli przed potrąceniami na rzecz Unii Europejskiej.

⁴⁷ Z wyłączeniem Sabine Lautenschläger, której wynagrodzenie wykazywane jest łącznie z wynagrodzeniami pozostałych członków Zarządu.

Na koniec 2015 EBC zatrudniał na umowy o pracę (w etatach przeliczeniowych) 2871 osób⁴⁸, w tym 293 osoby na stanowiskach kierowniczych. Rotacja pracowników w 2015 była następująca:

	2015	2014
Zatrudnienie na dzień 1 stycznia	2 577	1 790
Nowe umowy o pracę / zmiana umowy	648	1 458
Rozwiązanie lub wygaśnięcie umowy o pracę	(299)	(681)
Wzrost/(spadek) netto wynikający ze zmian w rozkładzie niepełnych etatów	(55)	10
Zatrudnienie na dzień 31 grudnia	2 871	2 577
Średnie zatrudnienie	2 722	2 155

30 Koszty administracyjne

Pozycja ta obejmuje wszelkie inne wydatki bieżące dotyczące najmu i eksploatacji obiektów biurowych, zakupu niskocennych towarów i sprzętu, usług biznesowych oraz innych usług i towarów, jak również koszty pracownicze dotyczące rekrutacji, przeprowadzki, zagospodarowania w nowym miejscu zamieszkania, szkolenia i powrotu do kraju.

31 Usługi produkcji banknotów

Są to przede wszystkim koszty międzynarodowego transportu banknotów euro z drukarni do krajowych banków centralnych (dostawy nowych banknotów) oraz między krajowymi bankami centralnymi (wyrównywanie niedoborów za pomocą zapasów). Koszty te pokrywa centralnie EBC.

⁴⁸ Z wyłączeniem pracowników na urloпах bezpłatnych. Podana liczba obejmuje pracowników zatrudnionych na czas nieokreślony i określony oraz na umowach krótkoterminowych, uczestników programu EBC dla absolwentów studiów wyższych, a także osoby pozostające na urloпах macierzyńskich i długoterminowych zwolnieniach lekarskich.

President and Governing Council
of the European Central Bank
Frankfurt am Main

10 February 2016

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 2015, the profit and loss account for the year then ended, and a summary of significant accounting policies and other explanatory notes (the "Annual Accounts").

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/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended, and for such internal control as the Executive Board determines is necessary to enable the preparation of the Annual Accounts that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

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 about 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 the Executive Board, 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 at 31 December 2015 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/2010/21 on the annual accounts of the European Central Bank, as amended.

Yours sincerely,

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Victor Veger
Certified Public Accountant



Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Independent Member of Ernst & Young Global Limited

Chairman Supervisory Board: StB Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otto H. Jacobs - Board of Management: WP/StB Georg Graf Waldersee, Chairman
WP/StB Hubert Barth - WP/StB Ute Benzel - Ana-Cristina Grohnert - WP/StB Alexander Kron - WP/StB Mathieu Meyer - WP/StB Gunther Ruppel
dipl. WP Markus T. Schweizer - StB/CPA Mark Smith - CPA Julie Linn Teigland - WP/StB Claus-Peter Wagner - WP/StB Prof. Dr. Peter Wollmert
Registered Office: Stuttgart - Legal Form: GmbH - Amtsgericht Stuttgart HRB 730277 - VAT: DE 147799609

Nieoficjalne tłumaczenie raportu niezależnego biegłego rewidenta sporządzone przez EBC. W razie rozbieżności obowiązuje wersja angielska podpisana przez EY.

Prezes i Rada Prezesów
Europejskiego Banku Centralnego
Frankfurt nad Menem

10 lutego 2016

Raport niezależnego biegłego rewidenta

Przeprowadziliśmy badanie załączonego rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego, na które składają się: bilans na dzień 31 grudnia 2015, rachunek zysków i strat za rok obrotowy zakończony tą datą oraz opis najważniejszych zasad rachunkowości i noty objaśniające (dalej zwanego „rocznym sprawozdaniem finansowym”).

Odpowiedzialność Zarządu Europejskiego Banku Centralnego za roczne sprawozdanie finansowe

Zarząd odpowiada za sporządzenie i rzetelną prezentację rocznego sprawozdania finansowego zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów, przedstawionymi w decyzji EBC/2010/21 w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego, z późniejszymi zmianami, oraz za zapewnienie kontroli wewnętrznej w takim zakresie, jaki uzna za konieczny do sporządzenia rocznego sprawozdania finansowego wolnego od istotnych nieprawidłowości, wynikających z zafałszowania danych lub błędów.

Odpowiedzialność biegłego rewidenta

Naszym zadaniem jest wyrażenie opinii o rocznym sprawozdaniu finansowym na podstawie przeprowadzonego badania. Przeprowadziliśmy je zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rewizji Finansowej. Standardy te wymagają od nas przestrzegania wymogów etycznych oraz zaplanowania i przeprowadzenia badania w sposób pozwalający uzyskać wystarczającą pewność, czy roczne sprawozdanie finansowe nie zawiera istotnych nieprawidłowości.

Badanie obejmuje zastosowanie odpowiednich procedur w celu uzyskania dowodów dotyczących kwot i informacji wykazanych w rocznym sprawozdaniu finansowym. Wybór procedur zależy od osądu rewidenta, w tym oceny ryzyka wystąpienia w rocznym sprawozdaniu finansowym istotnych nieprawidłowości, wynikających z zafałszowania danych lub błędów. W celu opracowania procedur badania odpowiednich w danych okolicznościach biegły rewident przy ocenie ryzyka bierze pod uwagę kontrolę wewnętrzną w zakresie istotnym dla sporządzenia i rzetelnej prezentacji rocznego sprawozdania finansowego, natomiast nie jest zadaniem biegłego rewidenta wyrażenie opinii na temat skuteczności kontroli wewnętrznej w badanej jednostce. Badanie obejmuje również ocenę adekwatności stosowanych zasad rachunkowości, zasadności szacunków księgowych dokonanych przez Zarząd oraz ogólnej prezentacji rocznego sprawozdania finansowego.

Uważamy, że dowody uzyskane przez nas w badaniu stanowią odpowiednią i wystarczającą podstawę do wyrażenia opinii.

Opinia

Naszym zdaniem roczne sprawozdanie finansowe daje prawdziwy i rzetelny obraz sytuacji finansowej Europejskiego Banku Centralnego na dzień 31 grudnia 2015 oraz wyników jego działalności za rok obrotowy zakończony tą datą, zgodnie z zasadami określonymi przez Radę Prezesów w decyzji EBC/2010/21 w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego, z późniejszymi zmianami.

Z poważaniem

Ernst & Young GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Victor Veger
Certified Public Accountant

Claus-Peter Wagner
Wirtschaftsprüfer

Informacja o sposobie podziału zysku lub pokrycia straty

Informacja ta nie jest częścią sprawozdania finansowego EBC za rok 2015.

Zgodnie z art. 33 Statutu ESBC zysk netto EBC jest przekazywany w następującym porządku:

- (a) kwota określona przez Radę Prezesów – maksymalnie 20% zysku netto – zostaje przeniesiona do ogólnego funduszu rezerwowego, którego wysokość nie może przekroczyć 100% kapitału;
- (b) pozostały zysk netto jest dzielony między udziałowców EBC proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów.

W razie 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 ESBC⁴⁹.

Zysk netto EBC za 2015 wyniósł 1081,8 mln EUR. W ramach tymczasowego podziału zysku zgodnie z decyzją Rady Prezesów w dniu 29 stycznia 2016 rozdzielono pomiędzy krajowe banki centralne ze strefy euro kwotę 812,1 mln EUR. Ponadto Rada Prezesów postanowiła rozdzielić między krajowe banki centralne ze strefy euro pozostałą część zysku w kwocie 269,7 mln EUR.

Zysk jest rozdzielany między krajowe banki centralne proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów w subskrybowanym kapitale EBC. Krajowe banki centralne spoza strefy euro nie są uprawnione do udziału w zyskach EBC ani nie są zobowiązane do pokrywania jego ewentualnych strat.

	2015 EUR	2014 EUR
Zysk za rok bieżący	1 081 790 763	988 832 500
Tymczasowy podział zysku	(812 134 494)	(840 719 787)
Zysk za rok bieżący po tymczasowym podziale	269 656 269	148 112 713
Podział pozostałego zysku	(269 656 269)	(148 112 713)
Razem	0	0

⁴⁹ Zgodnie z art. 32 ust. 5 Statutu ESBC suma dochodów pieniężnych krajowych banków centralnych zostaje rozdzielona pomiędzy te banki proporcjonalnie do ich opłaconych udziałów w kapitale EBC.

Skonsolidowany bilans Eurosystemu na dzień 31 [fi Xb]U2015¹

(mln EUR)²

AKTYWA		31.12.2015	31.12.2014
1	Złoto i należności w zlocie	338 713	343 630
2	Należności od nierezydentów strefy euro w walutach obcych	307 115	270 250
2.1	Należności od MFW	80 384	81 298
2.2	Środki na rachunkach w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, kredyty zagraniczne i inne aktywa zagraniczne	226 732	188 951
3	Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	31 109	27 940
4	Należności od nierezydentów strefy euro w euro	20 242	18 905
4.1	Środki na rachunkach w bankach, inwestycje w papiery wartościowe, kredyty	20 242	18 905
4.2	Należności z tytułu instrumentów kredytowych w ramach europejskiego mechanizmu kursowego ERM II	0	0
5	Należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro z tytułu operacji polityki pieniężnej	558 989	630 341
5.1	Podstawowe operacje refinansujące	88 978	156 129
5.2	Dłuższe operacje refinansujące	469 543	473 285
5.3	Odwracalne operacje dostrajające	0	0
5.4	Odwracalne operacje strukturalne	0	0
5.5	Kredyt w banku centralnym	468	924
5.6	Kredyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	0	2
6	Pozostałe należności od instytucji kredytowych strefy euro w euro	107 863	59 942
7	Papiery wartościowe rezydentów strefy euro w euro	1 161 159	590 265
7.1	Papiery wartościowe na potrzeby polityki pieniężnej	803 135	217 242
7.2	Pozostałe papiery wartościowe	358 023	373 022
8	Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych w euro	25 145	26 715
9	Pozostałe aktywa	230 810	240 252
Aktywa razem		2 781 145	2 208 238

¹ Na podstawie wstępnych danych niezbadanych przez biegłego rewidenta. Ostateczna wersja skonsolidowanego bilansu rocznego Eurosystemu ukaże się po sfinalizowaniu rocznych sprawozdań finansowych wszystkich krajowych banków centralnych, co ma nastąpić do końca maja 2016.

² Sumy główne i cząstkowe mogą nie sumować się z powodu zaokrągleń.

PASYWA		31.12.2015	31.12.2014
1	Banknoty w obiegu	1 083 539	1 016 616
2	Zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro w euro z tytułu operacji polityki pieniężnej	768 419	366 511
2.1	Rachunki bieżące (w tym rachunki rezerw obowiązkowych)	555 864	318 245
2.2	Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	212 415	48 266
2.3	Depozyty terminowe	0	0
2.4	Odwracalne operacje dostrajające	0	0
2.5	Depozyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	140	0
3	Pozostałe zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro w euro	5 202	4 635
4	Zobowiązania z tytułu emisji certyfikatów dłużnych	0	0
5	Zobowiązania wobec innych rezydentów strefy euro w euro	141 805	64 519
5.1	Zobowiązania wobec sektora instytucji rządowych i samorządowych	59 295	36 738
5.2	Pozostałe zobowiązania	82 510	27 781
6	Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w euro	54 529	47 927
7	Zobowiązania wobec rezydentów strefy euro w walutach obcych	2 803	1 271
8	Zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro w walutach obcych	3 677	4 753
8.1	Depozyty, salda na rachunkach, pozostałe zobowiązania	3 677	4 753
8.2	Zobowiązania z tytułu instrumentów kredytowych w ramach europejskiego mechanizmu kursowego ERM II	0	0
9	Odpowiednik specjalnych praw ciągnięcia (SDR) przyznawanych przez MFW	59 179	56 211
10	Pozostałe pasywa	218 618	219 328
11	Różnice z wyceny	346 172	331 398
12	Kapitał i rezerwy kapitałowe	97 201	95 070
Pasywa razem		2 781 145	2 208 238

Część statystyczna

1. Sytuacja finansowa i monetarna	S2
2. Aktywność gospodarcza	S14
3. Ceny i koszty	S28
4. Kursy walutowe i bilans płatniczy	S35
5. Sytuacja fiskalna	S40

Więcej informacji

Statystyki EBC:	http://sdw.ecb.europa.eu/
Definicje można znaleźć w zakładce do Statistics Bulletin: Notes>General Notes:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023
Szczegółowe obliczenia można znaleźć w zakładce do Statistics Bulletin: Notes>Technical Notes:	http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022
Objaśnienia terminów i skrótów można znaleźć w angielskojęzycznym słowniczku statystycznym EBC:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Szczegółowa uwaga dotycząca metodologii

Wieloletnie średnie stóp wzrostu są obliczane z zastosowaniem średnich geometrycznych. W przypadku wszystkich pozostałych wskaźników zawartych w tej części wieloletnie średnie są wyliczane z wykorzystaniem średniej arytmetycznej.

Konwencje zapisu zastosowane w tabelach

-	brak danych/nie dotyczy	(p)	dane wstępne
.	dane nie są jeszcze dostępne	s.a.	skorygowane o efekty sezonowe
...	0 lub wartości nieistotne	n.s.a.	nieskorygowane o efekty sezonowe

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.1 Podstawowe stopy procentowe EBC

(poziomy w proc. rocznie; zmiany w pkt procentowych)

	Z datą obowiązywania od ¹⁾ :	Depozyt w banku centralnym		Podstawowe operacje refinansujące			Kredyt w banku centralnym	
				Przetargi kwotowe	Przetargi procentowe			
		Stoła stopa procentowa		Minimalna oferowana stopa procentowa				
		Poziom 1	Zmiana 2	Poziom 3	Poziom 4	Zmiana 5	Poziom 6	Zmiana 7
1999	1 sty.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 sty. ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	-	3,25	-1,25
	22 sty.	2,00	-0,75	3,00	-	-	4,50	1,25
	9 kwi.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 lis.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 luty	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 kwi.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 cze.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 czer. ³⁾	3,25	-	-	4,25	-	5,25	-
	1 wrz.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 paź.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 maj	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 sie.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 wrz.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 lis.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 gru.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 cze.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 gru.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 cze.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 sie.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 paź.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 gru.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 cze.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lip.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 paź.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 paź. ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 paź. ⁵⁾	3,25	-	3,75	-	-0,50	4,25	-
	12 lis.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 gru.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 sty.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	-
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 kwi.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 maj	0,25	-	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011	13 kwi.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
	13 lip.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
	9 lis.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
	14 gru.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012	11 lip.	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013	8 maj	0,00	-	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
	13 lis.	0,00	-	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014	11 cze.	-0,10	-0,10	0,15	-	-0,10	0,40	-0,35
	10 wrz.	-0,20	-0,10	0,05	-	-0,10	0,30	-0,10
2015	9 gru.	-0,30	-0,10	0,05	-	-	0,30	-

Źródło: EBC.

1) Dla okresu od 1 stycznia 1999 r. do 9 marca 2004 r. daty dotyczą depozytu i kredytu w banku centralnym. W przypadku podstawowych operacji refinansujących zmiany stopy procentowej obowiązują począwszy od pierwszej operacji zawartej w dniu następującym po wskazanej dacie. Zmiana z 18 września 2001 r. stała się skuteczna w tym samym dniu. O ile nie określono inaczej, od 10 marca 2004 r. data odnosi się zarówno do depozytu i kredytu w banku centralnym, jak i podstawowych operacji refinansujących (przy czym zmiany stają się skuteczne począwszy od pierwszej podstawowej operacji refinansującej zawartej po podjęciu decyzji przez Radę Prezesów).

2) W dniu 22 grudnia 1998 r. EBC ogłosił, że w celu ułatwienia uczestnikom rynku przejścia do nowego systemu monetarnego w okresie pomiędzy 4 a 21 stycznia 1999 r. jako środek nadzwyczajny zostanie zastosowany wąski korytarz w wysokości 50 pkt bazowych pomiędzy stopami procentowymi kredytów w banku centralnym a stopami procentowymi depozytów w banku centralnym.

3) 8 czerwca 2000 r. EBC ogłosił, że począwszy od operacji, która ma być rozliczona 28 czerwca 2000 r., podstawowe operacje refinansujące Eurosystemu będą prowadzone jako przetargi procentowe. Minimalna oferowana stopa odnosi się do minimalnej stopy procentowej, z jaką strony mogą składać swoje oferty.

4) Z dniem 9 października 2008 r. EBC zmniejszył korytarz operacji kredytowo-depozytowych banku centralnego z 200 pkt bazowych na 100 pkt bazowych wokół stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących. Korytarz operacji kredytowo-depozytowych na koniec dnia został przywrócony do 200 pkt bazowych 21 stycznia 2009 r.

5) W dniu 8 października 2008 r. EBC ogłosił, że począwszy od operacji, która miała być rozliczona 15 października, cotygodniowe podstawowe operacje refinansujące będą prowadzone z zastosowaniem procedury przetargu kwotowego z pełnym przydziałem środków wg stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących. Zmiana ta unieważniła przednią decyzję (podjętą tego samego dnia) o obniżeniu minimalnej oferowanej stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących prowadzonych jako przetargi procentowe o 50 pkt bazowych.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.2 Operacje polityki pieniężnej Eurosystemu przydzielane w procedurach przetargowych¹⁾ (mln EUR; oprocentowanie w procentach rocznie)

1.2.1 Podstawowe i dłuższe operacje refinansujące^{2), 3)}

Data rozliczenia	Oferty (kwota)	Liczba uczestników	Przydział środków (kwota)	Procedury przetargu kwotowego	Procedury przetargu procentowego			Liczba dni	
					Staća stopa procentowa	Minimalna oferowana stopa procentowa	Krańcowa stopa procentowa ⁴⁾		Średnia ważona stopa procentowa
1	2	3	4	5	6	7	8		
Podstawowe operacje refinansujące									
2015	21 paź.	65 908	123	65 908	0,05	-	-	-	7
	28 paź.	68 451	129	68 451	0,05	-	-	-	7
	4 lis.	61 468	114	61 468	0,05	-	-	-	7
	11 lis.	62 532	120	62 532	0,05	-	-	-	7
	18 lis.	60 527	113	60 527	0,05	-	-	-	7
	25 lis.	73 774	123	73 774	0,05	-	-	-	7
	9 gru.	69 094	111	69 094	0,05	-	-	-	7
	16 gru.	68 571	113	68 571	0,05	-	-	-	7
	23 gru.	72 908	115	72 908	0,05	-	-	-	7
	30 gru.	88 978	149	88 978	0,05	-	-	-	7
Dłuższe operacje refinansujące⁵⁾									
2015	24 czer. ⁶⁾	73 789	128	73 789	0,05	-	-	-	1 190
	25 cze.	17 269	102	17 269	0,05	-	-	-	98
	30 lip.	21 752	126	21 752	0,05	-	-	-	91
	27 sie.	33 127	123	33 127	0,05	-	-	-	91
	30 wrze. ⁶⁾	15 548	88	15 548	0,05	-	-	-	1 092
	1 paź.	11 842	92	11 842	0,05	-	-	-	77
	29 paź.	18 125	109	18 125	0,05	-	-	-	91
	26 list. ⁷⁾	21 777	112	21 777	0,05	-	-	-	91
	16 gru. ⁶⁾	18 304	55	18 304	0,05	-	-	-	1 015
	17 gru. ⁷⁾	11 710	84	11 710	-	-	-	-	105

Źródło: EBC.

1) Jedynie 10 ostatnich operacji do końca 2015 r. wyświetla się w każdej kategorii.

2) Począwszy od kwietnia 2002 r. operacje z jednodzielnym terminem wykupu (tj. operacje z tygodniowym terminem zapadalności prowadzone jako standardowe postępowanie przetargowe równocześnie z podstawową operacją refinansującą) są klasyfikowane jako podstawowe operacje refinansujące.

3) W dniu 8 czerwca 2000 r. EBC ogłosił, że począwszy od operacji, która miała być rozliczona od 28 czerwca 2000 r., podstawowe operacje refinansujące Eurosystemu będą kontynuowane z zastosowaniem procedur przetargu procentowego. Minimalna oferowana stopa procentowa odnosi się do minimalnej stopy procentowej, po której strony mogą składać swoje oferty. W dniu 8 października 2008 r. EBC ogłosił, że począwszy od operacji, która miała być rozliczona 15 października 2008 r. cotygodniowe podstawowe operacje refinansujące będą prowadzone zgodnie z procedurą przetargu kwotowego z pełną kwotą przydziału po stopie procentowej podstawowych operacji refinansujących. EBC 4 marca 2010 r. zdecydował o powrocie do procedur przetargu procentowego w przypadku typowych 3-miesięcznych dłuższych operacji refinansujących począwszy od operacji, które miały być przydzielone 28 kwietnia 2010 r. i rozliczone 29 kwietnia 2010 r.

4) W przypadku operacji zasilających w (absorbujących) płynność krańcowa stopa procentowa odnosi się do najniższej (najwyższej) stopy procentowej, z którą oferty zostały przyjęte.

5) W przypadku operacji rozliczonych 22 grudnia 2011 r. i 1 marca 2012 r. po upływie 1 roku strony miały możliwość zwrócenia części płynności, która została im przydzielona w tych operacjach, w dniu, który zbiegał się z terminem rozliczenia podstawowej operacji refinansującej.

6) Ukierunkowana dłuższa operacja refinansująca. Więcej informacji na ten temat można znaleźć na stronie internetowej EBC (<https://www.ecb.europa.eu>) w zakładce do Monetary Policy Instruments > Open market operations.

7) W tej dłuższej operacji refinansującej stopa procentowa, po której realizowane są oferty, jest indeksowana do średniej minimalnej oferowanej stopy w podstawowych operacjach refinansujących przez cały czas trwania operacji. Stopy procentowe wyświetlane dla tych operacji zostały zaokrąglone do 2 miejsc po przecinku. W Technical Notes przedstawiono dokładną metodę obliczania.

1.2.2 Pozostałe operacje przetargowe

Data rozliczenia	Rodzaj operacji	Oferty (kwota)	Liczba uczestników	Przydział (kwota)	Procedury przetargu kwotowego	Procedury przetargu procentowego				Liczba dni	
						Staća stopa procentowa	Minimalna oferowana stopa procentowa	Maksymalna oferowana stopa procentowa	Krańcowa stopa procentowa ²⁾		Średnia ważona stopa procentowa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
2014	9 kwi.	Przyjmowanie depozytów terminowych	192 515	156	172 500	-	-	0,25	0,24	0,22	7
	16 kwi.	Przyjmowanie depozytów terminowych	153 364	139	153 364	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	23 kwi.	Przyjmowanie depozytów terminowych	166 780	139	166 780	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	30 kwi.	Przyjmowanie depozytów terminowych	103 946	121	103 946	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	7 maj	Przyjmowanie depozytów terminowych	165 533	158	165 533	-	-	0,25	0,25	0,23	7
	14 maj	Przyjmowanie depozytów terminowych	144 281	141	144 281	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	21 maj	Przyjmowanie depozytów terminowych	137 465	148	137 465	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	28 maj	Przyjmowanie depozytów terminowych	102 878	119	102 878	-	-	0,25	0,25	0,25	7
	4 cze.	Przyjmowanie depozytów terminowych	119 200	140	119 200	-	-	0,25	0,25	0,24	7
	11 cze.	Przyjmowanie depozytów terminowych	108 650	122	108 650	-	-	0,15	0,15	0,13	7

Źródło: EBC.

1) Jedynie 10 ostatnich operacji do końca 2015 r. wyświetla się w każdej kategorii.

2) W operacjach zasilających w (absorbujących) płynność krańcowa stopa procentowa odnosi się do najniższej (najwyższej) stopy, z którą oferty zostały przyjęte.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.3 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych (oprocenowanie roczne; średnie okresowe)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	3,8	4,5	2,8	3,0	2,4	1,7	0,8
Niemcy	3,3	4,3	1,9	1,5	1,6	1,2	0,5
Estonia ²⁾
Irlandia	4,6	4,4	4,9	6,2	3,8	2,4	1,2
Grecja	7,5	4,8	11,3	22,5	10,1	6,9	9,7
Hiszpania	4,3	4,4	4,1	5,8	4,6	2,7	1,7
Francja	3,6	4,4	2,5	2,5	2,2	1,7	0,8
Włochy	4,4	4,6	4,0	5,5	4,3	2,9	1,7
Cypr	5,4	5,3	5,6	7,0	6,5	6,0	4,5
Łotwa	5,5	5,3	5,7	4,6	3,3	2,5	1,0
Litwa	5,3	5,2	5,4	4,8	3,8	2,8	1,4
Luksemburg	3,3	4,1	2,2	1,8	1,9	1,3	0,4
Malta	4,3	5,0	3,5	4,1	3,4	2,6	1,5
Holandia	3,5	4,4	2,2	1,9	2,0	1,5	0,7
Austria	3,6	4,4	2,4	2,4	2,0	1,5	0,7
Portugalia	5,2	4,5	6,1	10,5	6,3	3,8	2,4
Słowenia	4,7	5,1	4,3	5,8	5,8	3,3	1,7
Słowacja	4,4	5,3	3,4	4,6	3,2	2,1	0,9
Finlandia	3,5	4,4	2,2	1,9	1,9	1,4	0,7
Strefa euro	3,9	4,4	3,1	3,9	3,0	2,0	1,2
Bułgaria	4,8	5,0	4,6	4,5	3,5	3,3	2,5
Czechy	3,7	4,6	2,8	2,8	2,1	1,6	0,6
Dania	3,5	4,5	2,1	1,4	1,7	1,3	0,7
Chorwacja	5,4	5,1	5,6	6,1	4,7	4,1	3,6
Węgry	7,0	7,3	6,6	7,9	5,9	4,8	3,4
Polska	5,7	6,6	4,7	5,0	4,0	3,5	2,7
Rumunia	6,7	7,3	6,3	6,7	5,4	4,5	3,5
Szwecja	3,5	4,5	2,1	1,6	2,1	1,7	0,7
Wielka Brytania	3,9	4,8	2,5	1,7	2,0	2,1	1,8
Unia Europejska	4,0	4,6	3,2	3,7	3,0	2,2	1,4
Stany Zjednoczone	3,8	4,7	2,6	1,8	2,3	2,5	2,1
Japonia	1,2	1,5	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4

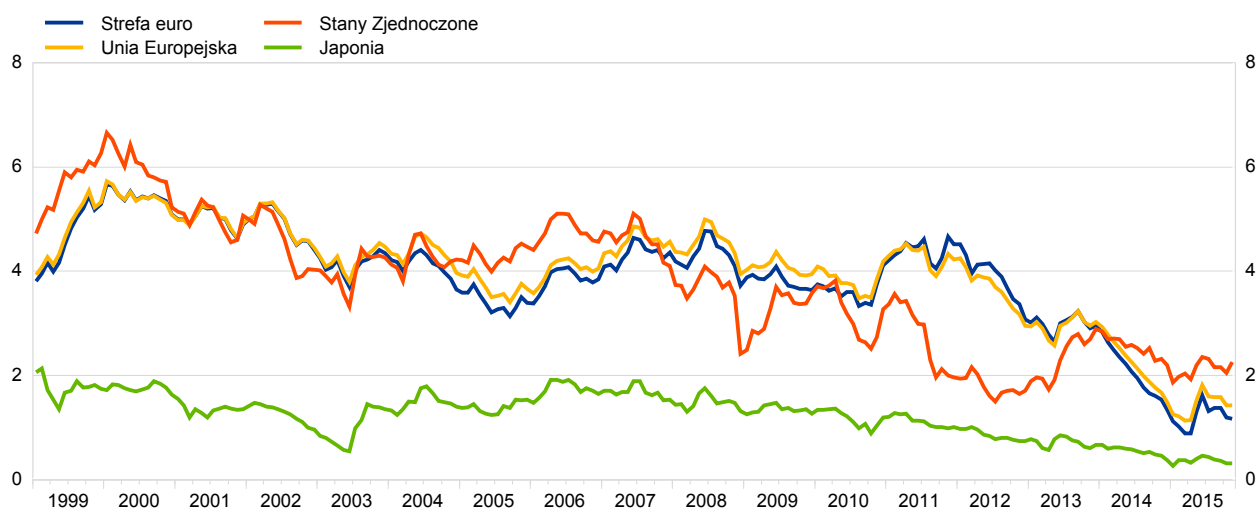
Źródło: Obliczenia EBC oparte na danych dziennych z krajowych banków centralnych; dane Thomson Reuters dla Stanów Zjednoczonych i Japonii.

