PL

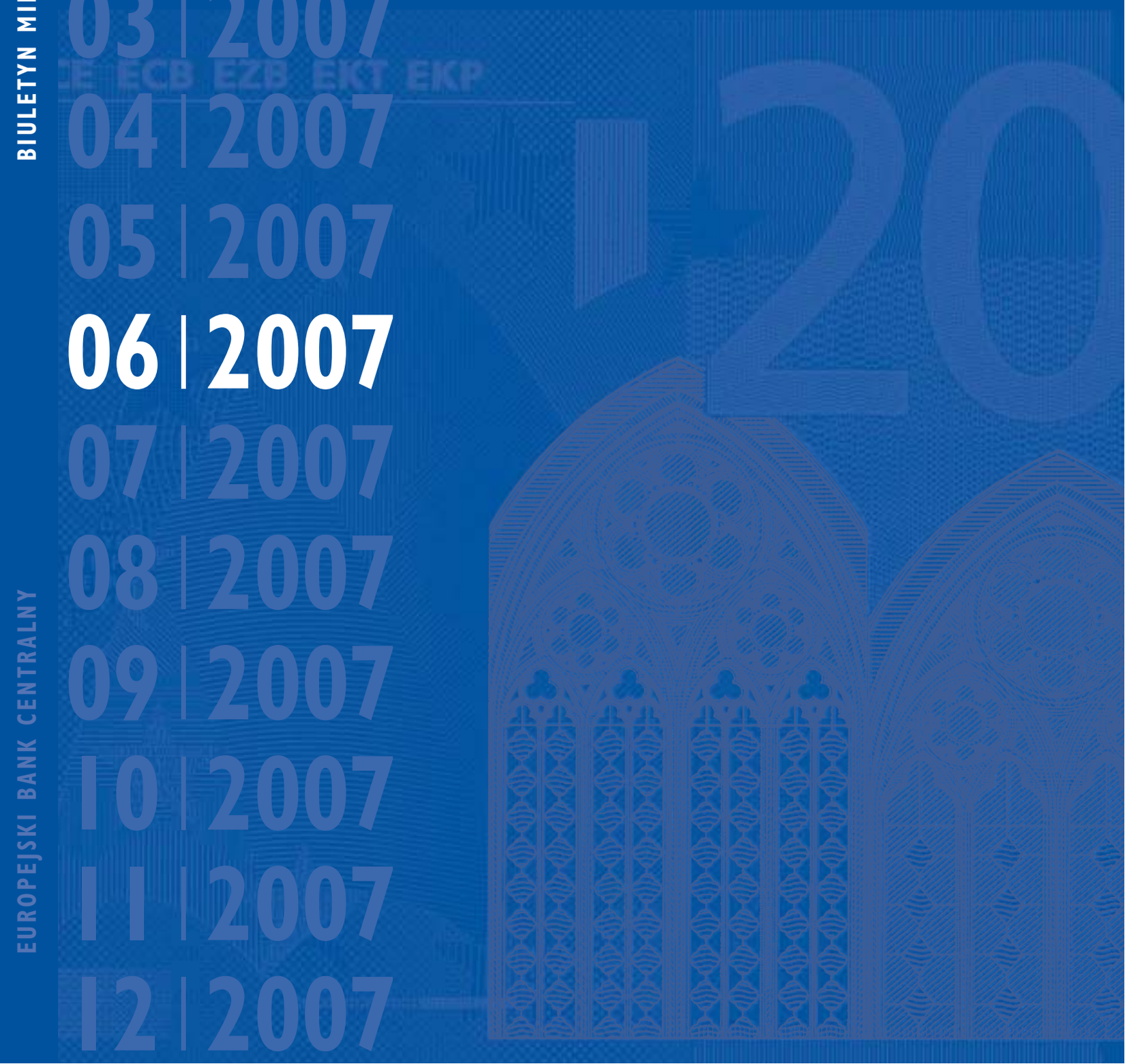
EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

BIULETYN MIESIĘCZNY 06|2007

01|2007
02|2007
03|2007
04|2007
05|2007
06|2007
07|2007
08|2007
09|2007
10|2007
11|2007
12|2007

BIULETYN MIESIĘCZNY
CZERWIEC



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

W 2007 roku wszystkie publikacje EBC będą zawierały motyw pochodzący z banknotu 20€.

BIULETYN MIESIĘCZNY

CZERWIEC 2007

© Europejski Bank Centralny 2007

Adres
Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main, Niemcy

Adres do korespondencji
Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main, Niemcy

Telefon
+49 69 1344 0

Internet
http://www.ecb.int

Fax
+49 69 1344 6000

Telex
411 144 ecb d

Biuletyn został przygotowany pod kontrolą Rady Nadzorczej EBC. Tłumaczenia zostały wykonane w krajowych bankach centralnych.

Wszystkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystywanie materiałów zawartych w Biuletynie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.

Dane statystyczne zamieszczone w biuletynie – stan na dzień 5 czerwca 2007 r.

ISSN 1830-0103 (druk)
ISSN 1830-009X (internet)

SPIS TREŚCI

ARTYKUŁ WSTĘPNY 5

SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA 9

Środowisko zewnętrzne strefy euro 9

Kierunki rozwoju sytuacji monetarnej i finansowej 18

Ceny i koszty 58

Produkcja, popyt i rynek pracy 66

Sytuacja fiskalna 77

Projekcje makroekonomiczne ekspertów dla sterfy euro 84

Kursy walutowe i bilans płatniczy 88

Ramki

1 Zmiany postrzeganej i rzeczywistej inflacji w krajach, które wstąpiły do UE w maju 2004 r. 12

2 Inwestycje w fundusze zrównoważone: charakter i uzasadnienie 27

3 Sytuacja w zakresie płynności i operacji polityki pieniężnej w okresie od 14 lutego do 14 maja 2007 r. 31

4 Informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych 44

5 Jakie czynniki wpłynęły na wzrost aktywności niepublicznego rynku kapitałowego? 48

6 Cykliczne tendencje w zadłużeniu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w strefie euro 54

7 Zmiany poziomu zysków w strefie euro 61

8 Ocena ostatnich zdarzeń związanych z poziomem zapasów 66

9 Ostatnie zmiany w sektorach gospodarstw w domowych i przedsiębiorstw: dane z nowych kwartalnych rachunków sektorowych dla strefy euro 69

10 Zmiany wysokości płac w sektorze państwowym w strefie euro 81

11 Założenia techniczne 84

12 Prognozy innych instytucji 87

13 Czy słabnie spadkowy wpływ globalizacji na ceny importowe? 92

STATYSTYKA STREFY EURO S1

ANEKSY

Działania Eurosystemu w zakresie polityki pieniężnej w ujęciu chronologicznym I

System TARGET (transeuropejski zautomatyzowany błyskawiczny system rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym) V

Dokumenty opublikowane przez Europejski Bank Centralny od 2006 r. IX

GLOSARIUSZ XV

SKRÓTY

PAŃSTWA

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

INNE

BIS	Bank Rozrachunków Międzynarodowych
b.o.p.	bilans płatniczy
BPM5	IMF Balance of Payments Manual (Podręcznik Bilansu Płatniczego MFW, edycja 5)
CD	certyfikat depozytowy
c.i.f.	koszty, ubezpieczenie i fracht na granicy importera
CPI	Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych
ECB [EBC]	Europejski Bank Centralny
EER	efektywny kurs walutowy
EMI	Europejski Instytut Walutowy
EMU [UGW]	Unia Gospodarcza i Walutowa
ESA 95	Europejski System Rachunków Narodowych i Regionalnych z 1995 r.
ESCB [ESBC]	Europejski System Banków Centralnych
EU [UE]	Unia Europejska
EUR	euro
f.o.b.	franco statek na granicy eksportera
GDP [PKB]	produkt krajowy brutto
HICP	zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych
HWWI	Hamburski Instytut Gospodarki Światowej
ILO [MOP]	Międzynarodowa Organizacja Pracy
IMF [MFW]	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MFI [MIF]	monetarna instytucja finansowa
NACE Rev. I	statystyczna klasyfikacja działalności gospodarczej we Wspólnocie Europejskiej
NCB [KBC]	krajowy bank centralny
OECD	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
PPI	Indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu
SITC Rev. 3	Standard International Trade Classification (Międzynarodowa Standardowa Klasyfikacja Handlu, zmiana 3)
ULCM	jednostkowy koszt pracy w przetwórstwie przemysłowym
ULCT	jednostkowy koszt pracy w całej gospodarce

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

ARTYKUŁ WSTĘPNY

Na posiedzeniu w dniu 6 czerwca 2007 r. Rada Prezesów postanowiła podnieść minimalną oferowaną stopę procentową podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu o 25 punktów bazowych do poziomu 4,00%; stopa ta zacznie obowiązywać wraz z rozpoczęciem nowego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej w dniu 13 czerwca 2007 r. Postanowiono także podnieść stopy kredytu i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych, do poziomu odpowiednio 5,00% i 3,00%. Również te decyzje weszły w życie z dniem rozpoczęcia nowego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, tj. 13 czerwca 2007 r.