1) Dane dla Cypru, Łotwy, Litwy, Malty, Słowenii, Słowacji, Czech, Węgier i Polski dostępne od stycznia 2001 r. Dane dla Bułgarii dostępne od stycznia 2003 r.; dane dla Chorwacji - od grudnia 2005 r. a dla Rumunii - od kwietnia 2005 r.

2) Nie ma estońskich skarbowych papierów dłużnych, które odpowiadają definicji długoterminowych stóp procentowych dla celów konwergencji. Nie wskazano odpowiedniego orientacyjnego wskaźnika.

Wykres 1.3 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych¹⁾

(oprocenowanie roczne; średnie miesięczne)



Źródło: Obliczenia EBC oparte na danych dziennych z krajowych banków centralnych. Dane Thomson Reuters dla Stanów Zjednoczonych i Japonii.

1) Dane dla Cypru, Łotwy, Litwy, Malty, Słowenii, Słowacji, Czech, Węgier i Polski dostępne od stycznia 2001 r. Dane dla Bułgarii dostępne od stycznia 2003 r.; dane dla Chorwacji - od grudnia 2005 r. a dla Rumunii - od kwietnia 2005 r.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.4 Wybrane indeksy giełdowe (zmiany procentowe)

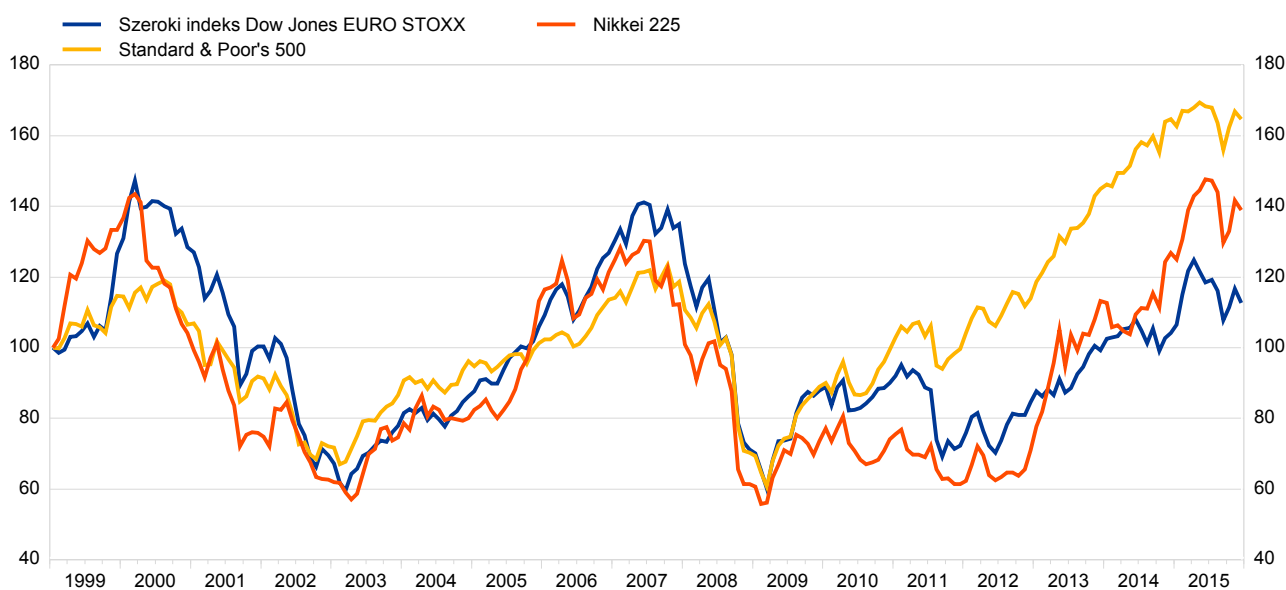
	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia – BEL 20	10,8	-42,9	47,3	18,8	18,1	12,4	12,6
Niemcy – DAX 30	54,4	-30,9	80,3	29,1	25,5	2,7	9,6
Estonia – OMXT	616,3	119,0	122,2	38,2	11,4	-7,7	19,1
Irlandia – ISEQ	35,4	-53,3	128,3	17,1	33,6	15,1	30,0
Grecja – ASE	-88,9	-68,7	-71,3	33,4	28,1	-28,9	-23,6
Hiszpania – IBEX 35	-18,0	-21,0	-20,1	-4,7	21,4	3,7	-7,2
Francja – CAC 40	-22,2	-46,0	17,8	15,2	18,0	-0,5	8,5
Włochy – FTSEMIB	-49,7	-54,3	-7,9	7,8	16,6	0,2	12,7
Cypr – CSE	-93,3	9,4	-95,8	-61,2	-10,1	-17,0	-20,9
Łotwa – OMXR	281,5	74,1	113,1	6,7	16,2	-11,3	45,7
Litwa – OMXV	386,0	79,3	85,7	18,8	18,7	7,3	7,4
Luksemburg – LuxX	-0,5	-29,8	1,4	9,9	16,1	4,9	-8,5
Malta – MSE	35,2	-2,1	28,0	3,8	14,8	-9,6	33,0
Holandia – AEX	-34,2	-63,4	31,8	9,7	17,2	5,6	4,1
Austria – ATX	100,1	46,2	-4,0	26,9	6,1	-15,2	11,0
Portugalia – PSI 20	-55,6	-47,0	-37,2	2,9	16,0	-26,8	10,7
Słowenia – SBITOP	-52,7	-42,0	-29,2	7,8	3,2	19,6	-11,2
Słowacja – SAX	279,3	366,0	9,5	-10,8	2,9	12,4	31,5
Finlandia – OMXH	-41,0	-62,9	33,1	8,3	26,5	5,7	10,8
Strefa euro – szeroki indeks DJ EURO STOXX	-17,1	-46,5	25,6	15,5	20,5	1,7	8,0
Bułgaria – SOFIX	331,8	236,0	7,9	7,2	42,3	6,2	-11,7
Czechy – PX 50	95,3	75,3	-14,4	14,0	-4,8	-4,3	1,0
Dania – OMXC 20	296,6	-3,1	201,2	27,2	24,1	20,9	36,2
Chorwacja – CROBEX	44,1	46,9	-15,7	0,0	3,1	-2,7	-3,2
Węgry – BUX	171,2	38,8	12,7	7,1	2,2	-10,4	43,8
Polska – WIG	157,0	50,6	16,2	26,2	8,1	0,3	-9,6
Rumunia – BET	1 461,6	546,8	49,3	18,7	26,1	9,1	-1,1
Szwecja – OMXS 30	20,7	-44,8	52,0	11,8	20,7	9,9	-1,2
Wielka Brytania – FTSE 100	-9,9	-36,0	15,3	5,8	14,4	-2,7	-4,9
Stany Zjednoczone – S&P 500	39,1	-38,5	83,3	13,4	29,6	11,4	-0,7
Japonia – Nikkei 225	0,5	-53,2	80,5	22,9	56,7	7,1	9,1

Źródło: Obliczenia EBC oparte na danych dziennych Thomson Reuters Datastream i Bloomberg.

1) Dane dla Bułgarii i Łotwy dostępne od 2000 r., dla Chorwacji - od 2002 r., dla Cypru - od 2004 r., a dla Słowenii - od 2007 r.

Wykres 1 Szeroki indeks Dow Jones EURO STOXX, indeksy Standard & Poor's 500 i Nikkei 225

(indeks: styczeń 1999 = 100; średnie miesięczne)



Źródło: Obliczenia EBC oparte na danych dziennych z serwisów Thomson Reuters Datastream i Bloomberg.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.5 Rynki pieniężne: 3-miesięczne stopy procentowe oferowane na rynku międzybankowym¹⁾ (oprocentowanie roczne; średnie dla okresu)

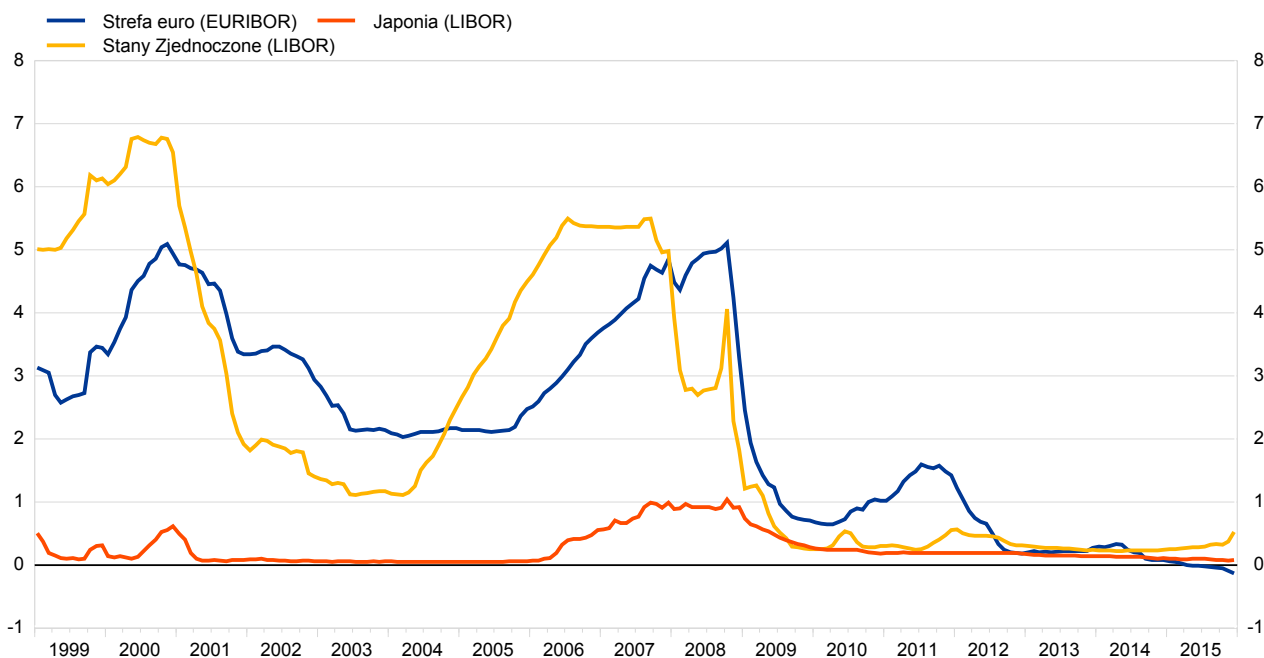
	1999-2015 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Strefa euro – EURIBOR	2,23	3,35	0,63	0,57	0,22	0,21	-0,02
Bulgaria – SOFIBOR	3,44	4,57	2,61	2,26	1,14	0,78	0,54
Czechy – PRIBOR	2,58	3,70	0,97	1,00	0,46	0,36	0,31
Dania – CIBOR	2,52	3,64	0,90	0,62	0,27	0,31	-0,12
Chorwacja – ZIBOR	5,71	7,54	3,09	3,42	1,52	0,97	1,23
Węgry – BUBOR	7,80	9,70	5,10	7,00	4,32	2,41	1,61
Polska – WIBOR	6,83	9,11	3,58	4,91	3,03	2,52	1,75
Rumunia – ROBOR	16,36	24,65	5,40	5,34	4,23	2,54	1,33
Szwecja – STIBOR	2,52	3,44	1,14	2,00	1,19	0,66	-0,20
Wielka Brytania – LIBOR	2,22	3,36	0,59	0,49	0,15	0,18	-0,02
Stany Zjednoczone – LIBOR	2,35	3,73	0,37	0,43	0,27	0,23	0,31
Japonia – LIBOR	0,26	0,29	0,21	0,19	0,15	0,13	0,09

Źródło: Obliczenia EBC oparte na danych dziennych serwisu Thomson Reuters i Thomson Reuters Datastream.

1) Międzybankowe oferowane stopy procentowe dla walut każdego obszaru odniesienia.

2) Dane dla Bulgarii dostępne od 2003 r.

Wykres 1.5 Rynki pieniężne: 3-miesięczne stopy procentowe oferowane na rynku międzybankowym (oprocentowanie roczne; średnie miesięczne)



Źródło: Obliczenia EBC oparte na danych dziennych z serwisu Thomson Reuters.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.6 Złożony koszt kredytu

(oprocentowanie roczne; nowe umowy; średnie okresowe)

1.6.1 Przedsiębiorstwa niefinansowe¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	3,24	4,24	2,38	2,40	2,28	2,26	2,00
Niemcy	3,76	4,75	2,91	2,94	2,57	2,48	2,09
Estonia	-	-	3,77	3,71	3,16	2,97	2,51
Irlandia	4,27	5,10	3,55	3,68	3,60	3,69	3,06
Grecja	5,77	5,78	5,77	6,57	6,25	5,83	5,13
Hiszpania	3,69	4,21	3,24	3,59	3,58	3,36	2,63
Francja	3,21	4,11	2,43	2,59	2,17	2,10	1,74
Włochy	4,14	4,90	3,50	4,13	4,00	3,56	2,59
Cypr	-	-	6,17	6,95	6,30	5,82	4,78
Łotwa	-	-	-	-	-	3,51	3,33
Litwa	-	-	-	-	-	-	2,49
Luksemburg	2,99	4,03	2,09	1,99	1,77	1,65	1,38
Malta	-	-	4,52	4,50	4,48	4,26	3,94
Holandia	3,34	4,30	2,52	2,52	2,36	2,32	1,84
Austria	3,19	4,26	2,27	2,27	2,01	1,97	1,82
Portugalia	5,25	5,34	5,17	6,25	5,64	5,00	3,96
Słowenia	4,56	4,36	4,74	4,97	4,85	4,39	3,12
Słowacja	-	-	2,96	2,82	2,62	2,66	2,41
Finlandia	3,06	4,05	2,21	2,22	2,08	2,13	1,85
Strefa euro ²⁾	3,69	4,51	2,98	3,21	2,97	2,78	2,23

Źródło: Statystyki EBC: stopy procentowe sektora MIF.

1) Wskaźnik złożony kosztu pożyczki dla przedsiębiorstw niefinansowych obejmuje stopy procentowe wszystkich kredytów i pożyczek udzielonych przedsiębiorstwom, w tym kredyt w rachunku bieżącym. Wskaźnik ten jest wyliczany na podstawie danych statystycznych dotyczących stóp procentowych sektora MIF.

2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro.

1.6.2 Gospodarstwa domowe - kredyty i pożyczki na zakup nieruchomości mieszkaniowych¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	3,24	4,24	2,38	3,63	3,45	3,17	2,51
Niemcy	3,76	4,75	2,91	3,07	2,76	2,50	1,96
Estonia	-	-	3,77	2,96	2,72	2,52	2,30
Irlandia	4,27	5,10	3,55	3,36	3,42	3,44	3,42
Grecja	5,77	5,78	5,77	3,21	2,81	2,93	2,63
Hiszpania	3,69	4,21	3,24	3,27	2,99	2,93	2,23
Francja	3,21	4,11	2,43	3,76	3,18	2,95	2,31
Włochy	4,14	4,90	3,50	3,96	3,69	3,20	2,51
Cypr	-	-	6,17	5,18	4,88	4,42	3,63
Łotwa	-	-	-	-	-	3,33	3,08
Litwa	-	-	-	-	-	-	1,87
Luksemburg	2,99	4,03	2,09	2,23	2,13	2,02	1,86
Malta	-	-	4,52	3,38	3,22	2,93	2,78
Holandia	3,34	4,30	2,52	4,29	3,78	3,35	2,90
Austria	3,19	4,26	2,27	2,72	2,39	2,29	2,01
Portugalia	5,25	5,34	5,17	3,89	3,25	3,19	2,38
Słowenia	4,56	4,36	4,74	3,37	3,20	3,21	2,53
Słowacja	-	-	2,96	4,74	4,10	3,42	2,74
Finlandia	3,06	4,05	2,21	1,97	2,01	1,81	1,36
Strefa euro ²⁾	3,69	4,51	2,98	3,47	3,07	2,80	2,26

Źródło: Statystyki EBC dotyczące stóp procentowych sektora MIF.

1) Wskaźnik kosztu kredytu dla nowych kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych obejmuje stopy procentowe kredytów i pożyczek udzielonych gospodarstwom domowym na zakup nieruchomości mieszkaniowych. Wskaźnik ten jest wyliczany na podstawie danych statystycznych dotyczących stóp procentowych sektora MIF.

2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.7 Łączna stopa depozytowa

(oprocenowanie roczne; średnie okresowe)

1.7.1 Przedsiębiorstwa niefinansowe¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,53	2,79	0,46	0,42	0,34	0,35	0,15
Niemcy	1,61	2,86	0,53	0,49	0,24	0,24	0,16
Estonia	-	-	0,72	0,57	0,30	0,31	0,23
Irlandia	1,80	2,75	0,99	1,38	0,57	0,41	0,15
Grecja	-	-	-	-	-	-	-
Hiszpania	2,13	2,90	1,48	1,90	1,55	0,80	0,36
Francja	1,88	2,89	1,02	1,35	0,81	0,74	0,31
Włochy	2,07	2,88	1,37	1,81	1,80	1,22	0,88
Cypr	-	-	2,93	3,93	2,68	2,44	1,72
Łotwa	-	-	-	-	-	-	-
Litwa	-	-	0,68	0,65	0,36	0,22	0,17
Luksemburg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Holandia	-	-	-	0,46	0,19	0,17	0,06
Austria	1,78	2,92	0,80	0,85	0,45	0,44	0,32
Portugalia	2,25	2,97	1,63	1,79	1,57	0,96	0,46
Słowenia	-	-	1,46	2,21	1,66	0,72	0,27
Słowacja	-	-	0,61	0,64	0,44	0,39	0,24
Finlandia	1,57	2,80	0,51	0,45	0,29	0,42	0,30
Strefa euro ²⁾	1,84	2,86	0,97	1,21	0,94	0,61	0,32

Źródło: Statystyki EBC dotyczące stóp procentowych sektora MIF.

1) Nowe depozyty z uzgodnionym terminem z wyjątkiem depozytów *overnight* i depozytów z terminem wypowiedzenia.

2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro.

1.7.2 Gospodarstwa domowe¹⁾

	2003-2015	2003-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,94	2,75	1,24	1,25	1,30	1,17	1,00
Niemcy	1,90	2,80	1,13	1,33	0,86	0,69	0,47
Estonia	1,79	2,75	0,97	0,92	0,53	0,55	0,58
Irlandia	1,93	2,64	1,32	1,90	0,94	0,64	0,33
Grecja	-	-	-	-	-	-	-
Hiszpania	2,38	2,89	1,94	2,60	1,83	0,99	0,46
Francja	2,48	2,89	2,12	2,44	2,18	2,19	1,68
Włochy	1,94	2,07	1,83	2,98	2,14	1,59	1,20
Cypr	-	-	3,45	4,39	2,95	2,56	1,77
Łotwa	-	-	1,33	0,90	0,49	0,50	0,56
Litwa	-	-	1,12	0,96	0,54	0,43	0,28
Luksemburg	-	-	-	0,68	-	-	-
Malta	-	-	2,13	2,42	2,26	1,83	1,33
Holandia	-	-	-	3,01	2,33	2,09	1,92
Austria	1,99	2,89	1,22	1,45	0,89	0,74	0,45
Portugalia	2,40	2,67	2,16	3,13	2,16	1,59	0,75
Słowenia	-	-	2,01	2,70	2,25	1,25	0,58
Słowacja	-	-	1,94	2,40	1,71	1,67	1,68
Finlandia	2,14	2,97	1,43	1,56	1,10	1,09	0,96
Strefa euro ²⁾	2,37	2,81	1,98	2,76	1,99	1,35	0,82

Źródło: Statystyki EBC dotyczące stóp procentowych sektora MIF.

1) Nowe depozyty z uzgodnionym terminem z wyjątkiem depozytów *overnight* i depozytów z terminem wypowiedzenia.

2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro.

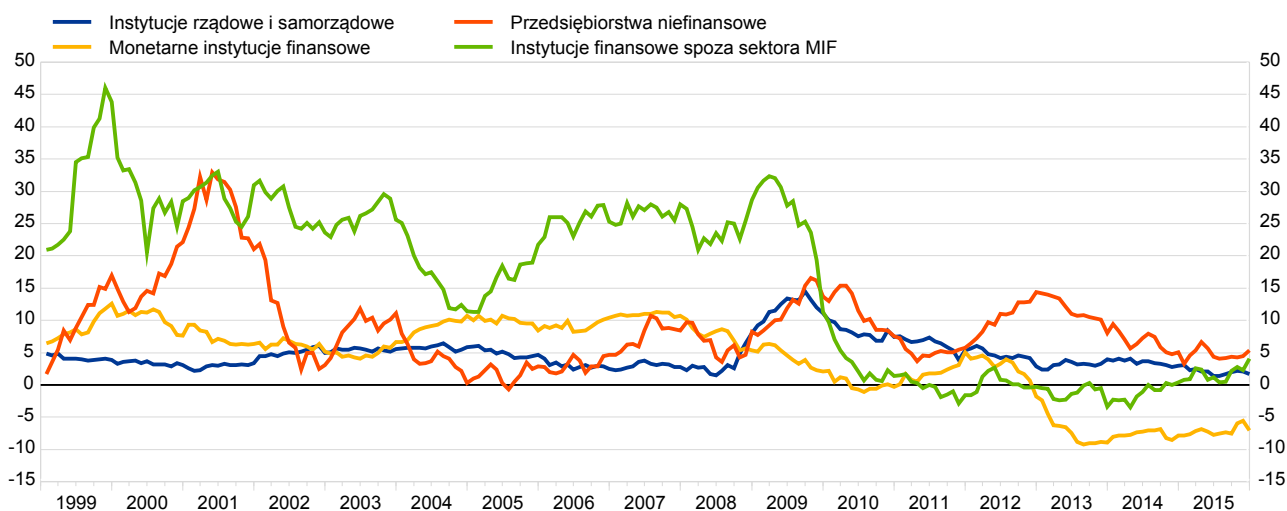
1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.8 Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez rezydentów strefy euro we wszystkich walutach (roczne zmiany w proc.; średnie okresowe)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	3,3	2,6	2,5	5,6	1,4	1,4	1,3
Niemcy	2,2	4,8	-1,5	-1,1	-4,1	-2,6	-0,6
Estonia	-	-	7,8	30,8	9,9	10,4	-0,6
Irlandia	5,8	9,9	-1,6	-2,1	-3,0	-3,5	-0,5
Grecja	4,9	12,6	-7,2	-9,0	-25,6	-11,4	-4,6
Hiszpania	9,0	15,6	-0,7	5,1	-4,1	-6,9	-4,5
Francja	6,4	8,4	3,4	6,7	0,1	2,7	0,7
Włochy	4,4	6,4	0,7	6,5	1,5	-1,3	-3,8
Cypr	-	-	-2,9	-0,3	2,5	-5,6	-2,9
Łotwa	-	-	22,1	48,0	34,4	34,9	9,1
Litwa	-	-	1,9	-	-	3,7	-2,1
Luksemburg	6,4	0,2	14,7	33,6	20,8	13,3	16,1
Malta	-	-	10,2	7,4	6,8	14,3	13,1
Holandia	7,6	12,6	0,8	0,2	-0,8	-0,4	1,6
Austria	5,0	9,6	-1,3	-0,3	-2,1	-1,8	-3,1
Portugalia	7,2	10,4	0,1	-1,8	-2,0	-7,4	-6,5
Słowenia	-	-	10,5	-1,6	11,9	29,6	3,6
Słowacja	12,3	13,7	10,4	17,5	13,7	7,7	1,6
Finlandia	5,2	3,6	6,6	11,4	8,5	7,2	-1,3
Strefa euro	5,2	7,7	1,1	3,6	-0,6	-0,7	-0,5

Źródło: EBC.

Wykres 1.8 Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez rezydentów strefy euro, wg sektorów
(roczne zmiany w proc.)



Źródło: EBC.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.9 Akcje notowane, wyemitowane przez rezydentów strefy euro

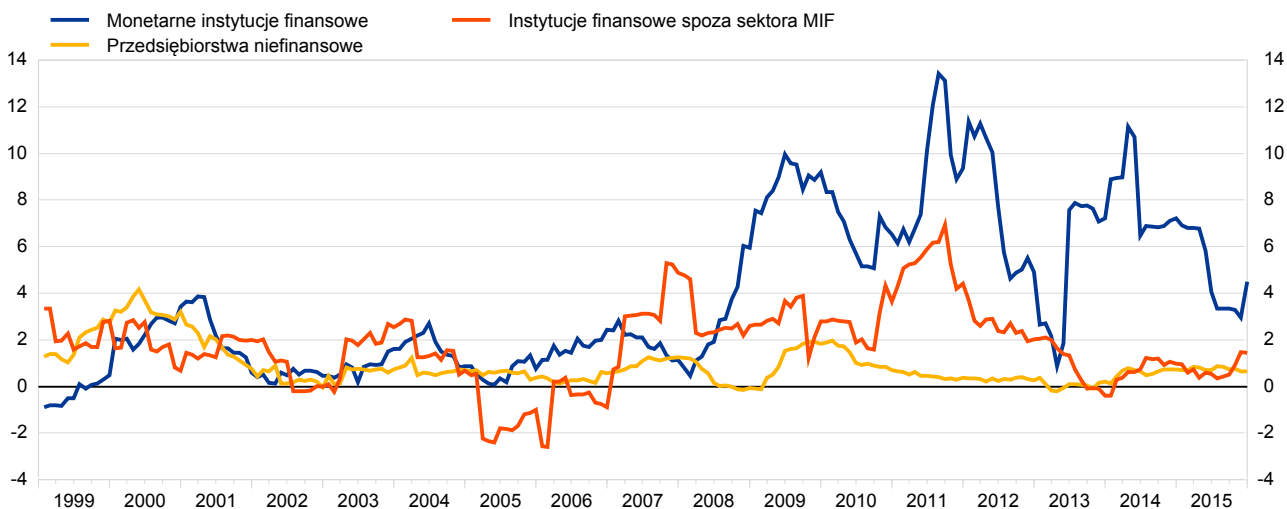
(roczne zmiany w proc.; średnie okresowe)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	-0,3	-0,9	0,4	-0,7	1,0	1,3	1,0
Niemcy	1,3	1,4	1,0	0,9	0,3	0,7	0,9
Estonia	-	-	-8,0	-5,8	-4,5	-3,8	-4,8
Irlandia	2,8	1,0	0,8	5,2	-6,1	-0,7	0,3
Grecja	8,1	1,5	19,5	1,8	39,6	35,1	6,8
Hiszpania	1,2	1,1	1,3	1,1	0,8	0,3	2,5
Francja	0,9	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,8
Włochy	1,6	1,1	1,9	3,7	0,7	1,4	1,8
Cypr	-	-	16,0	13,8	9,3	13,8	23,1
Łotwa	-	-	0,3	0,0	0,0	0,1	0,6
Litwa	-	-	-0,5	-	-	-0,7	-3,9
Luksemburg	5,3	5,7	5,5	4,7	1,2	5,8	4,2
Malta	-	-	4,1	0,4	2,2	5,1	8,0
Holandia	0,3	0,3	0,3	-0,7	-0,6	0,7	0,0
Austria	5,9	8,7	2,4	1,4	1,2	5,2	2,3
Portugalia	2,4	2,3	2,5	4,0	2,3	3,2	3,4
Słowenia	-	-	1,0	0,6	2,8	1,1	0,5
Słowacja	-	-	0,6	4,0	-0,1	0,0	-0,1
Finlandia	0,1	-0,5	1,1	0,9	1,4	2,3	0,9
Strefa euro	1,2	1,0	1,2	1,2	0,6	1,3	1,2

Źródło: EBC.

Wykres 1.9 Akcje notowane, wyemitowane przez rezydentów strefy euro, wg sektorów

(roczne zmiany w proc.)



Źródło: EBC.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.10 Agregaty monetarne, składniki i czynniki kreacji¹⁾

(roczne zmiany w proc. na koniec każdego roku; średnie okresowe; skorygowane o efekty sezonowe)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Składniki M3							
M3	5,3	7,5	2,2	3,5	1,0	3,8	4,7
M2	5,6	7,3	3,1	4,5	2,5	3,8	5,2
M1	7,5	7,8	7,1	6,5	5,8	8,1	10,7
Pieniądz gotówkowy w obiegu	7,5	9,0	5,5	2,4	5,3	6,4	6,7
Depozyty overnight	7,5	7,6	7,4	7,4	5,9	8,4	11,5
M2-M1 (pozostałe depozyty krótkoterminowe)	3,3	7,1	-1,9	2,0	-1,8	-2,3	-3,5
Depozyty z uzgodnionym terminem pierwotnym do 2 lat	2,5	10,3	-7,7	-2,1	-6,4	-5,4	-9,1
Depozyty z terminem wypowiedzenia do 3 miesięcy	3,8	3,3	4,5	5,9	2,2	0,1	0,5
M3-M2 (instrumenty zbywalne)	2,3	8,8	-6,2	-6,5	-16,1	4,0	-2,8
Umowy repo	0,1	6,2	-8,2	-11,4	-9,2	0,8	-35,1
Udziały w funduszach rynku pieniężnego	3,9	9,4	-3,5	-3,9	-10,4	2,6	11,9
Dłużne papiery wartościowe wyemitowane z terminem pierwotnym do 2 lat łącznie	-1,2	11,9	-17,2	-9,7	-38,0	18,7	-25,5
Czynniki kreacji M3²⁾							
Zobowiązania sektora MIF							
Zasoby instytucji rządowych szczebla centralnego	3,4	7,2	-1,8	-1,2	-14,7	-2,2	3,0
Długoterminowe zobowiązania finansowe wobec pozostałych rezydentów strefy euro	4,1	6,6	0,7	-1,5	-1,2	-2,2	-3,0
Depozyty z uzgodnionym terminem zapadalności powyżej 2 lat	3,3	5,8	-0,2	-6,1	-0,8	-5,2	-4,6
Depozyty z terminem wypowiedzenia powyżej 3 miesięcy	-2,7	-0,9	-5,3	-8,8	-13,5	2,2	-14,5
Dłużne papiery wartościowe wyemitowane z terminem pierwotnym powyżej 2 lat	3,1	7,3	-2,6	-3,8	-5,1	-5,9	-8,4
Kapitał i rezerwy	6,7	7,4	5,7	7,1	3,4	4,6	4,3
Aktywa sektora MIF:							
Kredyty dla rezydentów strefy euro	4,5	6,9	1,0	0,5	-2,0	-0,2	2,3
Kredyty dla sektora instytucji rządowych i samorządowych	2,8	0,6	5,9	5,8	-0,7	2,1	7,8
w tym: kredyty i pożyczki	0,5	-0,1	1,3	-0,3	-6,3	1,5	-1,9
Kredyty dla sektora prywatnego ³⁾	5,0	8,7	-0,1	-0,7	-2,3	-0,8	0,8
w tym: kredyty i pożyczki ⁴⁾	4,8	8,4	0,0	-0,5	-2,4	-0,3	0,4

Źródło: EBC.

1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro.

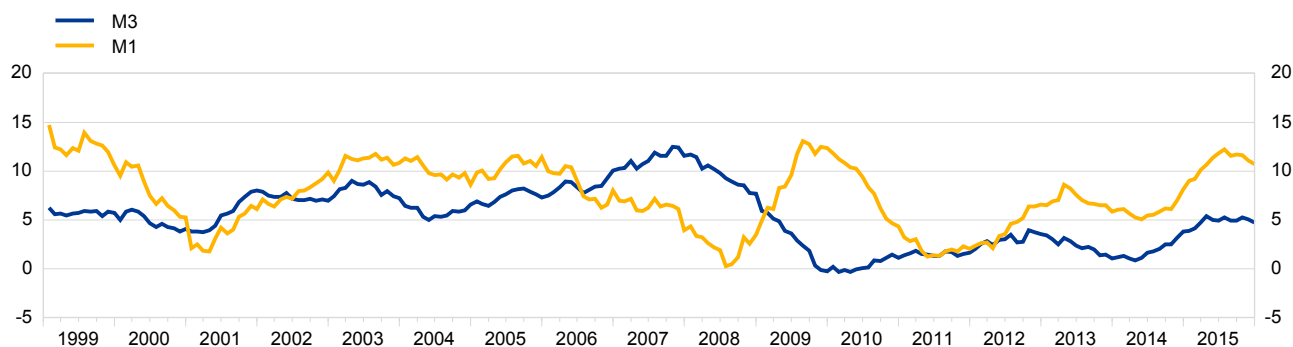
2) W tabeli przedstawiono jedynie wybrane czynniki kreacji M3, tj. nie uwzględniono aktywów zagranicznych netto i "innych czynników kreacji" (pozostałych).

3) Sektor prywatny odnosi się do instytucji finansowych i ubezpieczeniowych strefy euro spoza sektora MIF, z wyłączeniem instytucji rządowych i samorządowych.

4) Skorygowane o sprzedaż kredytów i sekurytyzację.

Wykres 1.10 Agregaty pieniężne¹⁾

(roczne zmiany w proc. dane na koniec każdego miesiąca; skorygowane o efekty sezonowe)



Źródło: EBC.

1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.11 Kredyty i pożyczki sektora MIF dla przedsiębiorstw niefinansowych¹⁾

(roczne zmiany w proc. na koniec każdego roku; średnie okresowe; nieskorygowane o efekty sezonowe)

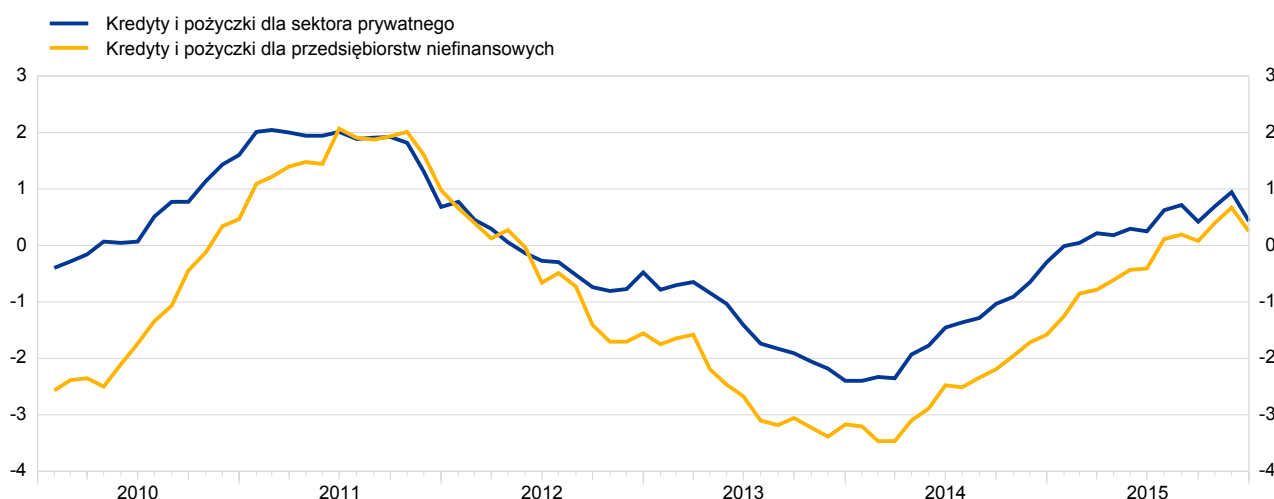
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgia	2,2	4,9	2,1	1,3	1,1	0,6	3,0
Niemcy	-0,2	-0,8	0,3	0,6	-1,9	-0,5	0,8
Estonia	1,0	-5,1	-4,9	3,1	3,6	3,6	6,4
Irlandia	-5,2	-6,4	-2,4	-4,0	-5,7	-6,6	-6,0
Grecja	-2,7	0,0	-2,4	-6,2	-3,2	-2,8	-1,3
Hiszpania	-5,0	-0,9	-4,0	-7,6	-10,1	-6,3	-1,0
Francja	2,2	1,5	4,7	1,3	-0,2	2,9	3,2
Włochy	-1,0	2,1	2,5	-2,2	-5,5	-2,5	-0,5
Cypr	1,5	2,6	8,2	4,6	-5,7	-0,8	0,7
Łotwa	-1,7	-	-5,3	3,3	-0,6	-6,7	1,1
Litwa	-1,4	-9,5	0,3	2,5	-3,2	-1,2	3,3
Luksemburg	-2,0	-6,8	-5,4	-7,5	-3,0	2,9	9,1
Malta	-3,5	-2,0	2,8	-1,7	-9,1	4,9	-14,7
Holandia	-0,1	1,7	3,7	2,8	1,7	-5,0	-5,1
Austria	1,3	1,9	3,8	0,5	-0,2	1,0	0,8
Portugalia	-2,9	1,7	-2,7	-5,2	-3,0	-6,8	-1,3
Słowenia	-6,4	-0,1	-3,4	-4,8	-7,8	-13,9	-7,5
Słowacja	2,9	1,6	7,6	-2,3	1,7	1,9	7,3
Finlandia	5,8	4,2	9,9	4,7	5,7	5,0	5,2
Strefa euro	-0,8	0,5	1,0	-1,6	-3,2	-1,6	0,2
Bulgaria	2,9	2,7	6,0	5,4	1,4	2,4	-0,5
Czechy	3,4	1,7	6,3	2,4	2,4	1,7	6,3
Dania	-1,2	-1,9	-4,5	-2,0	1,1	0,5	-0,2
Chorwacja	-4,7	-	-	-12,3	0,5	-3,4	-3,1
Węgry	-3,2	-3,0	-5,9	-3,6	-1,3	1,8	-7,1
Polska	5,4	-1,2	14,0	5,8	1,5	5,1	7,9
Rumunia	1,3	9,4	9,9	1,2	-5,7	-3,5	-2,6
Szwecja	3,1	3,4	6,6	2,3	1,0	2,6	2,8
Wielka Brytania	-4,6	-7,1	-5,7	-5,1	-5,6	-3,4	-0,4

Źródło: EBC.

1) Dane dla krajów strefy euro odnoszą się do kredytów i pożyczek udzielonych przez pozostałe instytucje sektora MIF przedsiębiorstw niefinansowym strefy euro, a dane dla krajów UE spoza strefy euro odnoszą się do kredytów i pożyczek udzielonych krajowym przedsiębiorstwom niefinansowym. Dane dla krajów strefy euro są skorygowane o sprzedaż kredytów i sekurytyzację.

Wykres 1.11 Kredyty i pożyczki sektora MIF dla sektora prywatnego i przedsiębiorstw niefinansowych¹⁾

(roczne zmiany w proc. na koniec każdego miesiąca; skorygowane o efekty sezonowe; o sprzedaż kredytów i sekurytyzację)



Źródło: EBC.

1) Sektor prywatny odnosi się do instytucji spoza sektora MIF strefy euro z wyłączeniem instytucji rządowych i samorządowych.

1. Sytuacja finansowa i monetarna

1.12 Kredyty i pożyczki sektora MIF dla gospodarstw domowych¹⁾

(roczne zmiany w proc. na koniec każdego roku; średnie okresowe; nieskorygowane o efekty sezonowe)

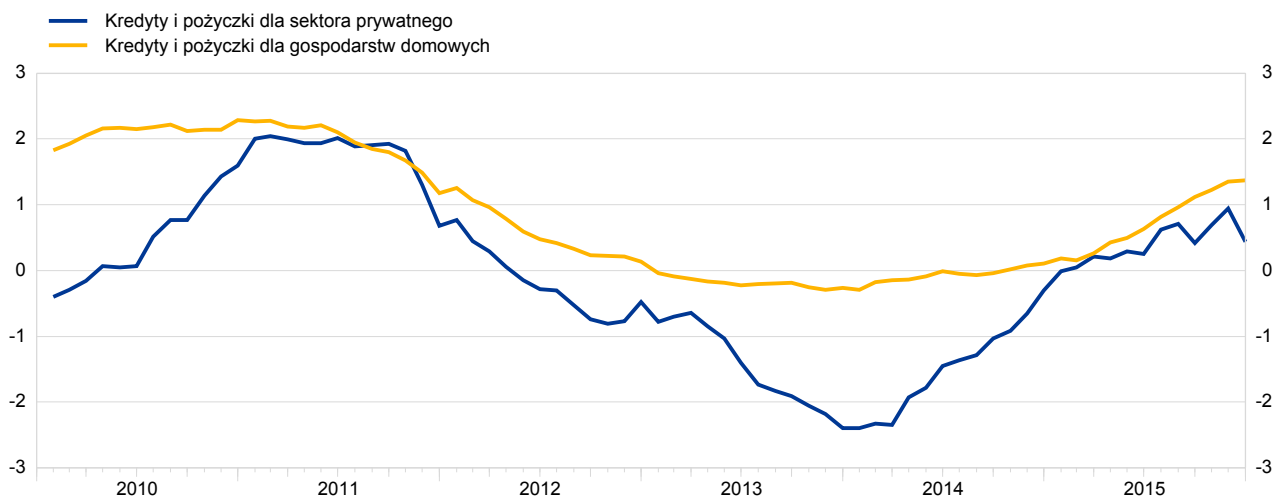
	2010-2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgia	4,3	6,3	5,3	4,1	2,2	3,8	4,3
Niemcy	1,3	0,7	0,7	1,3	1,2	1,5	2,8
Estonia	-0,1	-3,0	-2,2	-2,3	0,4	2,5	3,9
Irlandia	-4,0	-5,4	-3,8	-3,8	-3,9	-3,6	-3,6
Grecja	-3,0	-0,6	-4,3	-4,2	-3,0	-3,0	-2,8
Hiszpania	-2,9	-0,1	-2,7	-3,8	-4,7	-3,8	-2,2
Francja	3,5	6,1	4,5	2,5	2,6	1,9	3,5
Włochy	1,1	5,0	3,4	-0,5	-1,3	-0,5	0,8
Cypr	1,1	9,1	4,7	1,7	-4,6	-2,7	-1,0
Łotwa	-4,5	-	-6,2	-5,3	-4,8	-3,9	-2,5
Litwa	-0,4	-5,2	-1,7	-1,5	0,0	1,5	4,9
Luksemburg	4,3	2,2	5,2	5,6	3,9	4,1	4,9
Malta	5,8	6,5	6,2	4,4	4,3	6,8	6,5
Holandia	-0,3	1,6	0,8	-0,4	-1,7	-1,4	-0,7
Austria	1,1	0,7	1,5	0,6	0,6	1,1	1,9
Portugalia	-2,5	2,1	-2,2	-4,4	-4,1	-3,5	-2,6
Słowenia	0,7	8,0	1,7	-1,7	-2,8	-1,5	0,6
Słowacja	11,7	12,5	11,1	10,3	10,3	13,2	13,1
Finlandia	3,9	6,1	5,6	4,9	2,1	1,9	2,7
Strefa euro	0,8	2,3	1,2	0,1	-0,3	0,1	1,4
Bulgaria	-0,1	0,2	0,3	-0,3	0,4	-1,0	-0,3
Czechy	5,7	7,2	6,4	4,5	5,0	4,5	6,8
Dania	0,4	1,4	0,8	0,6	-1,6	0,2	0,8
Chorwacja	-1,4	-	-	-1,5	-1,3	-1,0	-1,7
Węgry	-8,7	-4,4	-16,7	-6,0	-5,8	-7,1	-12,0
Polska	5,4	10,3	2,7	7,0	3,9	4,1	4,6
Rumunia	1,5	3,6	4,6	-2,0	-1,4	0,3	4,1
Szwecja	6,0	8,0	5,3	4,4	4,9	5,8	7,5
Wielka Brytania	0,2	-5,6	-0,2	0,6	0,6	2,8	3,3

Źródło: EBC.

1) Dane dla krajów strefy euro odnoszą się do kredytów i pożyczek udzielonych przez pozostałe instytucje sektora MIF gospodarstwom domowym strefy euro, a dane dla krajów UE spoza strefy euro odnoszą się do kredytów i pożyczek udzielonych krajowym gospodarstwom domowym. Dane dla krajów strefy euro są skorygowane o sprzedaż kredytów i sekurytyzację.

Wykres 1.12 Kredyty i pożyczki sektora MIF dla sektora prywatnego i gospodarstw domowych¹⁾

(roczne zmiany w proc. na koniec każdego miesiąca; skorygowane o efekty sezonowe, o sprzedaż kredytów i sekurytyzację)



Źródło: EBC.

1) Sektor prywatny odnosi się do instytucji spoza sektora MIF strefy euro z wyłączeniem instytucji rządowych i samorządowych.

2. Aktywność gospodarcza

2.1 PKB

(wartości wyliczane metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ¹⁾²⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,7	2,3	0,6	0,2	0,0	1,3	.
Niemcy	1,3	1,6	0,8	0,4	0,3	1,6	1,7
Estonia	3,7	5,7	0,5	5,2	1,6	2,9	.
Irlandia	3,7	5,6	0,6	0,2	1,4	5,2	.
Grecja	0,3	3,5	-4,8	-7,3	-3,2	0,7	.
Hiszpania	1,7	3,6	-1,3	-2,6	-1,7	1,4	.
Francja	1,4	2,0	0,5	0,2	0,7	0,2	1,1
Włochy	0,2	1,2	-1,4	-2,8	-1,7	-0,4	.
Cypr	1,9	4,2	-1,9	-2,4	-5,9	-2,5	.
Łotwa	3,8	6,6	-0,7	4,0	3,0	2,4	.
Litwa	3,8	6,1	0,5	3,8	3,5	3,0	1,6
Luksemburg	2,7	3,4	1,7	-0,8	4,3	4,1	.
Malta	2,4	2,4	2,3	2,9	4,0	4,1	.
Holandia	1,5	2,5	0,1	-1,1	-0,5	1,0	1,9
Austria	1,6	2,4	0,4	0,8	0,3	0,4	0,9
Portugalia	0,5	1,6	-1,2	-4,0	-1,1	0,9	.
Słowenia	2,2	4,3	-1,2	-2,7	-1,1	3,0	.
Słowacja	3,6	5,0	1,3	1,5	1,4	2,5	.
Finlandia	1,7	3,3	-1,0	-1,4	-0,8	-0,7	.
Strefa euro	1,2	2,1	-0,2	-0,9	-0,3	0,9	.
Bulgaria	3,0	4,8	0,1	0,2	1,3	1,5	.
Czechy	2,5	4,0	0,0	-0,9	-0,5	2,0	.
Dania	1,0	1,7	-0,3	-0,1	-0,2	1,3	.
Chorwacja	1,5	3,7	-2,2	-2,2	-1,1	-0,4	.
Węgry	2,1	3,4	-0,1	-1,7	1,9	3,7	.
Polska	3,7	4,2	2,9	1,6	1,3	3,3	.
Rumunia	3,3	5,4	0,0	0,6	3,5	3,0	.
Szwecja	2,3	3,0	1,1	-0,3	1,2	2,3	.
Wielka Brytania	2,0	2,6	1,1	1,2	2,2	2,9	2,2
Unia Europejska	1,5	2,3	0,1	-0,5	0,2	1,4	.
Stany Zjednoczone	2,1	2,6	1,4	2,2	1,5	2,4	2,4
Japonia	0,8	1,1	0,3	1,7	1,4	0,0	.

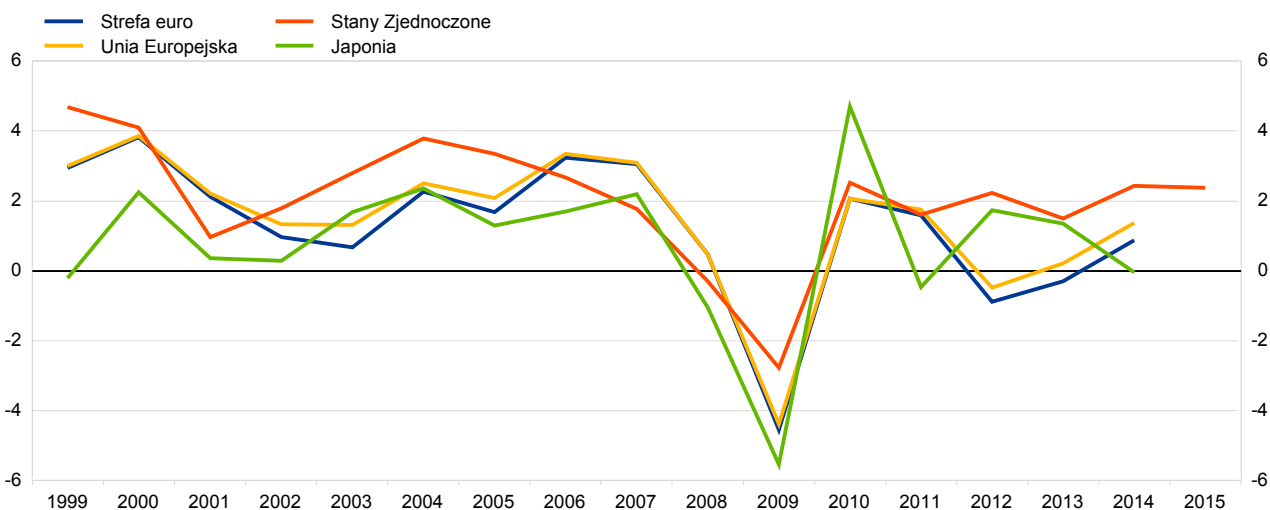
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.1 PKB

(wartości wyliczane metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

2. Aktywność gospodarcza

2.2 Spożycie indywidualne

(wartości obliczane metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,2	1,4	0,9	0,6	0,9	0,4	.
Niemcy	0,9	0,9	0,9	1,0	0,6	0,9	1,9
Estonia	3,9	6,6	-0,5	4,4	3,8	3,5	.
Irlandia	3,1	5,5	-0,8	-1,0	0,1	2,1	.
Grecja	0,4	3,7	-4,7	-8,0	-2,3	0,5	.
Hiszpania	1,3	3,3	-1,9	-3,5	-3,1	1,2	.
Francja	1,6	2,3	0,7	-0,2	0,4	0,6	1,4
Włochy	0,2	1,0	-1,1	-3,9	-2,7	0,4	.
Cypr	2,7	5,4	-1,6	-0,8	-5,9	0,6	.
Łotwa	3,9	6,5	-0,3	3,2	5,1	2,3	.
Litwa	4,6	8,1	-1,0	3,6	4,3	4,1	.
Luksemburg	2,2	2,3	2,0	2,7	0,9	3,7	.
Malta	1,6	1,7	1,5	-0,2	2,0	2,8	.
Holandia	0,8	1,6	-0,4	-1,2	-1,4	0,0	1,6
Austria	1,3	1,8	0,6	0,6	0,1	0,0	0,4
Portugalia	0,7	2,0	-1,4	-5,5	-1,2	2,2	.
Słowenia	1,7	3,1	-0,7	-2,5	-4,1	0,7	.
Słowacja	2,9	4,6	0,1	-0,4	-0,8	2,3	.
Finlandia	2,2	3,2	0,6	0,3	-0,5	0,6	.
Strefa euro	1,0	1,8	-0,3	-1,2	-0,7	0,8	.
Bulgaria	4,6	7,3	0,2	3,3	-1,4	2,7	.
Czechy	2,1	3,3	0,2	-1,5	0,7	1,5	.
Dania	0,9	1,7	-0,3	0,4	-0,1	0,5	.
Chorwacja	1,2	3,5	-2,4	-3,0	-1,8	-0,7	.
Węgry	1,7	3,7	-1,5	-2,2	0,3	1,8	.
Polska	3,3	4,0	2,1	0,7	0,2	2,5	.
Rumunia	4,7	7,9	-0,5	1,2	0,7	3,8	.
Szwecja	2,4	2,7	1,8	0,8	1,9	2,2	.
Wielka Brytania	2,2	3,2	0,5	1,8	1,9	2,5	.
Unia Europejska	1,4	2,2	0,0	-0,6	-0,1	1,3	.
Stany Zjednoczone	2,5	3,1	1,6	1,5	1,7	2,7	3,1
Japonia	0,9	0,9	0,9	2,3	1,7	-0,9	.

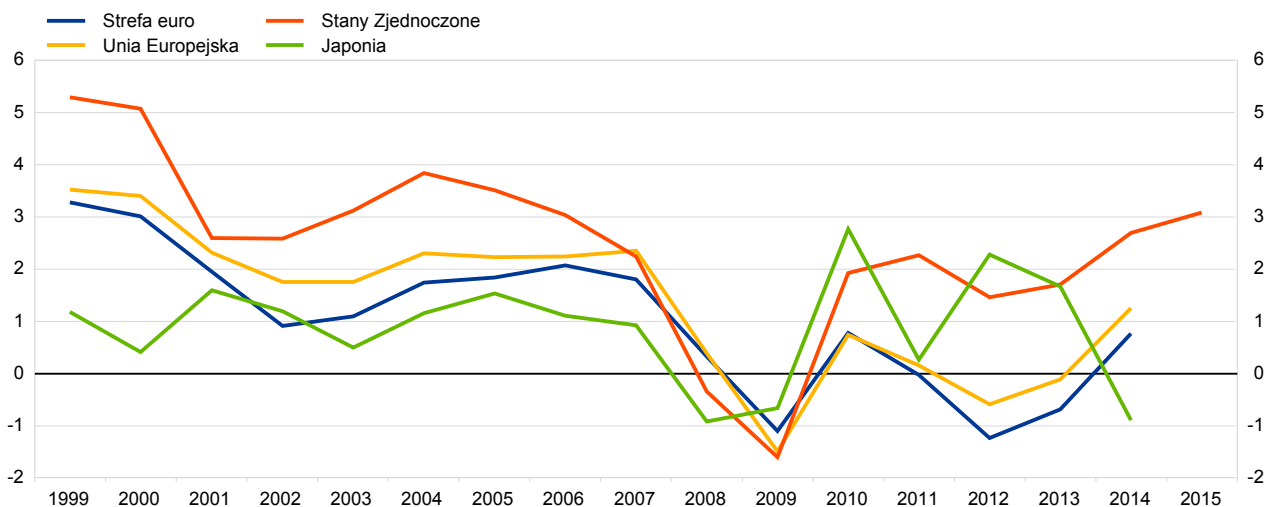
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.2 Spożycie indywidualne

(wartości wyliczane metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

2. Aktywność gospodarcza

2.3 Spożycie publiczne

(wartości wyliczone metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,5	1,9	0,9	1,5	-0,1	0,6	.
Niemcy	1,3	1,0	1,7	1,3	0,8	1,7	2,8
Estonia	2,2	3,0	1,0	3,6	1,5	3,0	.
Irlandia	2,8	5,3	-1,1	-1,2	0,0	4,0	.
Grecja	0,6	3,5	-4,1	-6,0	-6,5	-2,6	.
Hiszpania	2,9	5,0	-0,4	-4,5	-2,8	0,0	.
Francja	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,5	1,5
Włochy	0,7	1,4	-0,5	-1,4	-0,3	-0,7	.
Cypr	1,6	3,8	-2,0	-3,7	-4,1	-9,0	.
Łotwa	1,1	2,8	-1,7	0,3	1,6	4,9	.
Litwa	0,8	1,4	-0,2	1,3	1,0	1,3	.
Luksemburg	3,4	3,3	3,4	3,6	3,9	4,5	.
Malta	2,7	2,8	2,7	6,3	0,2	7,8	.
Holandia	2,3	3,4	0,6	-1,3	0,1	0,3	0,0
Austria	1,3	1,7	0,7	0,2	0,6	0,8	1,0
Portugalia	0,8	2,2	-1,4	-3,3	-2,0	-0,5	.
Słowenia	1,8	3,2	-0,5	-2,3	-1,5	-0,1	.
Słowacja	2,6	3,0	1,9	-2,6	2,2	5,9	.
Finlandia	1,2	1,6	0,4	0,5	1,1	-0,3	.
Strefa euro	1,5	2,0	0,6	-0,2	0,2	0,9	.
Bułgaria	2,2	4,5	-1,5	-0,5	2,3	0,1	.
Czechy	1,4	2,1	0,5	-1,8	2,4	1,8	.
Dania	1,4	2,0	0,4	0,0	-0,7	0,2	.
Chorwacja	1,1	2,0	-0,4	-1,0	0,3	-1,9	.
Węgry	1,5	1,9	0,8	-1,5	2,4	2,9	.
Polska	3,3	4,1	1,9	-0,4	2,2	4,9	.
Rumunia	0,4	1,2	-0,8	0,4	-4,6	0,3	.
Szwecja	1,0	0,7	1,4	1,1	1,3	1,3	.
Wielka Brytania	2,2	2,9	1,0	1,8	0,5	2,5	.
Unia Europejska	1,6	2,1	0,7	0,1	0,3	1,1	.
Stany Zjednoczone	1,1	2,1	-0,3	-0,9	-2,5	-0,5	0,4
Japonia	1,8	2,0	1,5	1,7	1,9	0,1	.

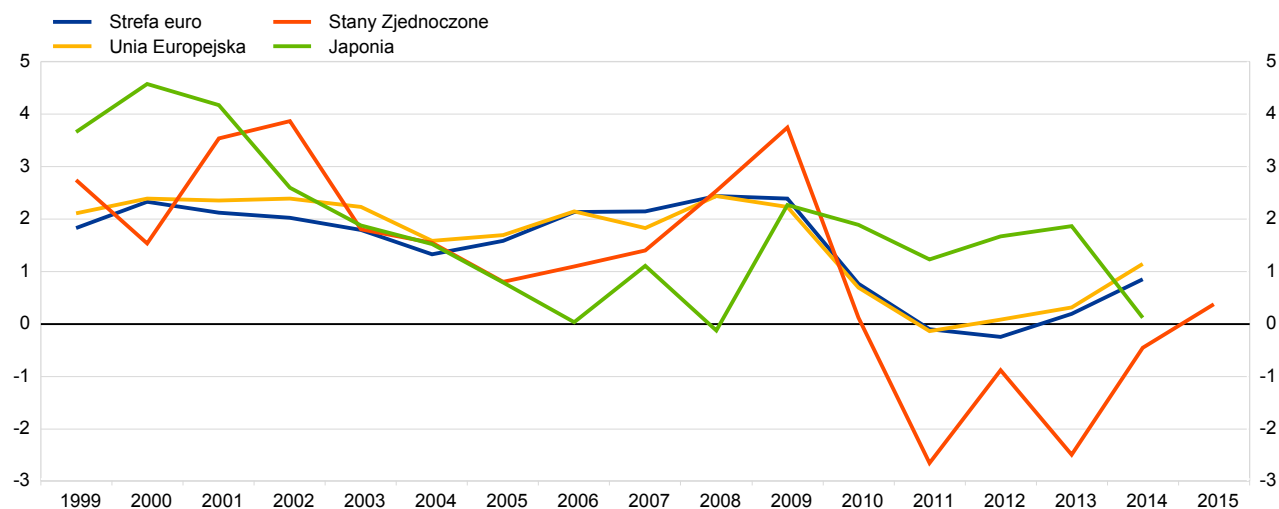
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie odnoszą się do okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.3 Spożycie publiczne

(wartości wyliczone metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

2. Aktywność gospodarcza

2.4 Akumulacja kapitału brutto

(wartości wyliczone metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ¹⁾²⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,9	3,6	-0,7	-3,5	-4,7	6,2	.
Niemcy	0,2	0,8	-0,5	-8,2	1,5	2,0	-0,5
Estonia	4,7	7,7	-0,1	18,5	-0,8	5,9	.
Irlandia	2,4	5,1	-2,0	6,8	-5,1	16,5	.
Grecja	-3,3	4,4	-14,9	-24,0	-10,8	9,9	.
Hiszpania	0,9	5,3	-6,1	-8,1	-3,6	4,8	.
Francja	1,6	3,4	-0,8	-2,5	0,4	-0,3	1,1
Włochy	-0,9	2,4	-6,2	-14,9	-5,3	-4,1	.
Cypr	-0,1	8,3	-12,7	-16,2	-23,5	1,5	.
Łotwa	3,8	11,1	-7,3	-1,1	-4,3	-5,5	.
Litwa	2,7	8,9	-6,7	-12,2	1,8	0,4	.
Luksemburg	2,9	4,3	1,2	-2,1	-3,0	10,0	.
Malta	0,0	0,9	-1,1	-4,4	1,1	4,9	.
Holandia	0,6	2,3	-1,7	-6,2	-5,2	2,7	6,8
Austria	0,6	1,7	-1,0	-0,3	-2,2	-1,6	-0,8
Portugalia	-2,5	0,4	-7,2	-18,1	-5,1	5,5	.
Słowenia	0,5	6,9	-9,2	-17,5	2,7	5,7	.
Słowacja	0,9	3,6	-3,4	-14,0	1,5	2,6	.
Finlandia	0,9	3,2	-2,8	-6,4	-4,9	-0,4	.
Strefa euro	0,5	2,6	-3,0	-7,5	-1,8	1,3	.
Bułgaria	5,8	14,7	-7,6	2,5	-3,3	4,4	.
Czechy	2,2	5,4	-3,1	-4,1	-5,0	4,4	.
Dania	0,8	2,5	-2,0	1,6	0,4	4,6	.
Chorwacja	1,3	7,9	-8,9	-6,5	-0,4	-4,7	.
Węgry	0,2	2,2	-3,1	-7,2	3,8	11,3	.
Polska	3,5	4,7	1,6	-3,9	-5,8	12,6	.
Rumunia	5,5	12,2	-4,7	-4,8	0,5	3,2	.
Szwecja	3,0	4,3	0,8	-5,0	1,6	8,0	.
Wielka Brytania	1,7	1,1	2,8	2,1	8,4	6,7	.
Unia Europejska	0,8	2,6	-2,1	-6,0	-0,4	2,7	.
Stany Zjednoczone	1,6	1,9	1,6	6,9	2,7	4,3	4,4
Japonia	-0,8	-0,7	-1,1	4,5	1,4	2,4	.

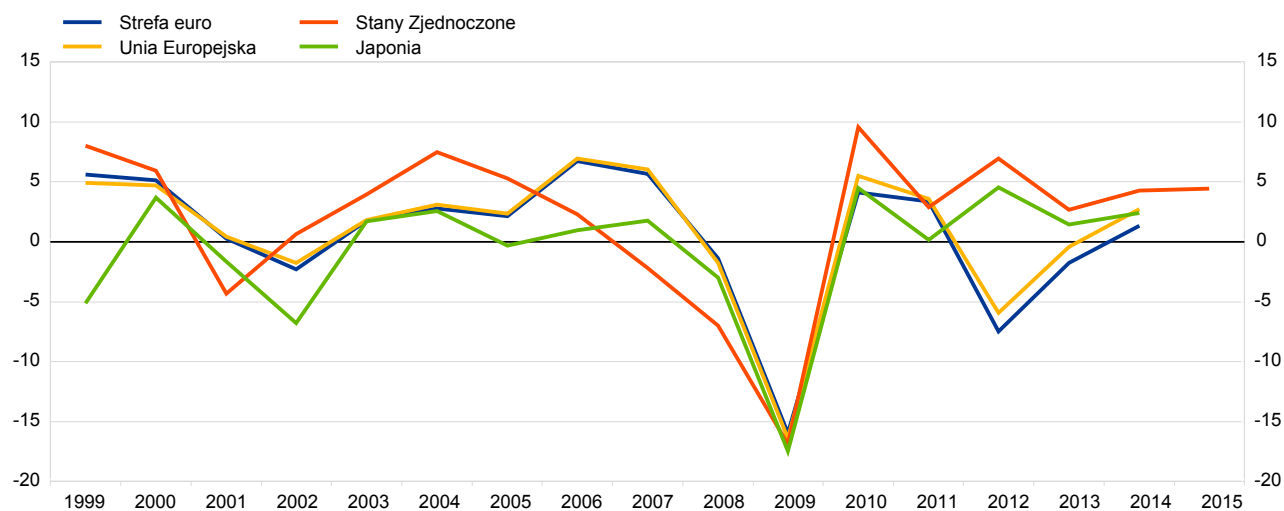
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie odnoszą się do okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.4 Akumulacja kapitału brutto

(wartości wyliczone metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

2. Aktywność gospodarcza

2.5 Eksport towarów i usług

(wartości wyliczane metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^{1),2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	3,8	4,6	2,5	1,8	1,6	5,4	.
Niemcy	5,4	7,2	2,8	2,8	1,6	4,0	5,4
Estonia	6,5	7,0	5,6	6,2	4,7	1,8	.
Irlandia	6,5	8,0	3,9	2,1	2,5	12,1	.
Grecja	4,3	7,5	-0,9	1,2	2,2	7,5	.
Hiszpania	3,7	4,5	2,5	1,1	4,3	5,1	.
Francja	3,2	3,8	2,3	2,5	1,7	2,4	5,9
Włochy	2,0	2,9	0,4	2,3	0,8	3,1	.
Cypr	1,4	1,8	0,7	-1,1	1,8	-0,5	.
Łotwa	6,7	8,4	4,0	9,8	1,1	3,1	.
Litwa	8,7	9,6	7,1	12,2	9,6	3,0	.
Luksemburg	4,8	6,8	2,3	0,2	6,9	6,8	.
Malta	4,7	6,2	2,7	6,7	0,8	0,0	.
Holandia	4,3	5,3	2,7	3,8	2,1	4,0	4,2
Austria	4,1	6,2	1,3	1,7	0,8	2,1	1,8
Portugalia	4,0	4,4	3,2	3,4	7,0	3,9	.
Słowenia	5,9	8,8	1,2	0,6	3,1	5,8	.
Słowacja	9,5	12,6	4,4	9,3	6,2	3,6	.
Finlandia	3,6	7,1	-2,1	1,2	1,1	-0,9	.
Strefa euro	4,2	5,5	2,1	2,6	2,1	4,1	.
Bułgaria	3,8	3,7	4,0	0,8	9,2	-0,1	.
Czechy	8,7	11,4	4,3	4,3	0,0	8,9	.
Dania	3,7	5,7	0,6	0,6	0,9	3,1	.
Chorwacja	4,2	6,5	0,5	-0,1	3,1	7,3	.
Węgry	9,0	13,0	2,8	-1,8	6,4	7,6	.
Polska	7,4	8,8	5,1	4,6	6,1	6,4	.
Rumunia	9,8	10,9	8,2	1,0	19,7	8,6	.
Szwecja	3,9	5,7	0,9	1,0	-0,8	3,5	.
Wielka Brytania	3,1	4,4	0,9	0,7	1,2	1,2	.
Unia Europejska	4,3	5,7	2,1	2,3	2,2	4,1	.
Stany Zjednoczone	3,7	4,4	2,8	3,4	2,8	3,4	1,1
Japonia	4,1	6,3	0,5	-0,2	1,2	8,3	.

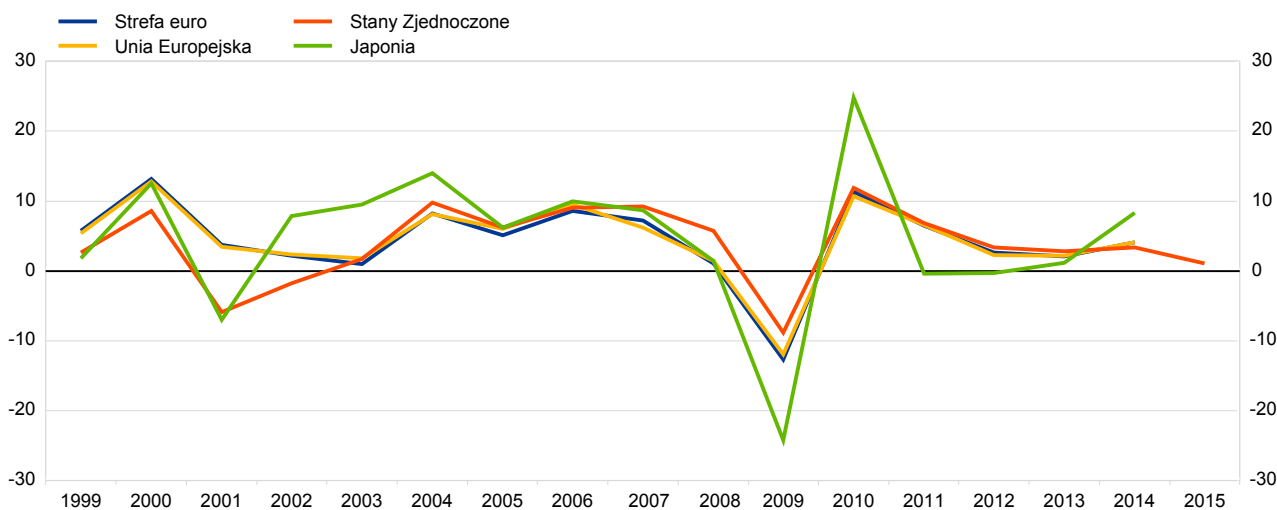
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.5 Eksport towarów i usług

(wartości wyliczane metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

2. Aktywność gospodarcza

2.6 Import towarów i usług

(wartości wyliczane metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^{(1),(2)}	1999-2008 ⁽¹⁾	2009-2015 ⁽²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	3,7	4,4	2,5	1,4	0,8	5,9	.
Niemcy	4,5	5,6	3,0	-0,3	3,1	3,7	5,7
Estonia	6,8	8,4	4,0	11,7	4,5	1,4	.
Irlandia	5,7	7,5	2,6	2,9	0,0	14,7	.
Grecja	1,9	7,2	-6,5	-9,1	-1,9	7,7	.
Hiszpania	3,0	6,3	-2,4	-6,2	-0,3	6,4	.
Francja	4,1	5,2	2,5	0,7	1,7	3,8	6,4
Włochy	1,6	3,5	-1,6	-8,1	-2,5	2,9	.
Cypr	1,7	4,6	-3,1	-4,4	-3,0	2,0	.
Łotwa	5,4	8,8	-0,1	5,4	-0,2	0,8	.
Litwa	7,8	11,0	2,6	6,6	9,3	2,9	.
Luksemburg	5,3	7,2	2,7	1,5	5,7	8,0	.
Malta	4,0	5,6	1,9	5,2	-0,8	-0,1	.
Holandia	4,1	5,3	2,4	2,7	0,9	4,0	4,9
Austria	3,4	4,9	1,2	1,1	0,0	1,3	1,6
Portugalia	2,2	4,0	-0,7	-6,3	4,7	7,2	.
Słowenia	4,7	8,4	-1,3	-3,7	1,7	4,0	.
Słowacja	7,2	10,2	2,3	2,5	5,1	4,3	.
Finlandia	4,0	7,0	-0,7	1,6	0,5	0,0	.
Strefa euro	3,8	5,4	1,1	-1,0	1,3	4,5	.
Bułgaria	7,3	12,0	-0,2	4,5	4,9	1,5	.
Czechy	8,0	10,9	3,5	2,7	0,1	9,8	.
Dania	4,1	6,5	0,1	1,8	1,1	3,3	.
Chorwacja	3,3	7,3	-3,1	-3,0	3,1	4,3	.
Węgry	7,9	12,0	1,5	-3,5	6,3	8,5	.
Polska	6,0	7,9	2,8	-0,3	1,7	10,0	.
Rumunia	10,6	16,0	2,3	-1,8	8,8	8,9	.
Szwecja	3,8	5,0	1,7	0,5	-0,1	6,3	.
Wielka Brytania	3,5	5,0	1,2	2,9	2,8	2,4	.
Unia Europejska	4,0	5,7	1,2	-0,3	1,6	4,7	.
Stany Zjednoczone	3,9	5,1	2,1	2,2	1,1	3,8	5,0
Japonia	3,3	3,8	2,4	5,3	3,1	7,2	.

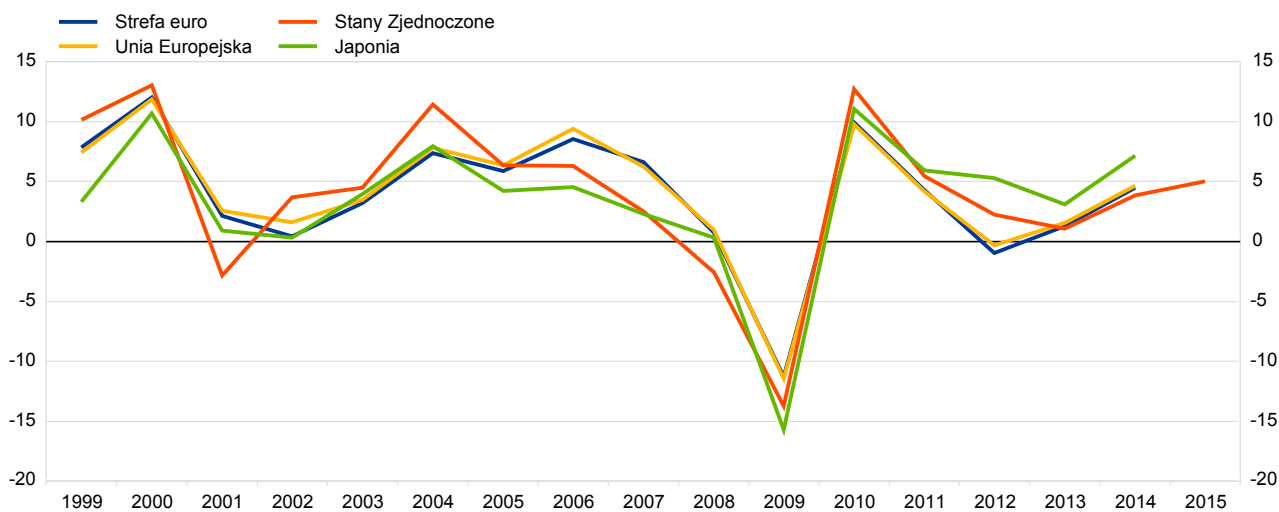
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.6 Import towarów i usług

(wartości wyliczane metodą nawiązania łańcuchowego; roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

2. Aktywność gospodarcza

2.7 Nominalny PKB

(ceny bieżące; mld EUR)

	1999-2015 ¹⁾²⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	327,2	296,2	379,0	387,4	392,7	400,6	.
Niemcy	2 476,0	2 283,0	2 751,6	2 754,9	2 820,8	2 915,7	3 026,6
Estonia	12,8	10,2	17,1	18,0	19,0	20,0	.
Irlandia	159,6	150,0	175,5	174,8	179,4	189,0	.
Grecja	192,7	186,3	203,3	191,2	180,4	177,6	.
Hiszpania	927,2	849,0	1 057,6	1 042,9	1 031,3	1 041,2	.
Francja	1 850,8	1 694,7	2 073,7	2 086,9	2 116,6	2 132,4	2 183,3
Włochy	1 489,7	1 418,1	1 608,9	1 614,7	1 606,9	1 613,9	.
Cypr	15,6	13,8	18,7	19,5	18,1	17,4	.
Łotwa	16,3	13,5	20,8	22,0	22,8	23,6	.
Litwa	24,8	19,3	32,6	33,3	35,0	36,4	37,2
Luksemburg	34,6	29,2	42,8	43,6	46,5	48,9	.
Malta	5,9	5,1	7,1	7,2	7,7	8,1	.
Holandia	574,7	524,2	646,9	645,2	650,9	662,8	677,8
Austria	272,1	242,9	313,7	317,1	322,9	329,3	337,1
Portugalia	159,2	150,4	173,9	168,4	170,3	173,4	.
Słowenia	31,1	27,9	36,4	36,0	35,9	37,3	.
Słowacja	49,2	36,4	70,6	72,4	73,8	75,6	.
Finlandia	172,2	158,3	195,5	199,8	202,7	205,2	.
Strefa euro	8 724,2	8 107,7	9 751,8	9 835,2	9 933,5	10 108,1	.
Bułgaria	29,0	22,1	40,4	41,7	41,9	42,8	.
Czechy	121,7	100,6	156,8	160,7	156,9	154,7	.
Dania	219,6	202,8	247,8	252,9	255,2	260,6	.
Chorwacja	38,4	34,6	44,2	43,9	43,5	43,0	.
Węgry	86,0	77,9	99,6	99,1	101,3	104,2	.
Polska	312,1	257,9	375,3	389,6	394,7	410,8	.
Rumunia	96,0	72,8	134,6	133,5	144,2	150,2	.
Szwecja	338,6	304,3	395,7	423,4	435,8	430,7	.
Wielka Brytania	1 876,1	1 831,7	1 950,1	2 054,3	2 043,2	2 254,7	.
Unia Europejska	11 816,0	10 988,4	13 195,4	13 433,2	13 549,9	13 958,4	.
Stany Zjednoczone	11 049,8	10 584,4	11 825,5	12 574,2	12 546,4	13 058,4	16 167,3
Japonia	3 947,7	3 934,3	3 970,1	4 637,8	3 694,8	3 470,5	.

Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Chorwacji, Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r., a dla Polski - od 2002 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

2. Aktywność gospodarcza

2.8 PKB na 1 mieszkańca

(ceny bieżące; wskaźniki PPP¹⁾ w tys. EUR)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	28,5	26,7	31,7	32,2	32,4	32,4	33,0
Niemcy	28,7	26,3	32,9	33,5	34,0	34,3	35,3
Estonia	14,4	12,1	18,6	18,7	19,6	20,4	20,7
Irlandia	32,3	30,6	35,4	35,6	35,6	36,5	37,6
Grecja	20,7	20,4	21,8	20,8	19,8	19,9	20,0
Hiszpania	23,3	22,1	25,8	25,4	25,2	25,4	25,6
Francja	26,2	24,7	28,8	29,1	29,1	29,3	30,0
Włochy	25,6	24,8	27,3	27,7	27,3	27,1	27,0
Cypr	23,0	21,6	25,9	25,8	25,4	24,2	23,7
Łotwa	12,8	11,3	15,6	15,1	16,3	17,2	17,6
Litwa	13,2	10,6	17,7	17,6	18,8	20,0	20,6
Luksemburg	62,4	57,3	69,8	70,9	71,1	72,7	75,0
Malta	19,9	18,3	22,8	22,6	23,0	23,9	24,1
Holandia	32,3	30,3	36,2	36,2	36,2	36,4	36,7
Austria	30,3	28,2	34,1	34,4	35,0	35,2	35,6
Portugalia	18,8	17,5	21,2	21,0	20,6	21,6	21,9
Słowenia	20,7	19,8	22,5	22,2	22,2	22,4	23,1
Słowacja	13,6	10,2	19,7	19,6	20,1	20,7	21,4
Finlandia	27,6	25,8	31,0	31,4	31,3	31,3	30,8
Strefa euro	25,9	24,3	28,9	29,1	29,1	29,3	29,8
Bułgaria	9,3	7,7	12,1	12,2	12,4	12,5	12,8
Czechy	19,0	17,3	22,1	22,3	22,3	22,6	23,4
Dania	30,0	27,9	33,5	33,8	34,3	34,5	35,0
Chorwacja	14,3	13,1	16,2	16,0	16,4	16,6	16,4
Węgry	14,8	13,2	17,6	17,6	17,6	18,3	19,0
Polska	13,2	11,0	16,9	17,4	18,0	18,4	18,8
Rumunia	9,7	7,5	13,8	13,7	14,3	14,9	15,0
Szwecja	30,1	28,1	33,7	34,1	34,2	34,8	34,8
Wielka Brytania	27,8	26,9	29,5	28,5	29,3	30,2	30,6
Unia Europejska	23,9	22,2	26,9	26,9	27,1	27,5	28,0
Stany Zjednoczone	36,4	34,7	39,4	38,8	40,0	41,0	41,9
Japonia	25,4	24,4	27,1	26,8	27,8	28,2	28,0

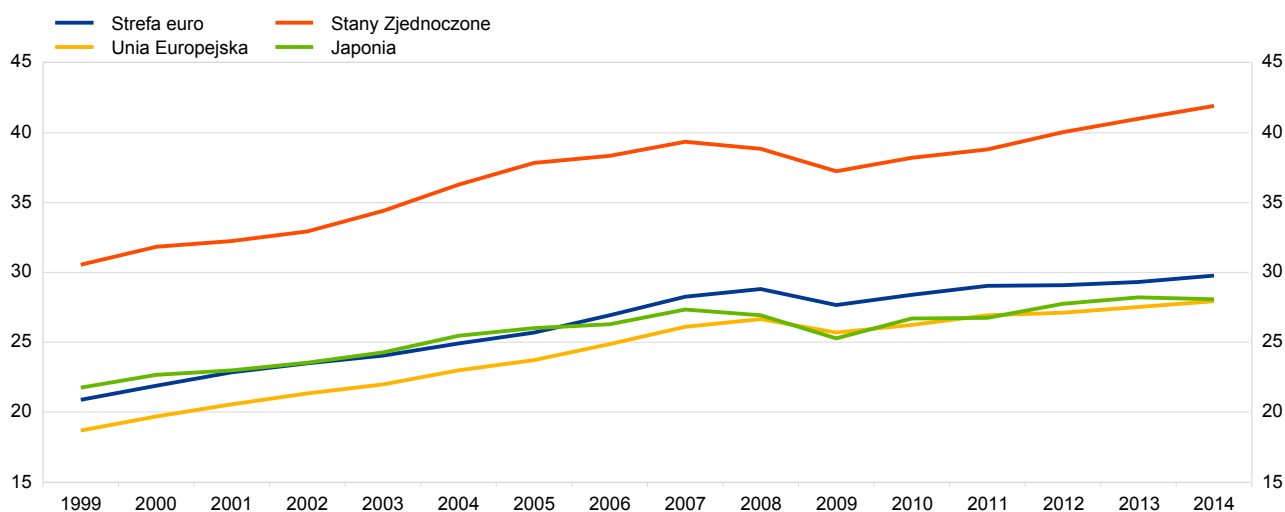
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) PKB mierzony wg standardu siły nabywczej (PPS) w euro, obliczony na podstawie parytetu siły nabywczej (PPP) w stosunku do strefy euro (Euro-19 = 1).

2) Dane dla Luksemburga i Chorwacji dostępne od 2000 r.

Wykres 2.8 PKB na 1 mieszkańca

(ceny bieżące; współczynniki PPP¹⁾ w tys. EUR)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) PKB w standardach siły nabywczej (PPS) w euro, obliczony na podstawie wartości PPP w stosunku do strefy euro (Euro-19 = 1)

2. Aktywność gospodarcza

2.9 Zatrudnienie

(liczba zatrudnionych; roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	0,9	1,1	0,4	0,4	-0,4	0,3	.
Niemcy	0,7	0,6	0,7	1,2	0,6	0,9	0,8
Estonia	0,0	0,6	-1,0	1,6	1,2	0,8	.
Irlandia	1,4	3,4	-1,8	-0,6	2,4	1,7	.
Grecja	-0,5	1,2	-3,3	-6,3	-3,6	0,1	.
Hiszpania	1,0	3,4	-2,8	-4,1	-2,9	0,9	.
Francja	0,7	1,1	0,1	0,3	0,0	0,3	.
Włochy	0,5	1,3	-0,7	-0,3	-1,8	0,1	.
Cypr	1,1	2,7	-1,5	-3,2	-6,0	-1,1	.
Łotwa	-0,4	1,7	-3,0	1,4	2,3	-1,3	.
Litwa	-0,8	-0,5	-1,3	1,8	1,3	2,0	.
Luksemburg	2,9	3,6	2,1	2,4	1,8	2,5	.
Malta	1,6	0,9	2,7	2,5	3,7	5,0	.
Holandia	0,7	1,3	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	0,8
Austria	1,0	1,1	0,7	1,1	0,5	0,9	.
Portugalia	-0,5	0,4	-2,0	-4,1	-2,9	1,4	.
Słowenia	0,3	1,2	-1,2	-0,9	-1,4	0,6	.
Słowacja	0,3	0,6	-0,2	0,1	-0,8	1,4	.
Finlandia	0,8	1,6	-0,4	0,9	-0,7	-0,9	.
Strefa euro	0,4	1,1	-0,5	-0,4	-0,7	0,6	.
Bułgaria	-0,1	1,0	-1,7	-2,5	-0,4	0,4	.
Czechy	0,1	0,4	-0,3	0,4	0,3	0,6	.
Dania	0,2	0,8	-0,8	-0,6	0,1	0,8	.
Chorwacja	0,8	3,0	-2,0	-3,7	-2,6	2,7	.
Węgry	0,2	0,1	0,5	0,1	0,9	4,6	.
Polska	0,6	1,0	0,0	0,1	-0,1	1,7	.
Rumunia	-1,5	-1,6	-1,3	-4,8	-0,9	0,8	.
Szwecja	0,9	1,1	0,6	0,7	1,0	1,4	.
Wielka Brytania	0,9	1,0	0,6	1,1	1,2	2,3	.
Unia Europejska	0,4	0,9	-0,3	-0,4	-0,3	1,0	.
Stany Zjednoczone	0,7	1,0	0,1	1,8	1,0	1,6	.
Japonia	-0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,6	0,6	.

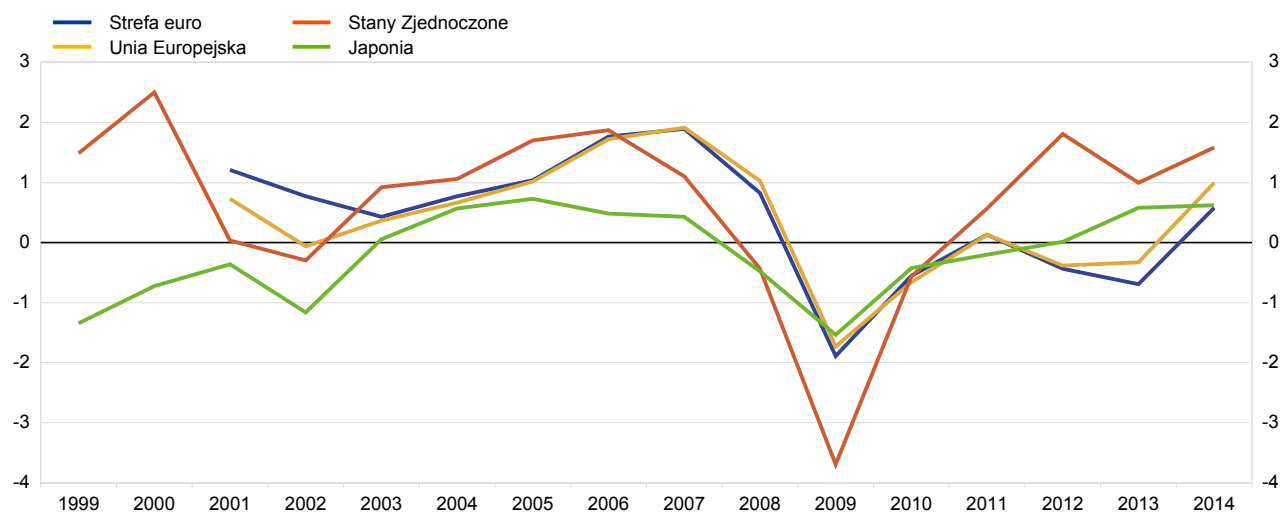
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla strefy euro, Unii Europejskiej, Węgier, Łotwy, Luksemburga i Polski dostępne od 2001 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.9 Zatrudnienie

(liczba zatrudnionych; roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

2. Aktywność gospodarcza

2.10 Produktywność pracy

(na liczbę zatrudnionych; roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^{1), 2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	0,8	1,1	0,2	-0,2	0,4	1,0	.
Niemcy	0,6	1,0	0,1	-0,7	-0,3	0,7	0,9
Estonia	3,7	5,1	1,5	3,4	0,3	2,1	.
Irlandia	2,3	2,2	2,4	0,7	-0,9	3,4	.
Grecja	0,8	2,2	-1,6	-1,1	0,4	0,5	.
Hiszpania	0,7	0,1	1,6	1,5	1,3	0,4	.
Francja	0,7	1,0	0,3	-0,1	0,7	-0,2	.
Włochy	-0,3	0,0	-0,7	-2,5	0,0	-0,5	.
Cypr	0,7	1,4	-0,4	0,8	0,1	-1,4	.
Łotwa	4,2	5,5	2,4	2,5	0,7	3,8	.
Litwa	4,7	6,6	1,6	2,0	2,2	1,0	.
Luksemburg	-0,3	-0,2	-0,4	-3,2	2,5	1,5	.
Malta	0,6	1,2	-0,3	0,4	0,2	-0,9	.
Holandia	0,8	1,2	0,2	-0,9	0,4	1,2	1,1
Austria	0,7	1,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,5	.
Portugalia	1,0	1,2	0,8	0,1	1,8	-0,5	.
Słowenia	1,9	3,1	0,1	-1,8	0,3	2,5	.
Słowacja	3,3	4,4	1,4	1,5	2,2	1,1	.
Finlandia	0,8	1,7	-0,6	-2,3	-0,4	0,4	.
Strefa euro	0,5	0,7	0,3	-0,4	0,4	0,3	.
Bułgaria	3,0	3,8	1,8	2,8	1,7	1,2	.
Czechy	2,4	3,6	0,3	-1,3	-0,8	1,4	.
Dania	0,8	0,9	0,6	0,6	-0,4	0,4	.
Chorwacja	0,6	1,2	-0,2	1,5	1,6	-3,0	.
Węgry	1,8	3,3	-0,6	-1,8	0,9	-1,1	.
Polska	2,8	2,6	2,9	1,4	1,3	1,6	.
Rumunia	4,9	7,1	1,3	5,7	4,4	2,2	.
Szwecja	1,4	1,9	0,4	-1,0	0,3	0,9	.
Wielka Brytania	1,1	1,5	0,3	0,1	1,0	0,6	.
Unia Europejska	0,8	1,1	0,4	-0,1	0,6	0,4	.
Stany Zjednoczone	1,4	1,5	1,1	0,4	0,5	0,8	.
Japonia	0,9	1,3	0,4	1,7	0,8	-0,6	.

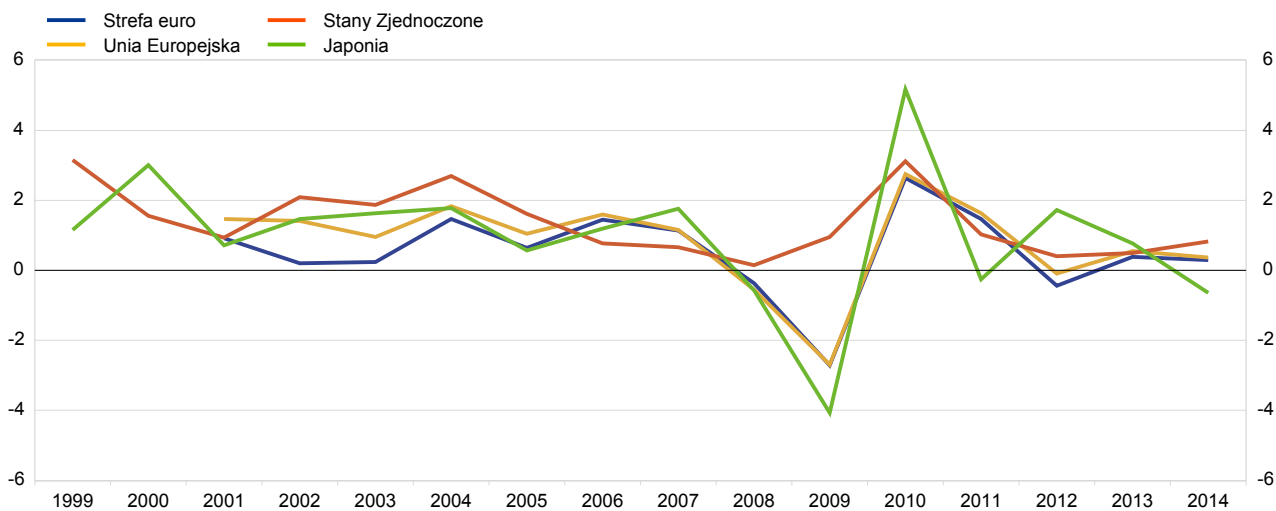
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Chorwacji, strefy euro, UE, Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r., dla Polski - od 2003 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.10 Produktywność pracy

(na jednego zatrudnionego, roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

2. Aktywność gospodarcza

2.11 Bezrobocie

(odsetek siły roboczej)

	1999-2015 ^(1,2)	1999-2008 ¹⁾	2009-20015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	7,8	7,7	8,0	7,6	8,4	8,5	8,3
Niemcy	7,7	9,1	5,8	5,4	5,2	5,0	4,6
Estonia	10,1	9,3	11,4	10,0	8,6	7,4	.
Irlandia	8,0	4,7	12,7	14,7	13,1	11,3	9,4
Grecja	13,7	10,0	19,8	24,5	27,5	26,5	.
Hiszpania	15,5	10,7	22,4	24,8	26,1	24,5	22,1
Francja	9,2	8,9	9,8	9,8	10,3	10,3	10,4
Włochy	9,0	8,2	10,3	10,7	12,1	12,7	11,9
Cypr	7,4	4,3	11,3	11,8	15,9	16,1	15,6
Łotwa	12,3	10,9	14,4	15,1	11,9	10,8	9,9
Litwa	11,9	11,0	13,2	13,4	11,8	10,7	9,1
Luksemburg	4,3	3,6	5,4	5,1	5,9	6,0	6,1
Malta	6,7	7,0	6,3	6,3	6,4	5,8	5,3
Holandia	5,0	4,4	6,0	5,8	7,3	7,4	6,9
Austria	4,9	4,7	5,2	4,9	5,4	5,6	5,7
Portugalia	9,8	7,3	13,5	15,8	16,4	14,1	12,6
Słowenia	7,1	6,1	8,5	8,9	10,1	9,7	9,1
Słowacja	14,9	16,0	13,3	14,0	14,2	13,2	11,5
Finlandia	8,4	8,5	8,3	7,7	8,2	8,7	9,4
Strefa euro	9,5	8,6	10,8	11,4	12,0	11,6	10,9
Bulgaria	11,6	12,4	10,6	12,3	13,0	11,4	9,4
Czechy	7,0	7,3	6,5	7,0	7,0	6,1	5,1
Dania	5,5	4,5	6,9	7,5	7,0	6,5	6,1
Chorwacja	13,7	13,1	14,6	16,0	17,3	17,3	16,6
Węgry	7,9	6,6	10,2	11,0	10,1	7,7	.
Polska	12,9	15,5	9,2	10,1	10,4	9,0	7,5
Rumunia	7,1	7,2	6,9	6,8	7,1	6,8	6,8
Szwecja	7,1	6,5	8,0	8,0	8,0	7,9	7,4
Wielka Brytania	6,1	5,2	7,5	7,9	7,6	6,1	.
Unia Europejska	9,1	8,5	9,9	10,5	10,9	10,2	9,4
Stany Zjednoczone	6,2	5,0	7,8	8,1	7,4	6,2	5,3
Japonia	4,5	4,6	4,3	4,3	4,0	3,6	3,4

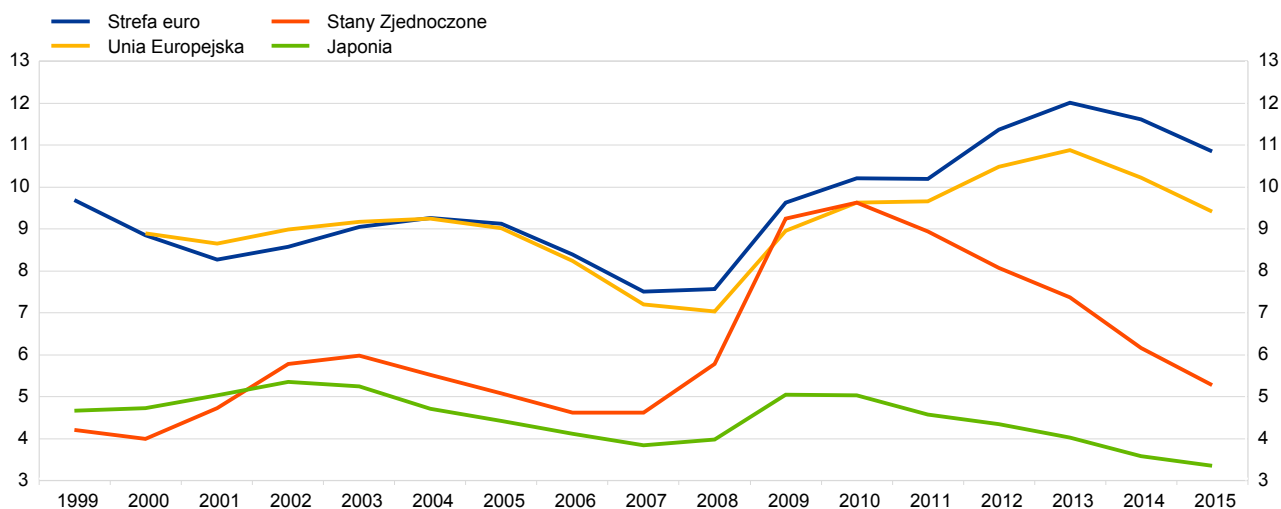
Źródło: Eurostat.

1) Dane dla Bulgarii, Chorwacji, Cypru, Estonii, Malty i UE dostępne od 2000 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 2.11 Bezrobocie

(odsetek siły roboczej)



Źródło: Eurostat.

2. Aktywność gospodarcza

2.12 Zadłużenie gospodarstw domowych¹⁾ (jako procent PKB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	46,3	41,4	54,5	54,1	55,2	56,2	58,4
Niemcy	63,5	67,3	57,3	56,9	56,4	55,5	54,4
Estonia	33,2	25,4	46,1	45,6	42,1	39,8	38,9
Irlandia	87,2	76,6	101,3	102,7	99,3	93,8	83,8
Grecja	40,8	28,3	61,6	63,7	64,6	65,2	63,5
Hiszpania	68,3	61,4	79,8	81,8	80,4	76,7	72,4
Francja	45,1	39,4	54,7	54,8	55,2	55,6	56,1
Włochy	34,8	29,7	43,4	43,8	43,9	43,5	42,9
Cypr	97,8	83,0	122,4	122,4	124,8	125,8	128,6
Łotwa	36,7	34,6	38,4	40,5	33,3	29,8	26,6
Litwa	23,1	19,6	25,9	25,8	23,7	22,4	21,5
Luksemburg	49,5	44,3	55,7	54,3	56,1	55,3	56,7
Malta	54,4	48,3	59,4	59,5	59,8	59,0	59,3
Holandia	106,3	100,0	116,8	118,3	118,3	114,8	112,5
Austria	50,2	48,6	52,8	53,5	52,1	51,2	51,4
Portugalia	78,8	72,9	88,6	90,5	90,7	86,0	81,5
Słowenia	25,9	21,3	29,7	30,0	30,9	30,0	28,5
Słowacja	16,5	10,0	27,4	26,5	27,8	29,7	31,6
Finlandia	49,2	41,2	62,5	61,3	63,6	64,2	65,5
Strefa euro	58,3	55,1	63,8	64,2	63,9	62,7	61,9
Bułgaria	16,8	11,8	24,4	24,0	23,3	23,2	22,6
Czechy	20,4	14,4	30,3	30,1	31,1	31,5	31,3
Dania	117,6	105,9	137,2	138,8	136,6	134,6	132,3
Chorwacja	34,1	29,0	40,9	41,5	41,2	40,4	40,4
Węgry	24,0	18,3	33,5	37,6	31,8	28,2	25,9
Polska	26,6	18,8	34,3	35,1	34,1	35,1	35,6
Rumunia	12,7	7,9	20,7	21,5	20,6	19,2	18,1
Szwecja	65,2	56,6	79,7	78,0	80,5	82,3	83,6
Wielka Brytania	86,4	83,2	91,7	91,7	90,6	87,8	86,0
Unia Europejska	-	-	-	-	-	-	-
Stany Zjednoczone	84,8	84,2	85,8	85,7	82,7	81,0	80,0
Japonia	68,3	69,5	66,3	66,4	65,7	66,2	66,0

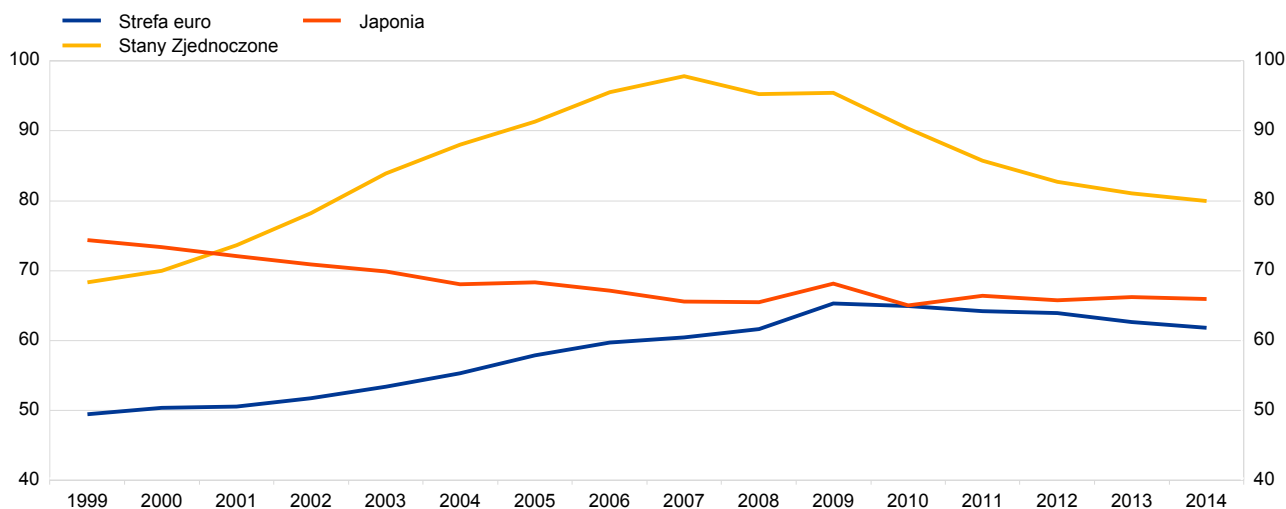
Źródła: EBC, amerykańskie Bureau of Economic Analysis, Zarząd Rezerwy Federalnej oraz centralny bank Japonii.

1) Określane jako niespłacone kwoty kredytów i pożyczek udzielonych gospodarstwom domowym.

2) Brak danych dla Unii Europejskiej. Dane dla Bułgarii dostępne od 2000 r., dla Grecji - od 1999 r., dla Chorwacji - od 2001 r., dla Irlandii - od 2001 r., dla Litwy - od 2004 r., dla Luksemburga - od 2002 r., dla Malty - od 2004 r., dla Łotwy - od 2004 r., dla Polski - od 2003 r. i dla Słowenii - od 2004 r.

Wykres 2.12 Zadłużenie gospodarstwa domowych

(jako procent PKB)



Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Bureau of Economic Analysis, Zarząd Rezerwy Federalnej, centralny bank Japonii.

2. Aktywność gospodarcza

2.13 Wskaźnik oszczędności gospodarstw domowych

(odsetek skorygowanego dochodu do dyspozycji¹⁾)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	15,3	16,0	14,1	13,6	13,5	12,3	12,6
Niemcy	16,3	16,1	16,6	16,5	16,4	16,4	16,8
Estonia	4,3	1,1	9,5	10,2	7,1	8,9	8,2
Irlandia	7,5	6,8	8,8	8,4	8,3	6,1	5,0
Grecja	-	-	-	-	-	-	-
Hiszpania	9,8	9,5	10,4	10,8	8,8	10,0	9,6
Francja	15,0	14,9	15,1	15,2	14,7	14,3	14,8
Włochy	13,0	14,2	11,1	10,7	9,4	11,3	10,8
Cypr	5,4	7,9	1,3	5,4	0,6	-4,1	-10,8
Łotwa	2,0	2,3	1,6	-3,2	-3,8	-3,0	-0,8
Litwa	3,3	2,8	3,6	4,8	1,6	1,8	0,1
Luksemburg	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-
Holandia	13,0	12,4	13,8	13,1	13,8	14,2	14,8
Austria	15,0	15,6	14,1	13,3	14,5	12,9	13,3
Portugalia	8,9	9,5	8,1	7,5	7,7	7,8	5,9
Słowenia	14,3	16,0	13,1	12,7	10,9	13,4	14,1
Słowacja	8,1	7,9	8,3	8,1	7,1	8,3	9,3
Finlandia	8,5	8,5	8,6	8,1	7,8	8,4	7,0
Strefa euro	13,5	13,8	13,0	12,8	12,4	12,7	12,7
Bułgaria	-8,4	-10,8	-3,7	-3,0	-8,2	-0,2	-
Czechy	11,4	11,3	11,6	11,1	11,3	10,8	10,9
Dania	6,1	5,3	7,4	7,8	7,5	7,9	4,4
Chorwacja	9,6	7,9	11,6	11,7	12,1	10,5	11,8
Węgry	9,5	9,6	9,4	9,7	8,2	9,3	10,2
Polska	5,0	6,8	3,0	1,5	1,5	2,5	1,9
Rumunia	-	-	-	-	-	-	-
Szwecja	12,1	9,6	16,2	15,4	17,9	17,6	17,7
Wielka Brytania	8,3	8,2	8,5	9,1	8,7	6,3	5,4
Unia Europejska	11,6	11,7	11,4	11,1	11,0	11,0	10,3
Stany Zjednoczone	7,9	7,2	9,0	9,2	10,7	7,9	8,1
Japonia	9,2	10,1	7,9	9,2	7,7	6,5	5,8

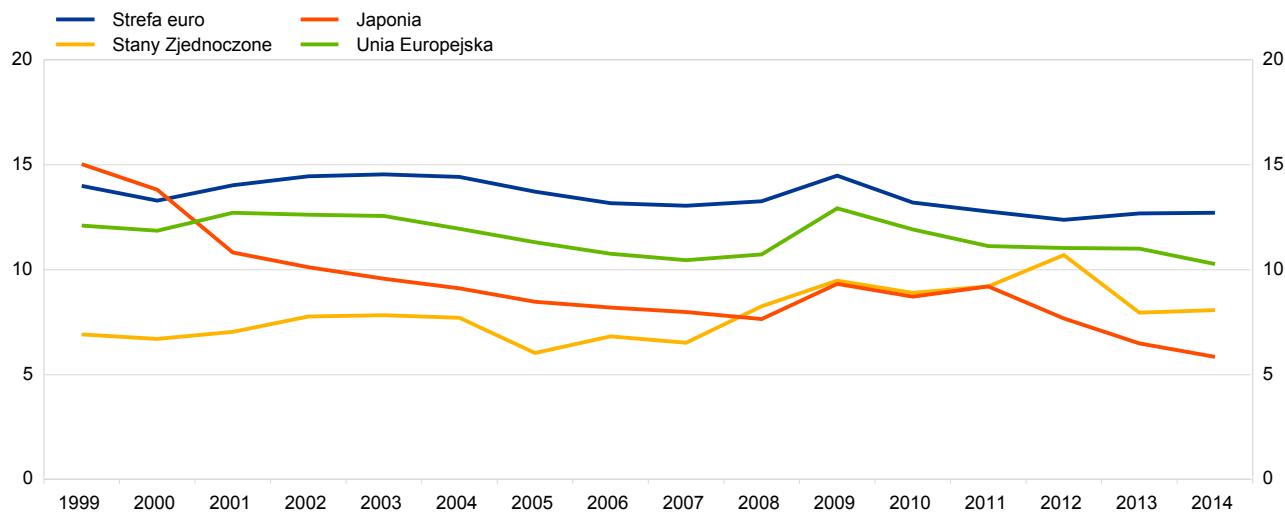
Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Bureau of Economic Analysis, Zarząd Rezerwy Federalnej i centralny bank Japonii.

1) Dochód do dyspozycji skorygowany o zmiany w udziałach netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych.

2) Brak danych dla Grecji, Malty i Luksemburga i Rumunii. Dane dla Chorwacji dostępne od 1999 r., dla Irlandii - od 1999 r., dla Litwy - od 1999 r., dla Polski - od 2002 r. a dla Słowenii - od 2005 r.

Wykres 2.13 Oszczędności gospodarstw domowych

(jako procent skorygowanego dochodu do dyspozycji)



Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Bureau of Economic Analysis, Zarząd Rezerwy Federalnej, centralny bank Japonii.

2. Aktywność gospodarcza

2.14 Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych¹⁾

(jako procent PKB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	125,8	114,2	145,2	143,1	148,0	148,8	147,8
Niemcy	64,9	65,8	63,3	61,3	61,5	63,7	62,1
Estonia	90,3	85,0	99,1	95,7	99,1	94,1	96,3
Irlandia	137,2	97,7	189,8	194,6	208,4	197,6	200,4
Grecja	55,1	47,9	67,0	67,4	68,0	66,0	67,0
Hiszpania	106,1	94,4	125,6	132,4	125,8	119,9	112,3
Francja	107,4	101,1	117,9	116,8	120,8	120,5	124,8
Włochy	76,4	70,5	86,3	85,4	87,7	85,5	84,4
Cypr	200,2	195,1	208,7	207,9	203,5	215,1	221,2
Łotwa	78,2	66,7	87,8	91,3	84,9	79,6	73,9
Litwa	43,8	44,2	43,4	42,7	41,6	38,3	35,2
Luksemburg	310,8	266,0	363,1	354,9	368,4	364,6	346,9
Malta	140,4	121,5	156,2	160,9	159,3	153,8	157,4
Holandia	121,6	119,2	125,6	127,0	125,3	123,8	128,2
Austria	93,2	90,9	97,2	95,8	96,8	99,1	98,7
Portugalia	112,5	101,3	131,3	131,9	139,6	135,2	127,0
Słowenia	82,7	71,8	91,8	95,3	93,7	89,4	81,6
Słowacja	44,7	43,4	47,0	47,5	46,6	48,2	46,5
Finlandia	96,8	89,4	109,1	107,5	109,0	113,4	110,3
Strefa euro	100,1	95,4	107,1	106,4	108,1	106,2	107,1
Bułgaria	85,9	66,3	115,5	110,7	112,3	119,7	114,8
Czechy	45,6	44,7	47,3	44,6	46,2	52,7	53,8
Dania	86,1	80,5	95,3	94,8	98,1	93,4	92,1
Chorwacja	79,6	63,9	100,6	101,3	102,0	103,5	101,8
Węgry	74,4	62,2	94,8	97,0	94,0	91,9	90,7
Polska	37,4	33,1	41,7	41,5	42,5	43,7	45,9
Rumunia	49,6	44,5	58,2	52,4	52,1	48,5	45,1
Szwecja	133,5	122,5	151,8	150,2	149,9	150,5	152,3
Wielka Brytania	117,8	114,9	122,6	129,1	130,1	109,8	123,6
Unia Europejska	-	-	-	-	-	-	-
Stany Zjednoczone ³⁾	66,0	64,9	67,8	66,1	66,7	67,8	69,2
Japonia ⁴⁾	109,3	111,7	105,3	105,2	103,7	103,9	104,9

Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Bureau of Economic Analysis, Zarząd Rezerwy Federalnej i centralny bank Japonii.

1) Określone jako niespłacone kwoty zaciągniętych pożyczek i kredytów, wyemitowane dłużne papiery wartościowe i zobowiązania programów emerytalnych.

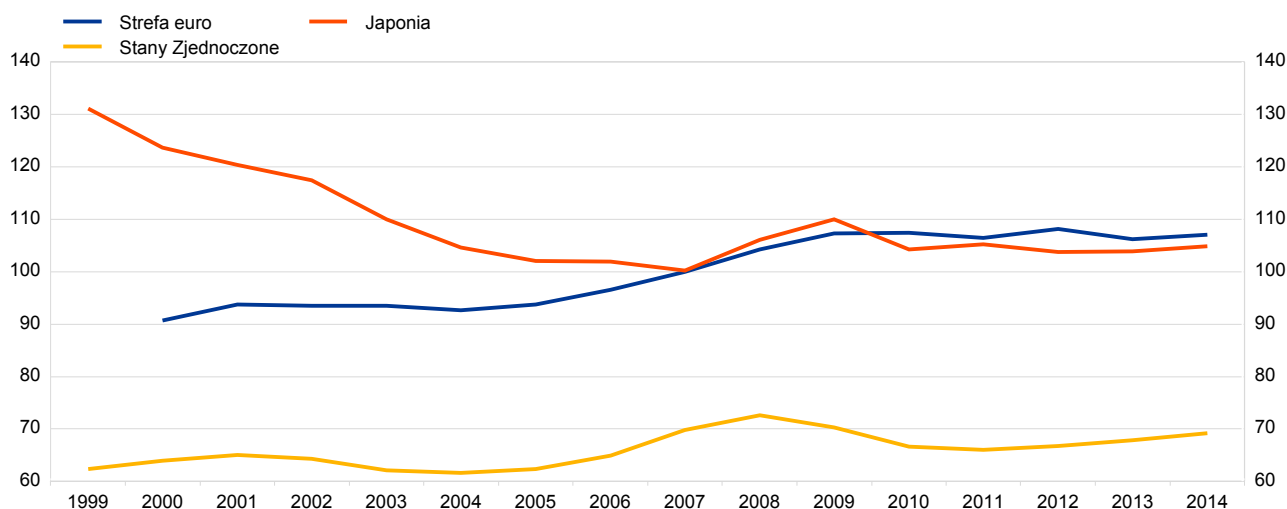
2) Brak danych dla Unii Europejskiej. Dane dla Austrii dostępne od 1999 r., dla Bułgarii - od 2000 r., dla Danii - od 1999 r., dla Chorwacji - od 2001 r., dla Irlandii - od 2001 r., dla Litwy - od 2004 r., dla Luksemburga - od 2002 r., dla Łotwy - od 2004 r., dla Malty - od 2004 r., dla Polski - od 2003 r. i dla Słowenii od 2004 r.

3) Dane dla Stanów Zjednoczonych nie obejmują pożyczek pomiędzy spółkami ani zobowiązań programów emerytalnych.

4) Dane dla Japonii nie obejmują zobowiązań programów emerytalnych.

Wykres 2.14 Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych

(jako procent PKB)



Źródła: EBC, Eurostat, amerykańskie Bureau of Economic Analysis, Zarząd Rezerwy Federalnej, centralny bank Japonii.

3. Ceny i koszty

3.1 HICP

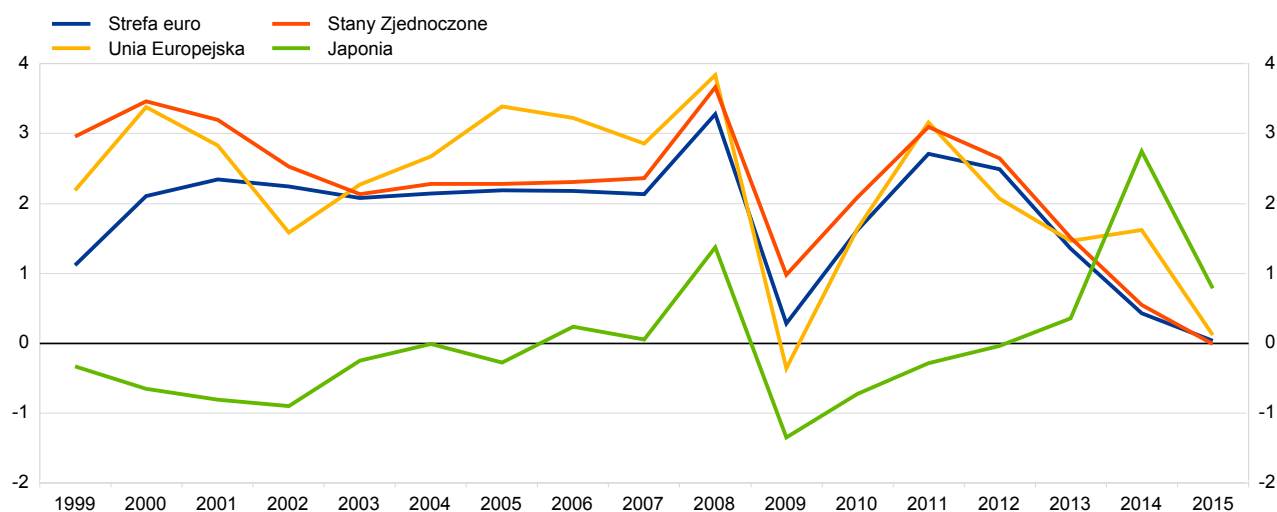
(roczne zmiany w proc.)

	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,9	2,2	1,5	2,6	1,2	0,5	0,6
Niemcy	1,5	1,7	1,2	2,1	1,6	0,8	0,1
Estonia	3,7	4,6	2,3	4,2	3,2	0,5	0,1
Irlandia	2,0	3,4	0,1	1,9	0,5	0,3	0,0
Grecja	2,3	3,3	1,0	1,0	-0,9	-1,4	-1,1
Hiszpania	2,4	3,2	1,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6
Francja	1,6	1,9	1,1	2,2	1,0	0,6	0,1
Włochy	2,0	2,4	1,5	3,3	1,3	0,2	0,1
Cypr	2,1	2,7	1,1	3,1	0,4	-0,3	-1,6
Łotwa	3,8	5,6	1,3	2,3	0,0	0,7	0,2
Litwa	2,4	2,7	1,9	3,2	1,2	0,2	-0,7
Luksemburg	2,4	2,8	1,7	2,9	1,7	0,7	0,1
Malta	2,2	2,6	1,8	3,2	1,0	0,8	1,2
Holandia	2,0	2,4	1,5	2,8	2,6	0,3	0,2
Austria	1,9	1,9	1,8	2,6	2,1	1,5	0,8
Portugalia	2,1	2,9	1,1	2,8	0,4	-0,2	0,5
Słowenia	3,7	5,4	1,3	2,8	1,9	0,4	-0,8
Słowacja	4,2	6,2	1,5	3,7	1,5	-0,1	-0,3
Finlandia	1,8	1,8	1,9	3,2	2,2	1,2	-0,2
Strefa euro	1,8	2,2	1,3	2,5	1,4	0,4	0,0
Bulgaria	4,4	6,7	1,3	2,4	0,4	-1,6	-1,1
Czechy	2,1	2,7	1,4	3,5	1,4	0,4	0,3
Dania	1,8	2,1	1,3	2,4	0,5	0,3	0,2
Chorwacja	2,7	3,4	1,6	3,4	2,3	0,2	-0,3
Węgry	5,1	6,7	2,9	5,7	1,7	0,0	0,1
Polska	3,1	3,9	2,0	3,7	0,8	0,1	-0,7
Rumunia	12,7	19,5	3,6	3,4	3,2	1,4	-0,4
Szwecja	1,4	1,7	1,1	0,9	0,4	0,2	0,7
Wielka Brytania	2,0	1,8	2,4	2,8	2,6	1,5	0,0
Unia Europejska	2,2	2,7	1,5	2,6	1,5	0,5	0,0
Stany Zjednoczone ¹⁾	2,2	2,8	1,4	2,1	1,5	1,6	0,1
Japonia ¹⁾	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,4	2,7	0,8

Źródła: Eurostat, BIS (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.
1) Dane odnoszą się do wskaźnika cen konsumpcyjnych.

Wykres 3.1 HICP¹⁾

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, BIS (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.
1) Dane dla Japonii i Stanów Zjednoczonych odnoszą się do wskaźnika cen konsumpcyjnych.

3. Ceny i koszty

3.2 HICP z wyłączeniem cen żywności i energii

(roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,6	1,5	1,6	1,9	1,5	1,5	1,6
Niemcy	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1
Estonia	2,9	3,8	1,5	2,8	1,9	1,3	1,2
Irlandia	1,7	3,0	-0,1	0,7	0,1	0,7	1,6
Grecja	1,8	2,9	0,2	-0,3	-2,4	-1,5	-0,4
Hiszpania	1,9	2,7	0,8	1,3	1,3	-0,1	0,3
Francja	1,3	1,4	1,0	1,5	0,7	1,0	0,6
Włochy	1,8	2,1	1,4	2,0	1,3	0,7	0,7
Cypr	1,0	1,3	0,6	1,7	-0,3	0,1	-0,4
Łotwa	2,6	4,3	0,2	0,3	-0,1	1,7	1,5
Litwa	1,4	1,7	1,0	2,0	1,4	0,7	1,9
Luksemburg	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	1,3	1,7
Malta	1,7	2,1	1,2	2,5	0,1	1,5	1,5
Holandia	1,7	1,9	1,5	2,2	2,5	0,6	0,9
Austria	1,7	1,5	1,9	2,2	2,2	1,7	1,8
Portugalia	1,9	2,7	0,7	1,2	0,1	0,2	0,6
Słowenia	2,5	4,3	0,5	0,7	0,9	0,6	0,3
Słowacja	3,5	5,1	1,4	3,0	1,4	0,5	0,5
Finlandia	1,6	1,5	1,7	2,1	1,8	1,6	0,8
Strefa euro	1,4	1,6	1,1	1,5	1,1	0,8	0,8
Bułgaria	4,1	6,5	0,8	1,0	0,0	-1,6	-0,6
Czechy	1,3	1,9	0,5	1,6	0,3	0,5	0,7
Dania	1,5	1,8	1,2	1,6	0,6	0,6	1,2
Chorwacja	1,6	3,2	0,9	1,1	0,9	0,5	0,8
Węgry	3,4	4,3	2,5	3,5	2,3	1,4	1,7
Polska	2,6	3,5	1,3	2,2	0,7	0,2	0,4
Rumunia	6,2	9,3	3,2	3,2	2,3	2,3	1,6
Szwecja	1,1	1,1	1,0	0,7	0,3	0,4	0,9
Wielka Brytania	1,5	1,1	2,0	2,2	2,0	1,6	1,0
Unia Europejska	1,6	1,8	1,3	1,7	1,2	0,9	0,9
Stany Zjednoczone ²⁾	2,0	2,2	1,7	2,1	1,8	1,7	1,8
Japonia ²⁾	-0,3	-0,4	-0,1	-0,6	-0,2	1,8	1,0

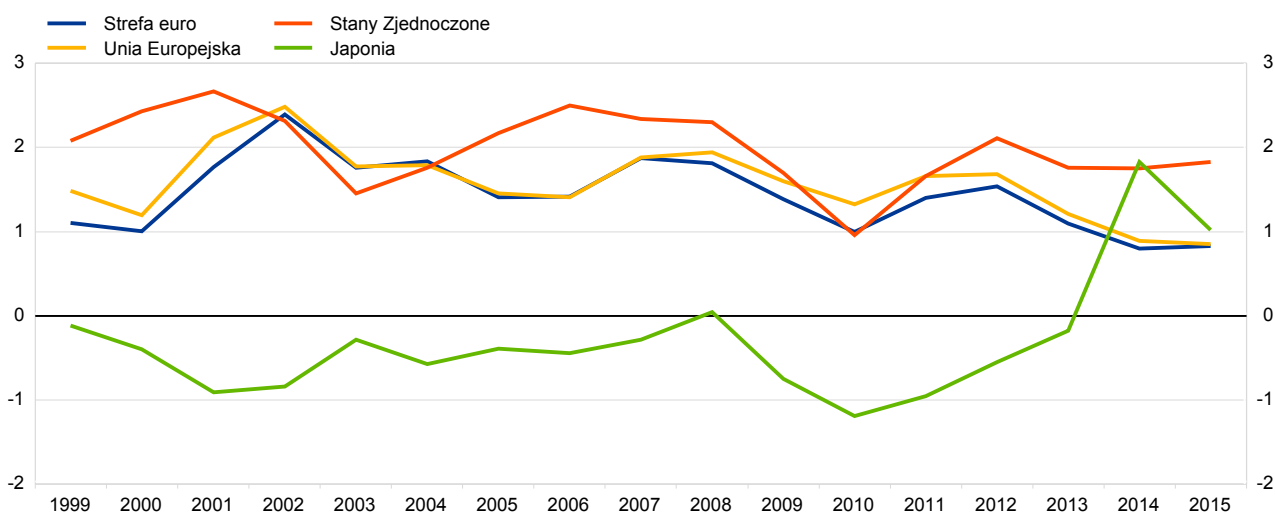
Źródła: Eurostat, BIS (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Czech i Słowenii dostępne od 2000 r., dla Węgier i Rumunii - od 2002 r., dla Chorwacji - od 2006 r.

2) Dane odnoszą się do wskaźnika cen konsumpcyjnych.

Wykres 3 HICP z wyłączeniem cen żywności i energii¹⁾

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, BIS (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Japonii i Stanów Zjednoczonych odnoszą się do wskaźnika cen konsumpcyjnych.

3. Ceny i koszty

3.3 Deflator PKB

(roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^{1),2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,7	1,9	1,5	2,0	1,3	0,7	.
Niemcy	1,1	0,8	1,6	1,5	2,1	1,7	2,1
Estonia	5,1	6,6	2,6	2,7	4,0	2,0	.
Irlandia	1,7	3,0	-0,5	0,4	1,2	0,1	.
Grecja	1,9	3,2	-0,2	-0,4	-2,5	-2,3	.
Hiszpania	2,3	3,6	0,1	0,1	0,6	-0,4	.
Francja	1,4	1,8	0,8	1,2	0,8	0,6	1,2
Włochy	2,0	2,4	1,2	1,4	1,3	0,9	.
Cypr	2,3	3,3	0,6	2,1	-1,4	-1,3	.
Łotwa	4,9	7,8	0,2	3,5	1,3	1,2	.
Litwa	2,5	3,3	1,4	2,8	1,2	1,2	0,5
Luksemburg	2,7	2,8	2,7	4,0	2,4	0,9	.
Malta	2,5	2,5	2,4	2,0	1,8	1,7	.
Holandia	1,8	2,5	0,8	1,4	1,4	0,8	0,3
Austria	1,6	1,6	1,6	2,0	1,5	1,6	1,5
Portugalia	2,2	3,2	0,7	-0,4	2,2	0,9	.
Słowenia	3,4	5,0	0,9	0,3	0,8	0,8	.
Słowacja	3,0	4,6	0,4	1,3	0,5	-0,2	.
Finlandia	1,7	1,5	2,0	3,0	2,6	1,6	.
Strefa euro	1,7	2,0	1,0	1,2	1,3	0,9	.
Bułgaria	4,5	5,9	2,2	1,2	-0,5	0,2	.
Czechy	1,9	2,4	1,0	1,4	1,4	2,5	.
Dania	2,1	2,5	1,6	2,8	1,4	0,8	.
Chorwacja	2,9	4,1	1,3	1,6	0,8	0,0	.
Węgry	5,1	6,4	3,0	3,5	3,1	3,2	.
Polska	2,5	2,8	2,1	2,4	0,4	0,5	.
Rumunia	16,0	23,7	4,2	4,8	3,5	1,9	.
Szwecja	1,6	1,8	1,4	1,1	1,1	1,6	.
Wielka Brytania	2,3	2,4	2,1	1,6	2,0	1,8	.
Unia Europejska	1,7	2,0	1,1	2,4	0,6	1,6	.
Stany Zjednoczone	2,0	2,3	1,4	1,8	1,6	1,6	1,0
Japonia	-1,1	-1,3	-0,7	-0,9	-0,6	1,7	.

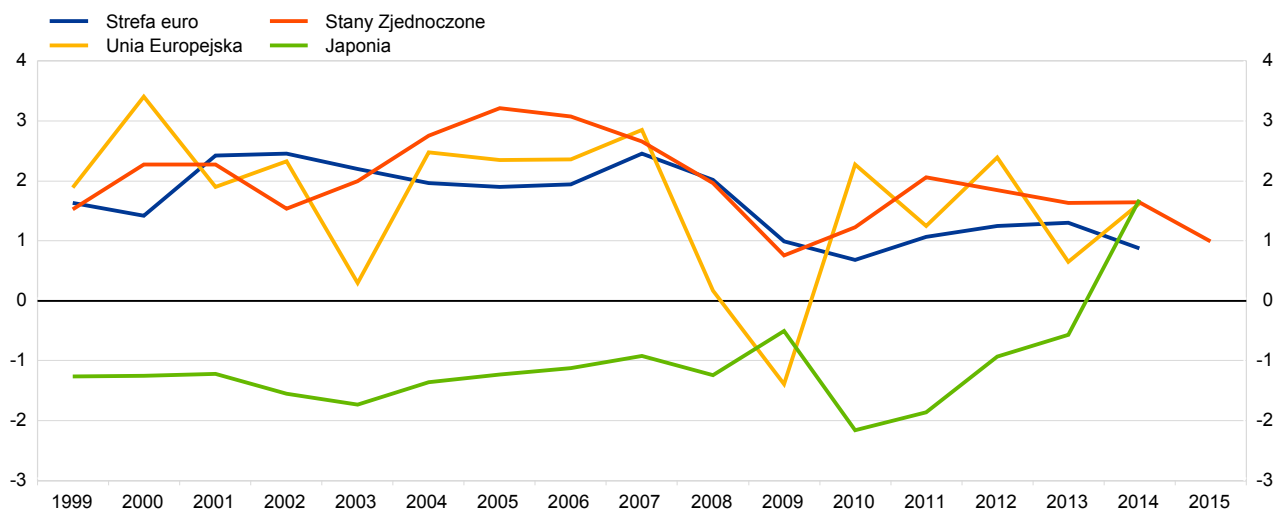
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Luksemburga, Chorwacji i Malty dostępne od 2001 r., dla Polski - od 2003 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 3.3 Deflator PKB

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

3. Ceny i koszty

3.4 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^{1),2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	2,0	3,4	0,1	3,5	0,6	-4,6	-4,2
Niemcy	1,5	2,4	0,2	1,7	0,0	-0,9	-1,8
Estonia	3,2	4,7	1,9	3,4	9,9	-2,3	-2,8
Irlandia	1,6	4,0	0,6	3,1	1,5	-0,3	-4,4
Grecja	3,0	4,7	0,6	4,9	-0,7	-0,8	-5,8
Hiszpania	2,4	3,3	1,1	3,8	0,6	-1,3	-2,1
Francja	1,5	2,4	0,3	2,8	0,3	-1,3	-2,2
Włochy	1,8	3,0	0,0	4,1	-1,2	-1,8	-3,4
Cypr	2,8	4,8	0,6	8,1	-2,1	-3,1	-5,7
Łotwa	5,0	8,4	1,7	5,3	1,1	0,1	-1,4
Litwa	2,6	4,8	-0,4	5,6	-0,3	-5,1	-9,2
Luksemburg	2,9	5,5	-0,6	3,6	1,3	-4,8	-0,5
Malta	4,2	5,2	3,0	2,3	0,9	-1,2	-3,2
Holandia	2,4	4,7	-0,9	3,8	-1,3	-3,2	-7,4
Austria	1,3	1,8	0,4	0,9	-1,0	-1,5	-2,1
Portugalia	2,6	4,1	0,5	2,9	0,1	-1,2	-3,0
Słowenia	3,0	4,7	0,7	1,0	0,3	-1,1	-0,5
Słowacja	2,5	5,1	-1,1	3,8	-0,2	-3,6	-4,3
Finlandia	1,8	2,6	0,8	2,3	0,9	-0,9	-2,2
Strefa euro	1,7	2,8	0,2	2,8	-0,2	-1,5	-2,7
Bułgaria	4,2	6,3	1,7	5,3	-1,3	-0,9	-1,7
Czechy	1,7	2,6	0,3	2,1	0,8	-0,8	-3,2
Dania	3,3	5,3	0,4	2,5	2,2	-2,3	-6,5
Chorwacja	2,8	3,8	1,5	7,0	0,4	-2,7	-3,9
Węgry	5,5	8,0	2,0	5,3	-0,5	-2,1	-3,0
Polska	2,6	3,5	1,7	3,6	-1,2	-1,4	-2,4
Rumunia	10,6	18,0	2,8	4,8	3,7	0,2	-1,8
Szwecja	1,9	3,1	0,2	-0,3	-0,7	0,1	-1,1
Wielka Brytania	2,8	4,3	0,7	2,2	1,0	-2,3	-7,5
Unia Europejska	2,0	3,1	0,4	2,8	0,0	-1,5	-3,2
Stany Zjednoczone ³⁾	2,3	3,1	1,3	1,9	1,2	1,9	-3,3
Japonia ⁴⁾	0,2	1,0	-0,9	-1,2	0,8	0,8	-3,5

Źródła: Eurostat, BIS (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Bułgarii, Cypru, Polski, Malty i Rumunii dostępne od 2001 r.; dla Łotwy - od 2002 r.; dla Estonii - od 2003 r., a dla Irlandii - od 2006 r.

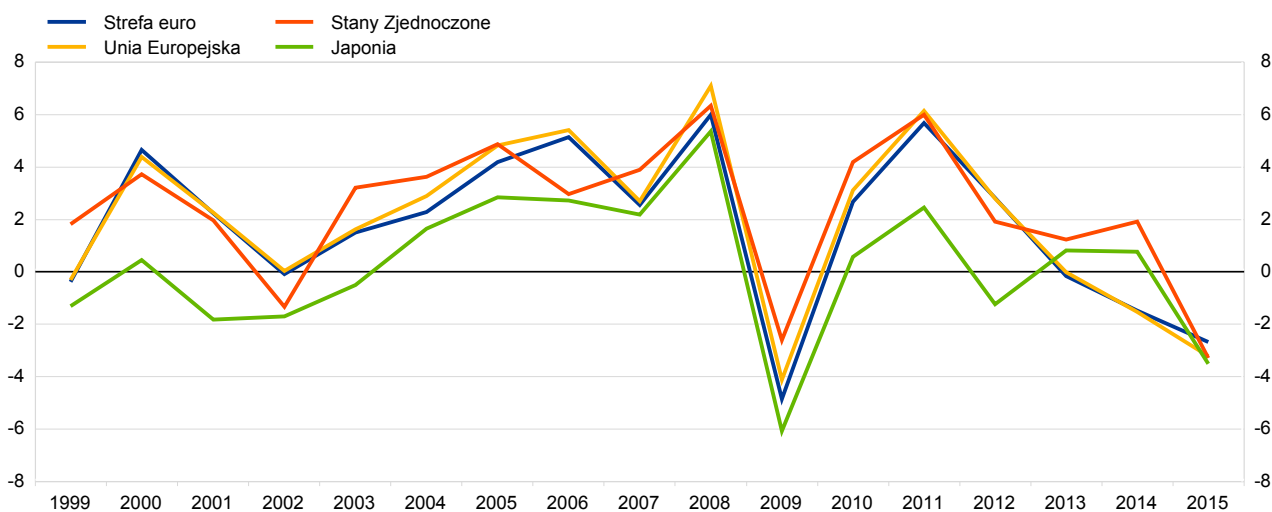
2) Przy braku danych za 2015 r. zamieszczone średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

3) Dane odnoszą się do wyrobów gotowych.

4) Dane odnoszą się do wskaźnika cen produkcji w sektorze przetwórstwa przemysłowego.

Wykres 3.4 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu¹⁾

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, BIS (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Japonii odnoszą się do wskaźnika cen produkcji w sektorze przetwórstwa przemysłowego, dane dla Stanów Zjednoczonych dotyczą wyrobów gotowych.

3. Ceny i koszty

3.5 Jednostkowe koszty pracy

(roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ¹⁾²⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	1,8	1,8	1,8	3,4	2,2	-0,1	.
Niemcy	1,0	0,2	2,1	3,3	2,2	1,9	1,8
Estonia	4,9	7,0	1,6	3,3	5,5	3,7	.
Irlandia	1,0	3,4	-3,0	-0,8	0,2	-1,6	.
Grecja	1,9	3,6	-1,0	-2,0	-7,4	-2,6	.
Hiszpania	1,7	3,3	-0,9	-2,9	-0,4	-0,9	.
Francja	1,8	1,9	1,7	2,3	0,9	1,5	.
Włochy	2,2	2,7	1,5	1,4	0,9	1,3	.
Cypr	2,0	3,1	0,1	0,0	-3,4	-3,3	.
Łotwa	5,0	10,3	-1,6	3,5	4,3	4,6	.
Litwa	1,7	2,8	0,0	2,2	3,1	2,8	.
Luksemburg	3,2	3,6	2,7	4,9	1,1	1,4	.
Malta	2,6	2,6	2,6	3,2	1,1	1,5	.
Holandia	1,9	2,0	1,7	3,0	1,5	0,8	.
Austria	1,5	1,0	2,2	3,0	2,3	2,3	.
Portugalia	1,4	2,6	-0,5	-3,2	1,8	-0,9	.
Słowenia	3,4	4,6	1,3	0,8	0,2	-1,3	.
Słowacja	2,8	3,6	1,4	1,1	0,3	0,7	.
Finlandia	2,0	1,6	2,8	5,2	1,8	0,9	.
Strefa euro	1,7	1,8	1,4	1,9	1,2	1,1	.
Bułgaria	5,4	5,1	5,9	4,8	7,0	4,4	.
Czechy	2,2	2,8	1,1	3,1	0,6	0,1	.
Dania	2,2	2,7	1,4	1,2	1,5	1,3	.
Chorwacja	2,4	4,0	0,2	-1,3	-2,2	-2,4	.
Węgry	4,4	6,1	1,6	4,0	0,9	2,0	.
Polska	1,1	0,9	1,3	2,1	0,3	0,0	.
Rumunia	13,1	21,6	0,3	3,5	-1,3	0,1	.
Szwecja	2,1	2,2	2,1	4,1	1,7	1,3	.
Wielka Brytania	2,2	2,8	1,3	1,6	0,4	-0,6	.
Unia Europejska	1,2	1,3	1,2	2,9	0,2	1,4	.
Stany Zjednoczone	-0,4	-0,8	0,1	1,0	-0,5	1,4	1,3
Japonia	-1,9	-2,2	-1,3	-1,7	-0,9	1,5	.

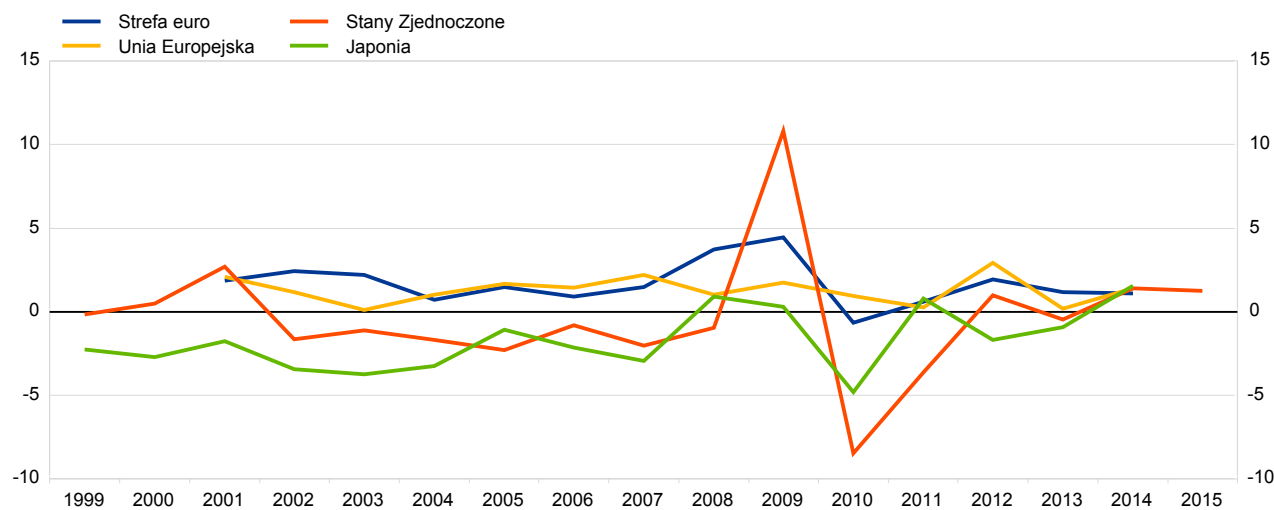
Źródła: Eurostat, BIS (dla Stanów Zjednoczonych) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Chorwacji, strefy euro, Unii Europejskiej, Luksemburga i Malty dostępne od 2001r., dla Polski - od 2003 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 3.5 Jednostkowe koszty pracy

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, BIS (dla Stanów Zjednoczonych) i obliczenia EBC.

3. Ceny i koszty

3.6 Przeciętne wynagrodzenie (roczne zmiany w proc.)

	1999-2015 ^{1,2)}	1999-2008 ¹⁾	2009-2015 ²⁾	2012	2013	2014	2015
Belgia	2,6	2,9	2,1	3,2	2,6	0,9	.
Niemcy	1,6	1,2	2,2	2,5	1,8	2,6	2,7
Estonia	8,9	12,4	3,1	6,8	5,9	5,9	.
Irlandia	3,3	5,7	-0,6	0,0	-0,7	1,8	.
Grecja	2,7	6,0	-2,5	-3,0	-7,0	-2,1	.
Hiszpania	2,4	3,5	0,7	-1,5	0,9	-0,4	.
Francja	2,5	2,8	2,0	2,2	1,6	1,3	.
Włochy	1,9	2,6	0,7	-1,1	0,9	0,8	.
Cypr	2,7	4,6	-0,3	0,8	-3,3	-4,7	.
Łotwa	9,4	16,4	0,8	6,1	5,0	8,5	.
Litwa	6,5	9,6	1,6	4,2	5,4	3,9	.
Luksemburg	3,0	3,5	2,3	1,6	3,6	2,9	.
Malta	3,2	3,9	2,3	3,7	1,3	0,6	.
Holandia	2,7	3,2	1,8	2,1	2,0	2,0	.
Austria	2,2	2,3	1,9	2,7	2,2	1,7	.
Portugalia	2,4	3,8	0,3	-3,1	3,6	-1,4	.
Słowenia	5,4	7,9	1,3	-1,0	0,6	1,1	.
Słowacja	6,2	8,2	2,8	2,6	2,6	1,8	.
Finlandia	2,9	3,3	2,2	2,8	1,3	1,4	.
Strefa euro	2,2	2,6	1,7	1,5	1,6	1,4	.
Bulgaria	8,6	9,1	7,8	7,7	8,8	5,6	.
Czechy	4,6	6,5	1,4	1,7	-0,3	1,5	.
Dania	3,0	3,7	2,0	1,7	1,2	1,8	.
Chorwacja	3,0	5,3	0,0	0,2	-0,7	-5,3	.
Węgry	6,3	9,6	1,0	2,1	1,8	0,9	.
Polska	3,9	3,5	4,2	3,6	1,7	1,6	.
Rumunia	18,6	30,2	1,6	9,4	3,0	2,3	.
Szwecja	3,5	4,1	2,5	3,1	2,0	2,2	.
Wielka Brytania	3,3	4,4	1,6	1,7	1,4	-0,1	.
Unia Europejska	2,1	2,5	1,6	2,8	0,7	1,8	.
Stany Zjednoczone	3,0	3,6	2,1	2,2	1,5	2,8	.
Japonia	-0,9	-1,0	-0,5	0,0	-0,2	0,9	.

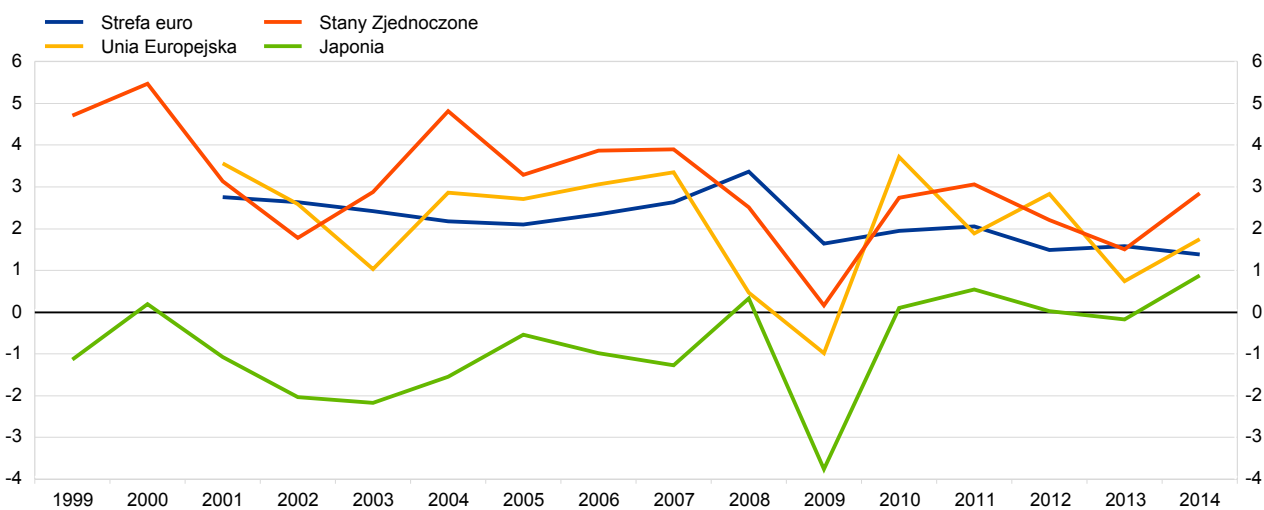
Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

1) Dane dla Chorwacji, strefy euro, Unii Europejskiej, Luksemburga i Malty dostępne od 2001 r., dla Polski - od 2003 r.

2) Przy braku danych za 2015 r. podane średnie dotyczą okresów 1999-2014 oraz 2009-2014.

Wykres 3.6 Przeciętne wynagrodzenie

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Eurostat, OECD (dla Stanów Zjednoczonych i Japonii) i obliczenia EBC.

3. Ceny i koszty

3.7 Ceny nieruchomości mieszkaniowych (roczne zmiany w proc.)

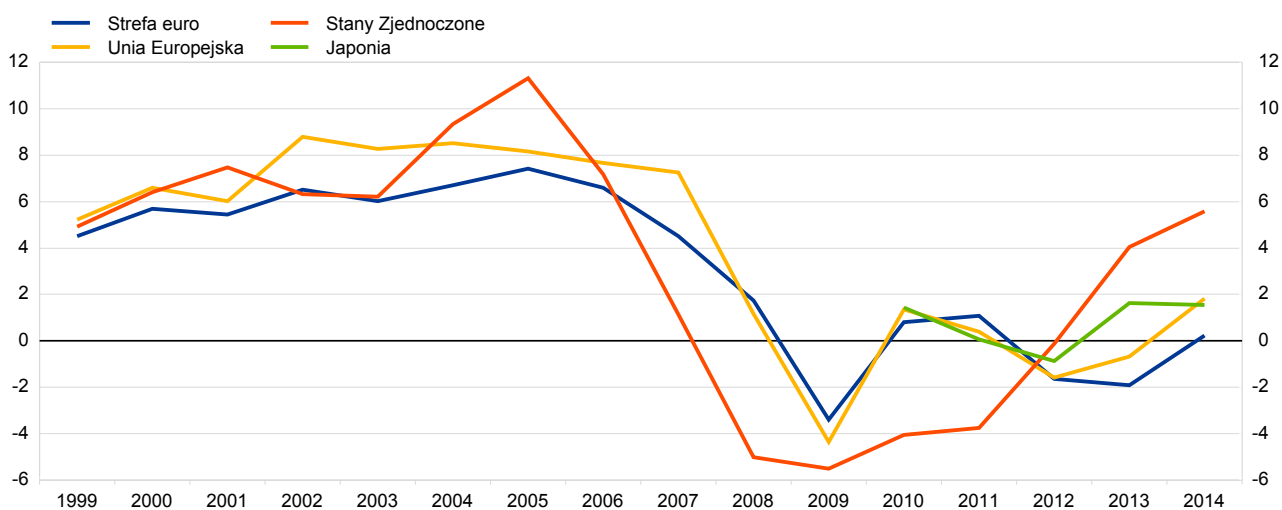
	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	5,6	7,8	2,1	3,1	2,5	1,7	0,6
Niemcy	1,7	1,4	2,0	2,6	3,0	3,2	3,1
Estonia	6,2	18,1	-1,1	9,9	8,0	10,7	11,0
Irlandia	3,5	10,8	-7,5	-13,9	-11,4	2,1	13,0
Grecja	2,3	8,6	-7,4	-5,5	-11,7	-10,8	-7,5
Hiszpania	3,7	10,5	-6,8	-7,4	-13,7	-10,6	0,3
Francja	5,7	9,3	-0,2	5,9	-0,5	-2,1	-1,8
Włochy	2,5	5,6	-2,4	0,8	-2,8	-5,7	-4,4
Cypr	0,4	19,5	-5,2	-4,1	-5,3	-6,8	-9,0
Łotwa	-0,1	17,4	-5,4	10,4	3,0	6,8	6,0
Litwa	8,8	20,6	-6,8	1,3	-3,3	3,6	7,6
Luksemburg	3,5	3,3	3,6	3,7	4,2	5,0	4,4
Malta	4,7	6,9	1,1	1,3	0,4	2,1	7,0
Holandia	3,2	7,4	-3,4	-2,4	-6,5	-6,5	0,9
Austria	2,8	1,0	5,8	4,2	12,4	4,7	3,4
Portugalia	-1,7	-	-1,7	-4,9	-7,1	-1,9	4,3
Słowenia	1,6	14,4	-4,3	2,7	-6,9	-5,2	-6,6
Słowacja	3,0	9,9	-3,6	-3,1	-1,1	-0,9	-0,8
Finlandia	4,3	5,5	2,2	2,7	1,6	1,6	-0,6
Strefa euro	3,1	5,5	-0,8	1,1	-1,6	-1,9	0,2
Bułgaria	-3,8	-	-3,8	-5,5	-1,9	-2,2	1,4
Czechy	-0,8	-	-0,8	0,0	-1,4	0,0	2,6
Dania	3,8	10,0	-1,1	-1,7	-2,7	3,9	3,7
Chorwacja	-3,1	-	-3,1	0,2	-1,6	-4,0	-1,6
Węgry	-1,6	2,3	-2,2	-3,4	-3,8	-2,6	4,3
Polska	-1,6	1,9	-2,2	-1,3	-4,4	-5,5	1,8
Rumunia	-6,3	-	-6,3	-14,2	-6,5	-0,2	-2,3
Szwecja	7,2	8,5	4,9	2,5	1,2	5,5	9,4
Wielka Brytania	6,9	9,8	2,1	-1,0	1,7	3,5	10,0
Unia Europejska	4,0	6,7	-0,5	0,4	-1,6	-0,7	1,8
Stany Zjednoczone	3,1	5,4	-0,7	-3,8	-0,1	4,0	5,6
Japonia	0,8	-	0,8	0,1	-0,9	1,6	1,6

Źródła: Źródła krajowe i EBC.

1) Dane dla Litwy dostępne od 2000 r., dla Słowacji - od 2003 r., dla Niemiec i Danii - od 2004 r., dla Estonii - od 2005 r., dla Słowenii - od 2006 r., dla Cypru, Łotwy i Polski - od 2007 r., dla Węgier i Luksemburga - od 2008 r., dla Chorwacji, Czech, Japonii i Portugalii - od 2009 r., a dla Bułgarii i Rumunii - od 2010 r.

Wykres 3.7 Ceny nieruchomości mieszkaniowych

(roczne zmiany w proc.)



Źródła: Źródła krajowe i EBC.

4. Kursy walutowe i bilans płatniczy

4.1 Efektywne kursy walutowe

(średnie okresowe; indeks: I kw. 1999 = 100)

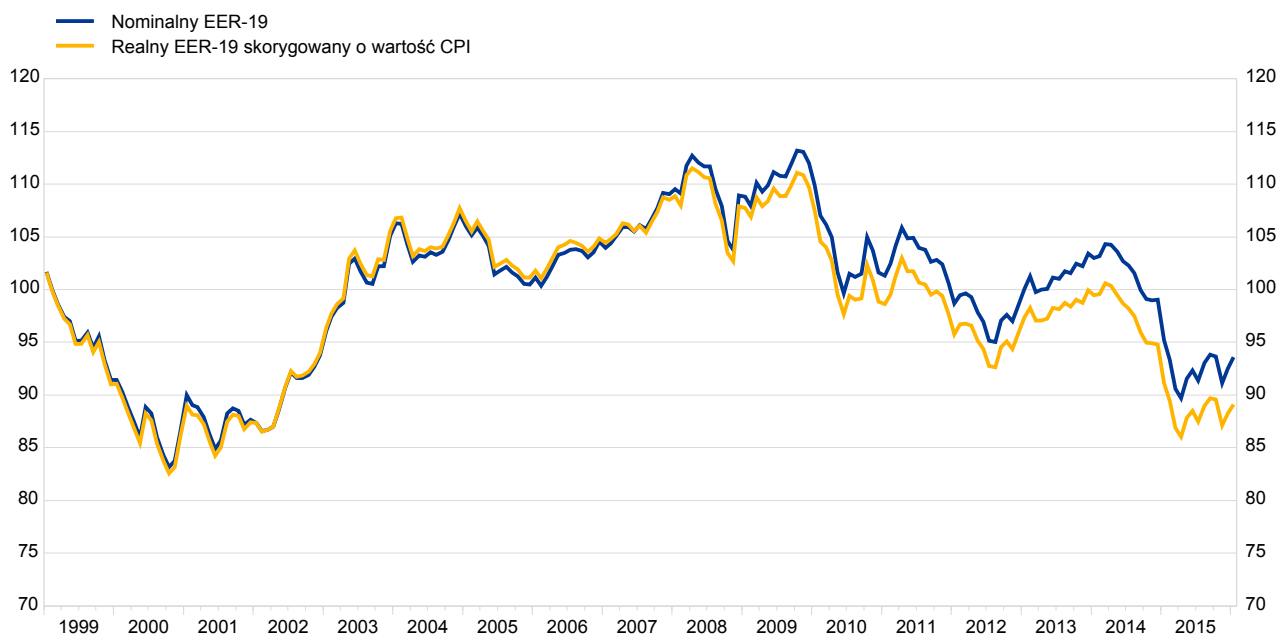
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
EER-19							
Kurs nominalny	99,9	98,8	101,5	97,6	101,2	101,8	92,4
Realny wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI)	98,7	98,8	98,6	95,0	98,2	97,9	88,4
Realny wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI)	97,7	98,4	96,7	93,3	96,7	96,7	89,2
Deflator realnego PKB	95,6	96,7	93,9	88,0	91,1	91,3	
Realne jednostkowe koszty pracy w sektorze przetwórstwa przemysłowego ¹⁾	102,3	99,4	107,0	99,8	102,0	102,2	
Realne jednostkowe koszty pracy w gospodarce	99,0	97,3	101,8	95,6	98,8	100,4	
EER-38							
Kurs nominalny	107,1	103,7	112,0	107,0	111,9	114,7	106,5
Realny wskaźnik cen konsumpcyjnych (CPI)	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9

Źródło: EBC.

1) Szeregi skorygowane o jednostkowe koszty pracy w sektorze przetwórstwa przemysłowego są dostępne jedynie dla grupy partnerów handlowych EER-18.

Wykres 4.1 Efektywne kursy walutowe

(średnie miesięczne; indeks: 1999 I kw. = 100)



Źródło: EBC.

4. Kursy walutowe i bilans płatniczy

4.2 Dwustronne kursy walutowe

(jednostki krajowej waluty przypadające na 1 euro; średnie okresowe)

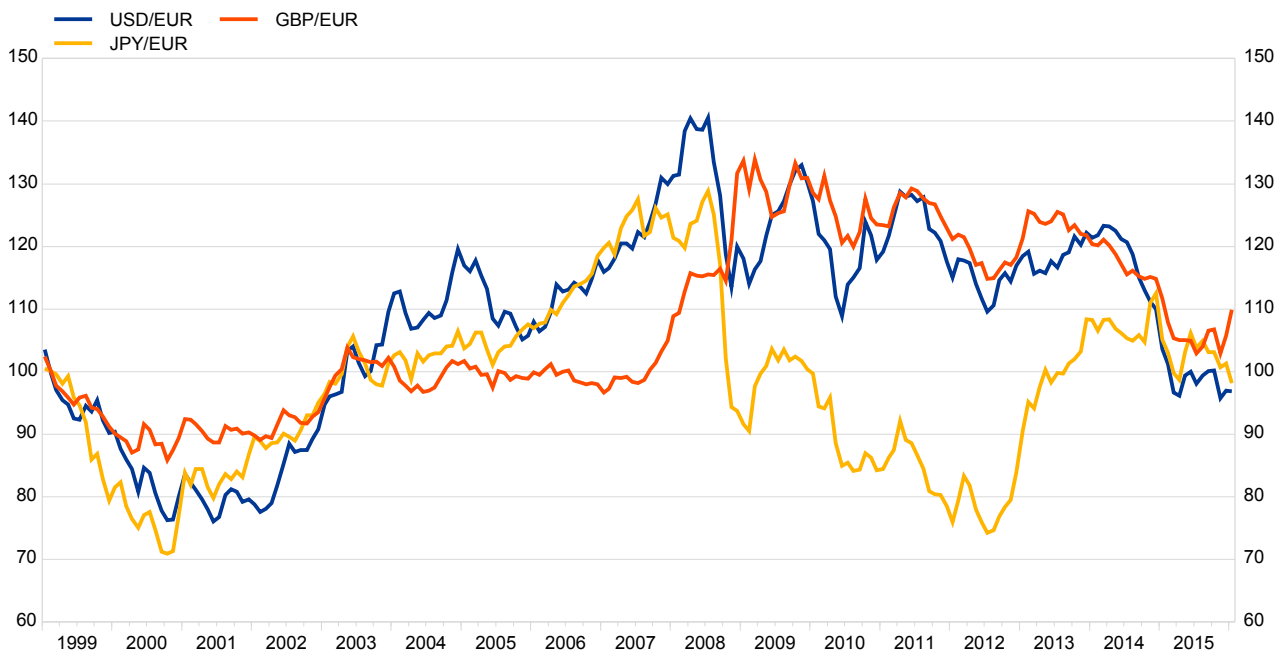
	1999-2015 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Chiński renminbi	8,978	9,468	8,418	8,105	8,165	8,186	6,973
Chorwacka kuna	7,444	7,406	7,488	7,522	7,579	7,634	7,614
Korona czeska	29,069	31,193	26,036	25,149	25,980	27,536	27,279
Korona duńska	7,448	7,446	7,451	7,444	7,458	7,455	7,459
Forint węgierski	268,989	253,282	291,429	289,249	296,873	308,706	309,996
Japoński jen	127,872	130,952	123,473	102,492	129,663	140,306	134,314
Złoty polski	4,065	3,991	4,170	4,185	4,197	4,184	4,184
Funt szterling	0,738	0,674	0,830	0,811	0,849	0,806	0,726
Lej rumuński	3,634	3,132	4,351	4,459	4,419	4,444	4,445
Korona szwedzka	9,195	9,132	9,285	8,704	8,652	9,099	9,353
Frank szwajcarski	1,435	1,555	1,263	1,205	1,231	1,215	1,068
Dolar amerykański	1,218	1,155	1,309	1,285	1,328	1,329	1,110

Źródło: EBC.

1) Dane dla chińskiego renminbi i chorwackiej kuny dostępne od 2001r.

Wykres 4.2 Dwustronne kursy walutowe

(średnie miesięczne; indeks: 1999 I kw. = 100)



Źródło: EBC.

4. Kursy walutowe i bilans płatniczy

4.3 Realne efektywne kursy walutowe¹⁾

(skorygowane o wskaźniki cen konsumpcyjnych; średnie okresowe; indeks I kw. 1999 = 100)

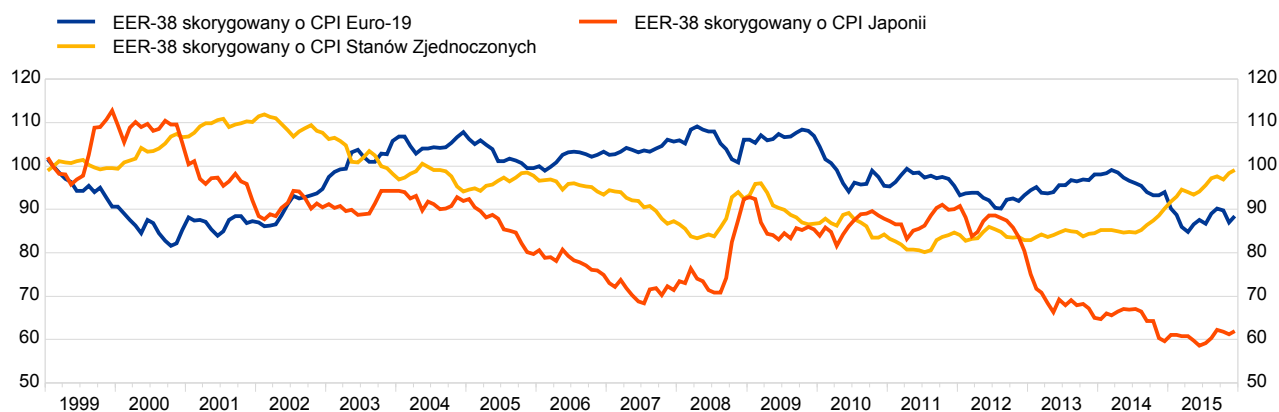
	1999-2015	1999-2008	2009-2015	2012	2013	2014	2015
Belgia	99,7	99,2	100,5	98,9	100,5	100,7	96,6
Niemcy	93,5	95,3	95,3	88,3	90,3	91,0	86,3
Estonia	113,5	106,5	123,4	121,1	124,5	126,4	125,1
Irlandia	108,7	108,9	108,4	105,1	106,8	106,0	97,9
Grecja	101,4	99,7	103,9	103,7	102,5	100,8	95,7
Hiszpania	106,3	104,8	108,4	107,0	108,7	108,1	102,8
Francja	96,6	97,6	95,2	93,3	94,4	94,7	90,5
Włochy	100,1	100,2	99,8	98,3	99,8	99,9	95,1
Cypr	104,8	104,0	106,0	105,8	106,3	105,6	100,0
Łotwa	109,0	104,7	115,0	113,9	112,5	113,9	113,2
Litwa	121,5	115,7	129,7	127,6	128,7	130,1	127,5
Luksemburg	106,1	104,4	108,5	107,6	109,0	109,2	104,7
Malta	105,9	105,1	107,1	104,9	106,7	106,7	101,4
Holandia	101,7	102,5	100,4	97,6	100,7	100,7	95,3
Austria	96,5	97,0	95,6	93,8	95,7	97,0	94,5
Portugalia	102,9	103,1	102,5	102,2	102,2	101,6	99,2
Słowenia	100,1	99,4	101,1	99,6	101,1	101,4	97,7
Słowacja	161,1	139,4	192,1	190,7	193,2	193,4	187,2
Finlandia	96,3	96,9	95,3	92,6	94,8	96,6	93,3
Strefa euro	97,3	98,0	96,3	92,5	95,6	96,1	87,9
Bulgaria	132,4	120,8	148,8	148,5	148,7	146,8	140,7
Czechy	132,3	122,4	146,5	149,1	146,2	138,1	134,5
Dania	99,1	99,4	98,5	96,5	97,1	97,7	93,8
Chorwacja	104,9	103,7	106,6	103,9	105,5	105,0	100,6
Węgry	129,2	125,3	134,8	135,7	134,4	129,1	123,5
Polska	117,7	117,4	118,1	117,1	117,6	118,1	113,3
Rumunia	132,8	127,4	140,5	135,9	141,4	142,8	137,7
Szwecja	93,7	95,2	91,5	94,5	96,1	91,6	85,8
Wielka Brytania	90,9	97,9	81,0	80,6	79,4	84,9	88,8
Unia Europejska	-	-	-	-	-	-	-
Stany Zjednoczone	94,3	99,3	87,0	84,0	84,2	86,1	95,5
Japonia	84,4	89,4	77,3	86,4	68,9	64,9	60,7

Źródło: EBC.

1) Dla całej strefy euro wyświetlane są realne efektywne kursy walutowe euro w stosunku do walut 38 krajów partnerów handlowych. Dla poszczególnych krajów strefy euro tabela pokazuje ujednolicone wskaźniki konkurencyjności obliczone w stosunku do tych samych partnerów handlowych plus pozostałe kraje strefy euro. Dla krajów spoza strefy euro prezentowany jest realny efektywny kurs walutowy euro w stosunku do walut 38 partnerów handlowych. Dodatnia zmiana wskazuje na spadek konkurencyjności cen.

Wykres 4.3 Realne efektywne kursy walutowe

(skorygowane o wskaźnik cen konsumpcyjnych; średnie miesięczne; indeks: I kw. 1999 = 100)



Źródło: EBC.

4. Kursy walutowe i bilans płatniczy

4.4 Bilans płatniczy: saldo na rachunku obrotów bieżących

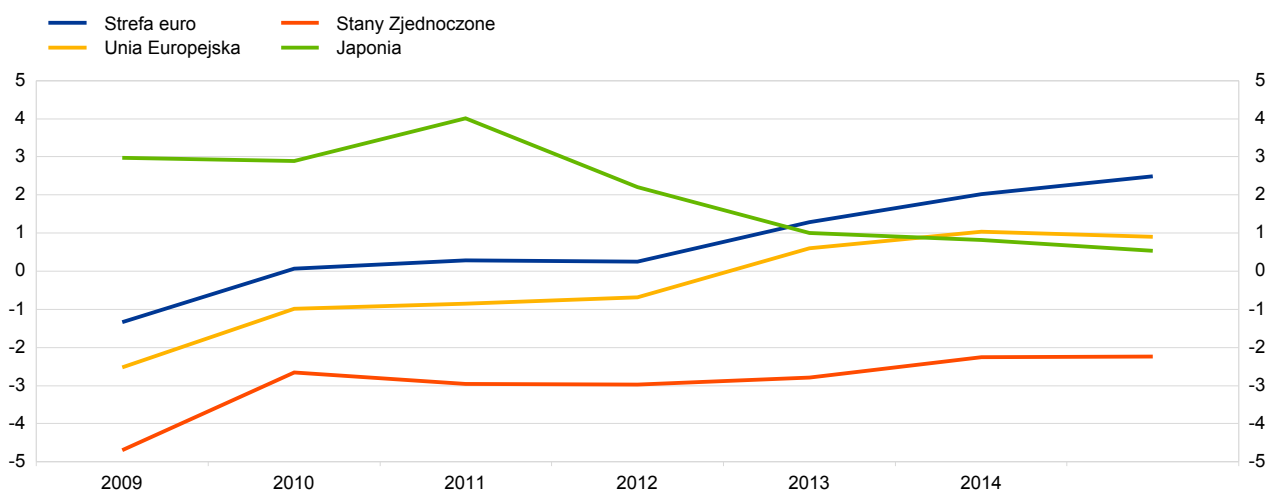
(jako procent PKB; średnie okresowe; nieskorygowane o liczbę dni roboczych ani o efekty sezonowe)

	2008-2014	2008-2011	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	-0,3	-0,3	-0,2	-1,1	-0,1	-0,2	-0,2
Niemcy	6,3	5,7	7,1	6,2	7,0	6,7	7,8
Estonia	-0,6	-0,7	-0,5	1,4	-2,6	-0,1	1,2
Irlandia	-0,3	-1,8	1,8	0,9	-1,6	3,2	3,8
Grecja	-7,3	-11,2	-2,2	-10,0	-2,4	-2,0	-2,0
Hiszpania	-2,6	-5,1	0,8	-3,2	-0,2	1,5	1,0
Francja	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,2	-0,8	-1,0
Włochy	-1,3	-2,8	0,8	-3,1	-0,4	0,9	2,0
Cypr	-7,5	-9,4	-5,0	-4,0	-5,9	-4,6	-4,6
Łotwa	-2,1	-1,6	-2,9	-3,0	-3,7	-2,7	-2,3
Litwa	-1,6	-4,0	1,5	-4,1	-1,3	1,7	4,0
Luksemburg	6,7	6,9	6,3	6,4	6,6	6,3	6,2
Malta	-0,7	-3,6	3,1	-2,4	1,4	3,8	4,2
Holandia	8,5	6,6	11,1	9,1	11,0	11,3	11,0
Austria	2,5	2,9	1,9	1,7	1,5	2,1	2,1
Portugalia	-5,5	-9,6	0,0	-6,0	-2,0	1,4	0,6
Słowenia	1,4	-1,4	5,2	0,2	2,6	5,8	7,2
Słowacja	-2,4	-4,9	0,9	-5,0	1,0	1,6	0,1
Finlandia	-0,2	0,9	-1,6	-1,8	-2,0	-1,8	-1,0
Strefa euro	0,7	-0,2	1,9	0,2	1,3	2,0	2,5
Bułgaria	-3,7	-7,2	1,0	1,0	-0,3	2,0	1,3
Czechy	-1,6	-2,5	-0,5	-2,2	-1,6	-0,5	0,6
Dania	5,5	4,3	7,2	5,8	5,9	7,5	8,2
Chorwacja	-2,0	-3,9	0,4	-0,8	-0,2	0,9	0,6
Węgry	0,2	-1,7	2,7	0,8	1,8	4,0	2,2
Polska	-4,0	-5,3	-2,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1
Rumunia	-4,6	-6,4	-2,1	-4,8	-4,7	-1,2	-0,5
Szwecja	6,9	6,7	7,1	7,4	7,4	7,6	6,3
Wielka Brytania	-3,6	-2,8	-4,8	-1,7	-3,6	-4,8	-5,9
Unia Europejska	-0,4	-1,3	0,8	-0,7	0,6	1,0	0,9
Stany Zjednoczone	-2,9	-3,3	-2,4	-3,0	-2,8	-2,3	-2,2
Japonia	2,1	3,0	0,8	2,2	1,0	0,8	0,5

Źródła: EBC, BIS i Eurostat.

Wykres 4.4 Bilans płatniczy: saldo na rachunku obrotów bieżących

(jako procent PKB; nieskorygowane o liczbę dni roboczych ani efekty sezonowe)



Źródła: EBC, BIS i Eurostat.

4. Kursy walutowe i bilans płatniczy

4.5 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

(jako procent PKB; średnie na koniec okresu)

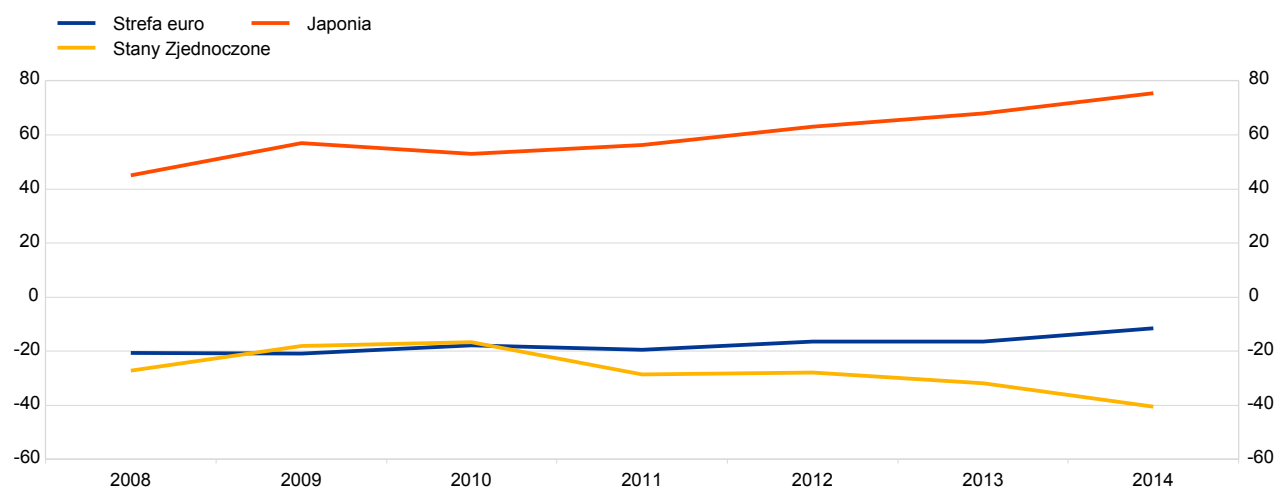
	2008-2014 ¹⁾	2008-2011 ¹⁾	2012-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	58,0	58,5	57,2	62,1	53,9	54,7	63,0
Niemcy	29,0	23,0	36,9	23,6	29,5	36,4	44,9
Estonia	-62,6	-70,4	-52,2	-57,6	-55,1	-52,7	-48,9
Irlandia	-104,2	-89,8	-123,5	-107,0	-133,1	-128,8	-108,6
Grecja	-98,7	-84,8	-117,3	-85,9	-111,1	-120,9	-119,8
Hiszpania	-90,9	-88,5	-94,3	-92,0	-90,1	-96,8	-95,9
Francja	-13,5	-10,8	-17,1	-7,6	-13,2	-18,0	-20,3
Włochy	-25,8	-23,3	-29,1	-22,2	-27,6	-30,3	-29,4
Cypr	-120,2	-106,2	-138,7	-134,6	-133,4	-140,3	-142,5
Łotwa	-78,8	-82,6	-73,8	-79,7	-75,6	-74,9	-70,8
Litwa	-54,4	-55,1	-53,4	-55,3	-57,7	-51,4	-51,2
Luksemburg	16,5	-0,7	39,5	30,8	38,7	39,0	40,7
Malta	16,5	8,6	27,1	8,9	22,1	21,7	37,4
Holandia	21,4	5,7	42,2	19,8	31,4	32,8	62,4
Austria	-3,1	-5,5	0,2	-2,0	-3,2	1,4	2,3
Portugalia	-107,6	-101,4	-115,9	-100,5	-113,5	-118,2	-115,9
Słowenia	-45,4	-43,8	-47,6	-45,7	-50,6	-47,2	-44,9
Słowacja	-64,5	-62,7	-67,0	-65,7	-63,9	-65,8	-71,3
Finlandia	6,5	7,7	5,0	15,5	12,4	5,8	-3,3
Strefa euro	-17,7	-19,8	-14,9	-19,5	-16,5	-16,6	-11,6
Bulgaria	-84,9	-91,2	-80,8	-89,2	-85,1	-79,2	-78,0
Czechy	-41,3	-42,3	-40,1	-44,3	-46,9	-39,3	-34,2
Dania	23,3	9,3	42,1	28,2	37,6	39,6	49,0
Chorwacja	-87,1	-85,8	-88,7	-90,7	-90,0	-88,7	-87,5
Węgry	-95,4	-104,5	-83,4	-95,2	-93,9	-84,4	-71,9
Polska	-62,2	-57,2	-68,8	-57,7	-67,7	-70,4	-68,2
Rumunia	-62,4	-59,4	-66,4	-66,7	-70,1	-66,9	-62,2
Szwecja	-6,9	-2,2	-13,1	-11,1	-16,2	-16,8	-6,3
Wielka Brytania	-13,2	-6,5	-22,1	-7,9	-22,8	-15,3	-28,2
Unia Europejska	-	-	-	-	-	-	-
Stany Zjednoczone	-27,3	-22,7	-33,5	-28,7	-28,0	-32,0	-40,5
Japonia	59,7	52,8	68,8	56,4	63,0	68,0	75,3

Źródła: EBC i BIS.

1) Dane dla Bułgarii dostępne od 2010 r.

Wykres 4.5 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

(jako procent PKB)



Źródła: EBC i BIS.

5. Sytuacja fiskalna

5.1 Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)

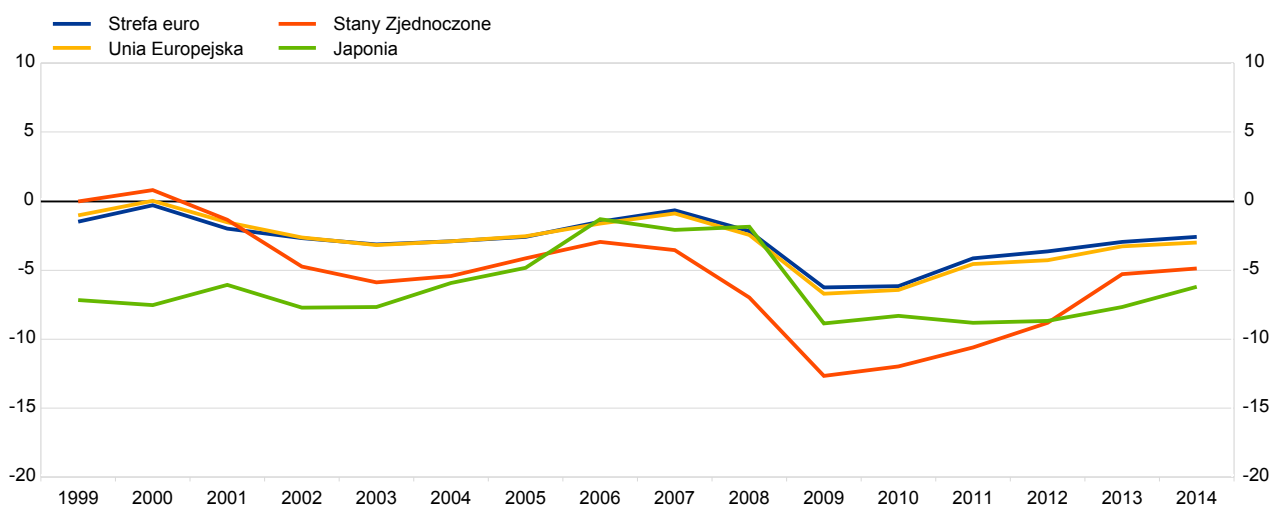
	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	-1,8	-0,6	-3,9	-4,1	-4,1	-2,9	-3,1
Niemcy	-1,8	-2,1	-1,4	-1,0	-0,1	-0,1	0,3
Estonia	0,3	0,6	-0,1	1,2	-0,3	-0,1	0,7
Irlandia	-7,0	-0,2	-12,7	-12,5	-8,0	-5,7	-3,9
Grecja	-9,4	-7,6	-10,2	-10,2	-8,8	-12,4	-3,6
Hiszpania	-3,5	-0,3	-8,8	-9,5	-10,4	-6,9	-5,9
Francja	-3,6	-2,6	-5,3	-5,1	-4,8	-4,1	-3,9
Włochy	-3,2	-2,9	-3,7	-3,5	-3,0	-2,9	-3,0
Cypr	-3,5	-2,1	-5,9	-5,7	-5,8	-4,9	-8,9
Łotwa	-2,7	-1,9	-4,0	-3,4	-0,8	-0,9	-1,6
Litwa	-3,1	-1,9	-5,2	-8,9	-3,1	-2,6	-0,7
Luksemburg	0,9	1,6	0,3	0,5	0,2	0,7	1,4
Malta	-3,0	-3,2	-2,9	-2,6	-3,6	-2,6	-2,1
Holandia	-1,7	-0,5	-3,9	-4,3	-3,9	-2,4	-2,4
Austria	-2,5	-2,1	-3,1	-2,6	-2,2	-1,3	-2,7
Portugalia	-5,5	-4,2	-7,7	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2
Słowenia	-4,0	-2,2	-7,0	-6,6	-4,1	-15,0	-5,0
Słowacja	-4,9	-4,9	-4,8	-4,1	-4,2	-2,6	-2,8
Finlandia	1,5	3,8	-2,4	-1,0	-2,1	-2,5	-3,3
Strefa euro	-2,8	-1,9	-4,3	-4,2	-3,7	-3,0	-2,6
Bulgaria	-0,6	0,6	-2,7	-2,0	-0,6	-0,8	-5,8
Czechy	-3,5	-3,6	-3,3	-2,7	-4,0	-1,3	-1,9
Dania	0,8	2,4	-1,8	-2,1	-3,6	-1,3	1,5
Chorwacja	-4,7	-3,6	-6,0	-7,8	-5,3	-5,4	-5,6
Węgry	-5,1	-6,0	-3,7	-5,5	-2,3	-2,5	-2,5
Polska	-4,4	-3,9	-5,1	-4,9	-3,7	-4,0	-3,3
Rumunia	-3,6	-2,9	-4,7	-5,4	-3,2	-2,2	-1,4
Szwecja	0,5	1,2	-0,8	-0,1	-0,9	-1,4	-1,7
Wielka Brytania	-4,3	-2,1	-8,0	-7,7	-8,3	-5,7	-5,7
Unia Europejska	-2,9	-1,9	-4,7	-4,5	-4,3	-3,3	-3,0
Stany Zjednoczone	-5,5	-3,4	-9,0	-10,6	-8,8	-5,3	-4,9
Japonia	-6,3	-5,2	-8,1	-8,8	-8,7	-7,7	-6,2

Źródła: ESBC i OECD.

1) Dane dla Grecji dostępne od 2006 r., dla Chorwacji - od 2002 r., dla Luksemburga - od 2000 r.

Wykres 5.1 Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych

(jako procent PKB)



Źródła: ESBC i OECD.

5. Sytuacja fiskalna

5.2 Saldo pierwotne sektora instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ (jako procent PKB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	2,8	4,7	-0,4	-0,5	-0,6	0,4	0,0
Niemcy	0,8	0,8	0,9	1,5	2,2	1,9	2,1
Estonia	0,5	0,8	0,1	1,3	-0,1	0,0	0,8
Irlandia	-2,2	2,1	-9,3	-9,1	-4,0	-1,4	0,1
Grecja	-4,4	-3,0	-5,0	-3,0	-3,7	-8,4	0,4
Hiszpania	-1,1	2,0	-6,2	-7,0	-7,5	-3,5	-2,5
Francja	-1,0	0,1	-2,9	-2,5	-2,2	-1,8	-1,8
Włochy	1,9	2,4	1,0	1,2	2,2	1,9	1,6
Cypr	-0,7	0,9	-3,4	-3,5	-2,9	-1,8	-6,0
Łotwa	-1,7	-1,3	-2,4	-1,6	0,8	0,6	-0,1
Litwa	-1,8	-0,8	-3,5	-7,1	-1,2	-0,9	0,9
Luksemburg	1,9	2,8	0,7	1,0	0,6	1,1	1,8
Malta	-0,7	-1,2	0,2	0,6	-0,6	0,3	0,8
Holandia	0,5	2,1	-2,2	-2,5	-2,2	-0,9	-0,9
Austria	0,6	1,2	-0,3	0,2	0,5	1,3	-0,2
Portugalia	-2,2	-1,4	-3,5	-3,1	-0,8	0,0	-2,3
Słowenia	-2,1	-0,4	-4,9	-4,7	-2,1	-12,4	-1,9
Słowacja	-2,7	-2,4	-3,2	-2,6	-2,4	-0,8	-0,9
Finlandia	3,2	5,8	-1,0	0,4	-0,7	-1,3	-2,1
Strefa euro	0,3	1,3	-1,5	-1,2	-0,6	-0,2	0,1
Bułgaria	1,1	2,9	-2,0	-1,3	0,2	0,0	-4,9
Czechy	-2,4	-2,6	-2,0	-1,4	-2,5	0,1	-0,6
Dania	3,2	5,0	0,0	-0,1	-1,8	0,5	3,1
Chorwacja	-2,3	-1,7	-2,9	-4,7	-2,0	-1,9	-2,1
Węgry	-0,7	-1,5	0,7	-1,3	2,3	2,0	1,5
Polska	-1,8	-1,2	-2,7	-2,3	-1,0	-1,5	-1,4
Rumunia	-1,6	-0,8	-3,1	-3,8	-1,4	-0,4	0,3
Szwecja	2,3	3,5	0,2	1,0	0,0	-0,6	-1,0
Wielka Brytania	-1,9	0,1	-5,2	-4,5	-5,4	-2,8	-3,0
Unia Europejska	0,0	1,1	-2,0	-1,6	-1,4	-0,6	-0,5
Stany Zjednoczone	-1,9	0,1	-5,3	-6,7	-5,0	-1,7	-1,4
Japonia	-4,1	-2,9	-6,0	-6,7	-6,6	-5,6	-4,1

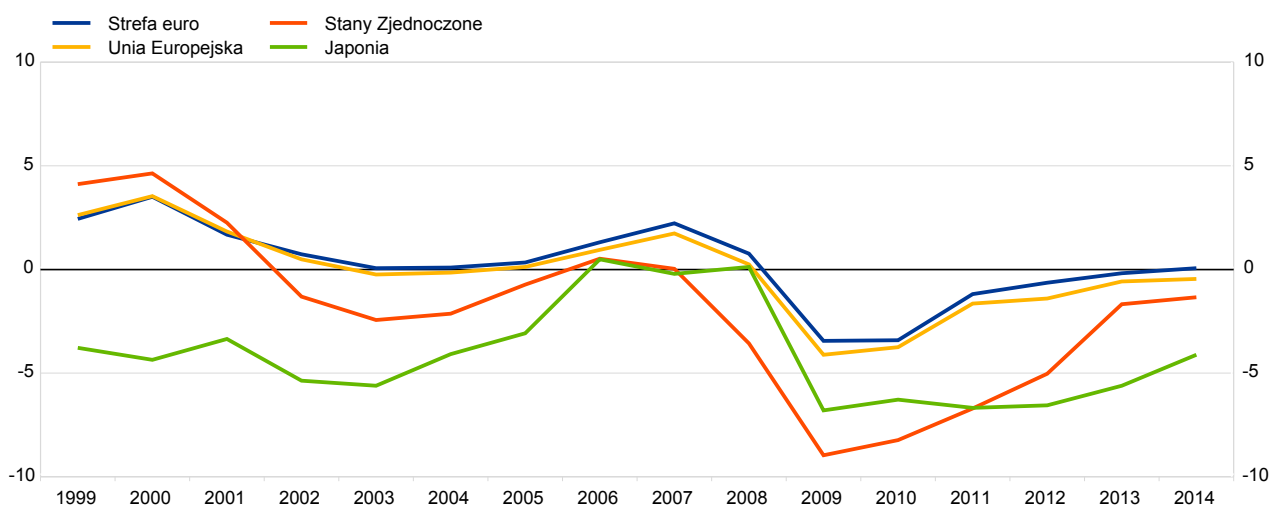
Źródła: ESBC i OECD.

1) Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych z wyłączeniem wydatków z tytułu odsetek.

2) Dane dla Grecji dostępne od 2006 r., dla Luksemburga - od 2000 r., dla Chorwacji od 2002 r.

Wykres 5.2 Pierwotne saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych

(jako procent PKB)



Źródła: ESBC i OECD.

5. Sytuacja fiskalna

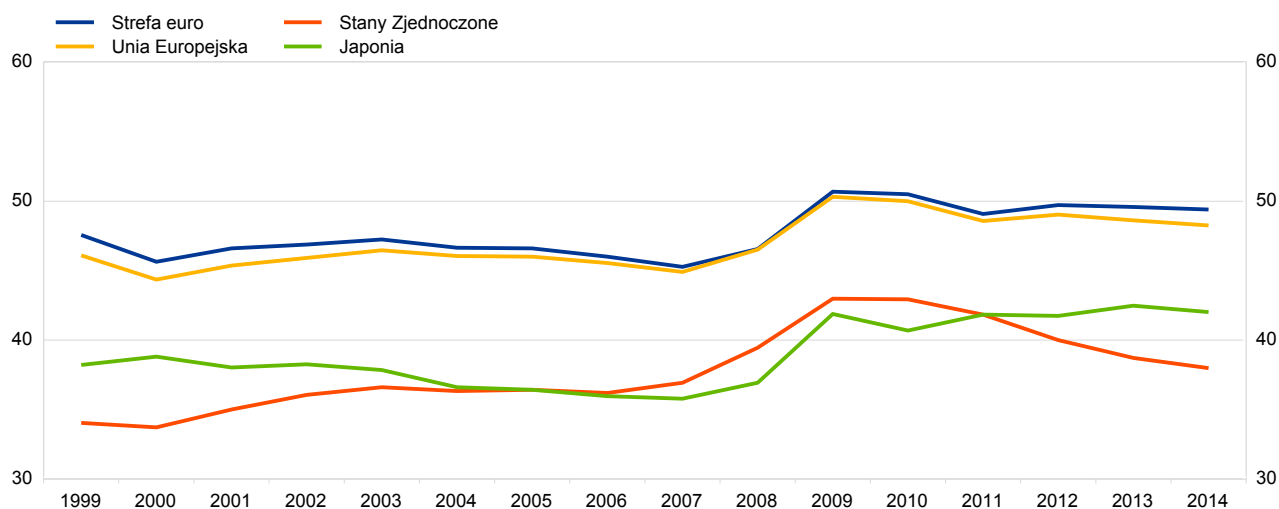
5.3 Wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych (jako procent PKB)

	1999-2014 ¹⁾	1999-2008 ¹⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	51,5	49,6	54,7	54,4	55,8	55,6	55,1
Niemcy	45,7	45,8	45,5	44,7	44,4	44,5	44,3
Estonia	37,4	35,9	39,9	37,4	39,1	38,3	38,0
Irlandia	38,7	34,1	46,3	45,5	41,8	39,7	38,2
Grecja	52,2	47,7	54,4	54,2	55,2	60,8	49,9
Hiszpania	41,5	39,0	45,8	45,6	48,0	45,1	44,5
Francja	53,9	52,3	56,8	55,9	56,8	57,0	57,5
Włochy	48,3	47,0	50,5	49,1	50,8	51,0	51,2
Cypr	39,7	37,5	43,3	42,5	41,9	41,4	49,3
Łotwa	37,3	35,8	39,7	39,0	37,0	36,9	37,3
Litwa	37,4	36,2	39,4	42,5	36,1	35,6	34,8
Luksemburg	41,3	39,7	43,7	43,3	44,6	43,3	42,4
Malta	42,1	42,1	42,2	40,9	42,5	42,6	44,0
Holandia	44,7	43,2	47,2	47,0	47,1	46,4	46,2
Austria	51,3	50,8	52,1	50,8	51,1	50,9	52,7
Portugalia	46,8	44,6	50,4	50,0	48,5	49,9	51,7
Słowenia	47,3	45,1	51,0	50,0	48,6	60,3	49,8
Słowacja	41,7	41,8	41,5	40,5	40,1	41,0	41,6
Finlandia	51,4	48,6	56,0	54,4	56,1	57,6	58,3
Strefa euro	47,7	46,5	49,8	49,1	49,7	49,6	49,4
Bulgaria	37,9	38,2	37,4	34,1	34,7	37,6	42,1
Czechy	42,5	42,2	43,2	42,9	44,5	42,6	42,6
Dania	54,0	52,1	57,2	56,8	58,8	57,1	56,9
Chorwacja	46,7	45,9	47,7	48,8	47,1	47,8	48,2
Węgry	49,4	49,2	49,7	49,7	48,6	49,5	49,9
Polska	43,9	44,2	43,6	43,6	42,6	42,4	42,1
Rumunia	36,7	36,1	37,6	39,1	36,5	35,2	34,9
Szwecja	52,5	52,9	51,8	50,5	51,7	52,4	51,8
Wielka Brytania	43,4	41,3	46,8	46,9	46,8	44,9	43,9
Unia Europejska	47,0	45,7	49,1	48,6	49,0	48,6	48,2
Stany Zjednoczone	37,8	36,1	40,7	41,8	40,0	38,7	38,0
Japonia	39,0	37,3	41,8	41,8	41,8	42,5	42,0

Źródła: ESCB i OECD.

1) Dane dla Grecji dostępne od 2006 r., dla Luksemburga - od 2000 r., dla Chorwacji od 2002 r.

Wykres 5.3 Wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych
(jako procent PKB)



Źródła: ESCB i OECD.

5. Sytuacja fiskalna

5.4 Zadłużenie instytucji rządowych i samorządowych¹⁾ (jako procent PKB)

	1999-2014 ²⁾	1999-2008 ²⁾	2009-2014	2011	2012	2013	2014
Belgia	100,9	99,8	102,8	102,2	104,1	105,1	106,7
Niemcy	68,1	62,5	77,3	78,4	79,7	77,4	74,9
Estonia	6,2	5,0	8,2	5,9	9,5	9,9	10,4
Irlandia	58,0	32,2	100,9	109,3	120,2	120,0	107,5
Grecja	146,5	106,2	160,0	172,0	159,4	177,0	178,6
Hiszpania	58,4	47,3	76,8	69,5	85,4	93,7	99,3
Francja	72,2	63,1	87,2	85,2	89,6	92,3	95,6
Włochy	109,8	102,8	121,4	116,4	123,2	128,8	132,3
Cypr	65,2	57,8	77,7	65,8	79,3	102,5	108,2
Łotwa	23,5	12,8	41,4	42,8	41,4	39,1	40,8
Litwa	26,1	19,6	36,9	37,2	39,8	38,8	40,7
Luksemburg	12,6	7,4	20,4	19,2	22,1	23,4	23,0
Malta	66,5	65,3	68,5	69,8	67,6	69,6	68,3
Holandia	54,7	49,6	63,3	61,7	66,4	67,9	68,2
Austria	72,2	66,4	81,8	82,2	81,6	80,8	84,2
Portugalia	80,3	60,8	112,8	111,4	126,2	129,0	130,2
Słowenia	36,1	25,3	54,1	46,4	53,7	70,8	80,8
Słowacja	42,1	39,3	46,7	43,3	51,9	54,6	53,5
Finlandia	44,0	39,8	50,9	48,5	52,9	55,6	59,3
Strefa euro	74,9	67,8	86,8	86,0	89,3	91,1	92,1
Bulgaria	30,0	38,1	17,9	15,3	17,6	18,0	27,0
Czechy	30,9	25,0	40,8	39,9	44,7	45,2	42,7
Dania	43,3	42,7	44,2	46,4	45,6	45,0	45,1
Chorwacja	51,7	38,4	67,3	63,7	69,2	80,8	85,1
Węgry	66,9	60,0	78,4	80,8	78,3	76,8	76,2
Polska	46,8	43,1	53,0	54,4	54,0	55,9	50,4
Rumunia	24,4	18,8	33,8	34,2	37,4	38,0	39,9
Szwecja	44,6	47,7	39,5	36,9	37,2	39,8	44,9
Wielka Brytania	55,8	40,9	80,6	81,8	85,3	86,2	88,2
Unia Europejska	68,4	60,6	81,4	81,0	83,8	85,5	86,8
Stany Zjednoczone	68,5	55,3	90,5	90,9	94,3	96,4	96,5
Japonia	179,8	156,2	219,0	219,1	225,8	232,5	236,4

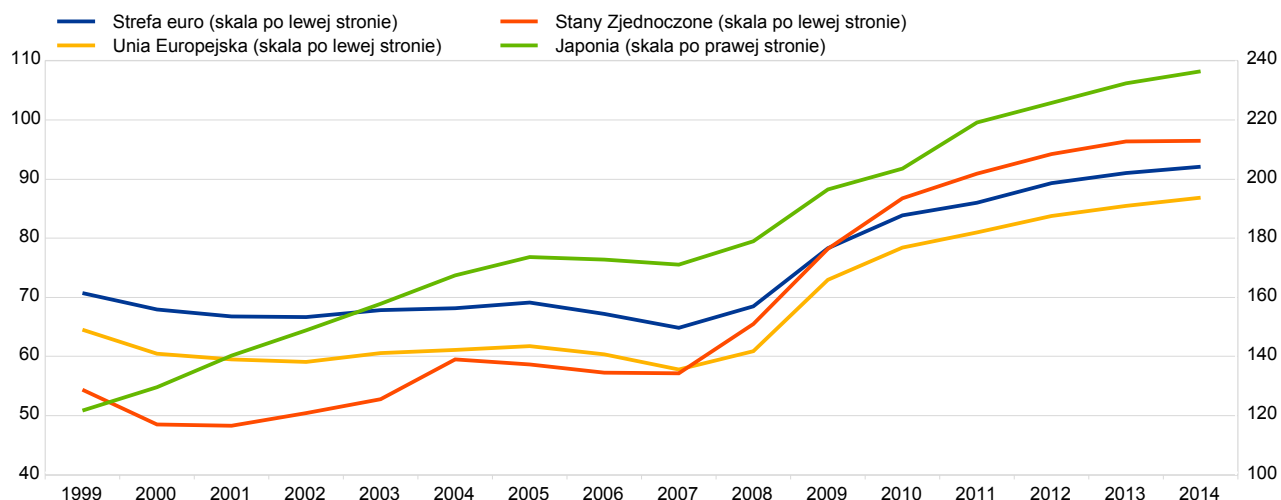
Źródła: ESBC i OECD.

1) Zadłużenie brutto (obejmuje gotówkę, depozyty, dłużne papiery wartościowe oraz kredyty i pożyczki). Skonsolidowane dane z podsektorów instytucji rządowych i samorządowych, z wyłączeniem Japonii.

2) Dane dla Grecji dostępne od 2007 r., dla Luksemburga i Bułgarii - od 2000 r., dla Chorwacji - od 2002 r.

Wykres 5.4 Zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych

(jako procent PKB)



Źródła: ESBC i OECD.

Skróty państw

Państwa członkowskie UE

BE	Belgia
BG	Bułgaria
CZ	Czechy
DK	Dania
DE	Niemcy
EE	Estonia
IE	Irlandia
GR	Grecja
ES	Hiszpania
FR	Francja
HR	Chorwacja
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

Inne państwa

BR	Brazylia
CN	Chiny
IN	Indie
ID	Indonezja
JP	Japonia
MY	Malezja
MX	Meksyk
RU	Rosja
ZA	Republika Południowej Afryki
KR	Korea Południowa
TH	Tajlandia
TR	Turcja
US	Stany Zjednoczone

Zgodnie z przyjętą w UE praktyką państwa członkowskie UE wymienione są w niniejszym raporcie w porządku alfabetycznym, na podstawie nazw w językach urzędowych w poszczególnych państwach.

© Europejski Bank Centralny, 2016

Adres do korespondencji 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefon +49 69 1344 0
Strona internetowa <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.pl.html>

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

Dane zawarte w niniejszym Raplocie obejmują okres do 12 lutego 2016 r.

Zdjęcia Andreas Böttcher
Thorsten Jansen

ISSN 1725-2865 (epub)
ISSN 1725-2865 (html)
ISSN 1725-2865 (wersja elektroniczna)
ISBN 978-92-899-2027-8 (epub)
ISBN 978-92-899-2122-0 (html)
ISBN 978-92-899-1999-9 (wersja elektroniczna)

Cyfrowy identyfikator obiektu elektronicznego 10.2866/84398 (epub)
Cyfrowy identyfikator obiektu elektronicznego 10.2866/963768 (html)
Cyfrowy identyfikator obiektu elektronicznego 10.2866/666058 (online)

Numer katalogowy UE QB-AA-16-001-EN-E (epub)
Numer katalogowy UE QB-AA-16-001-EN-Q (html)
Numer katalogowy UE QB-AA-16-001-EN-N (wersja elektroniczna)