U podstaw decyzji podjętej przez Radę Prezesów leżą czynniki mogące zagrozić stabilności cen w średnim okresie, których występowanie wykazała zarówno analiza ekonomiczna, jak i monetarna. Podwyżka stóp pomoże utrwalić średnio- i długookresowe oczekiwania inflacyjne w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Jest to konieczne, by polityka pieniężna mogła w dalszym ciągu przyczyniać się do trwałego wzrostu gospodarczego oraz tworzenia nowych miejsc pracy w strefie euro. Na tle korzystnych warunków gospodarczych w strefie euro, po tej podwyżce polityka pieniężna ma wciąż charakter akomodacyjny: ogólne warunki finansowania są dobre, utrzymuje się wysoka dynamika agregatów pieniężnych i akcji kredytowej, a poziom płynności w strefie euro pozostaje wysoki. Zapewnienie stabilności cen w średnim okresie będzie więc nadal wymagać podjęcia w odpowiednim momencie zdecydowanych działań. Rada Prezesów będzie bardzo uważnie monitorować wszelkie zmiany sytuacji gospodarczej, aby zapobiec urzeczywistnieniu się zagrożeń inflacyjnych w średnim okresie.

Jeśli przyjrzeć się uważniej ocenie dokonanej przez Radę Prezesów – zaczynając od analizy ekonomicznej – otrzymane informacje w sposób jednoznaczny potwierdzają, że gospodarka strefy euro w dalszym ciągu rośnie w znacznie szybszym tempie, niż się tego powszechnie spodziewano rok temu. W pierwszym kwartale 2007 r. stopa wzrostu realnego PKB w ujęciu kwartalnym wyniosła 0,6% i była nieco wyższa niż przewidywano. Inne dostępne źródła informacji o aktywności gospodarczej, w tym sondaże zaufania przedsiębiorców i konsumentów, wskazują, że również w drugim kwartale wzrost gospodarczy utrzymał się na wysokim poziomie.

Średniookresowe perspektywy gospodarcze pozostają korzystne. Istnieją odpowiednie warunki do tego, by gospodarka strefy euro w dalszym ciągu odnotowywała trwały wzrost. Jeśli chodzi o warunki zewnętrzne, w gospodarce światowej nastąpiło większe zrównoważenie wzrostu gospodarczego w poszczególnych regionach i mimo pewnego spowolnienia jest on nadal wysoki. Warunki zewnętrzne nadal sprzyjają zatem eksportowi strefy euro. Oczekuje się, że również popyt wewnętrzny utrzyma stosunkowo dużą dynamikę. Dynamika inwestycji powinna pozostać wysoka dzięki utrzymującym się dogodnym warunkom finansowania, zakumulowanym i nadal notowanym wysokim zyskom przedsiębiorstw, zmianie struktury bilansów, a także trwającemu od dłuższego czasu wzrostowi efektywności firm. Z kolei na wzrost spożycia wpłynąć powinno zwiększanie się realnych dochodów do dyspozycji wynikające z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy.

Ocenę taką przedstawiają również nowe projekcje ekspertów Eurosystemu. Przewidują one, że w 2007 r. średnioroczna stopa wzrostu realnego PKB wyniesie między 2,3% a 2,9%, zaś w 2008 r. jej wartość znajdzie się pomiędzy 1,8% a 2,8%. W porównaniu z poprzednimi projekcjami ekspertów EBC, przewidywane przedziały stopy wzrostu realnego PKB w 2007 r. mieszczą się w górnej części przedziałów z marca. Przedziały na rok 2008 zostały nieznacznie obniżone wskutek odnotowanego w ostatnich miesiącach wzrostu cen ropy naftowej.

W opinii Rady Prezesów, w krótkim okresie bilans czynników ryzyka związanych ze wspomnianym korzystnym scenariuszem wzrostu

gospodarczego jest zasadniczo zrównoważony. W perspektywie średnio- i długookresowej przeważa natomiast ryzyko osłabienia wzrostu wynikające głównie z czynników zewnętrznych. Dotyczą one przede wszystkim obaw przed nasileniem presji protekcjonistycznych, a także możliwości dalszego wzrostu cen ropy naftowej, niekorzystnego rozwoju sytuacji w zakresie nierównowagi na świecie i zmian w nastrojach na rynkach finansowych.

Co do sytuacji cenowej, w ostatnich miesiącach ponownie wzrosły ceny ropy naftowej. Według wstępnych szacunków Eurostatu roczna inflacja HICP wyniosła w maju 2007 r. 1,9%, czyli utrzymała się na poziomie z kwietnia, ale była nieco wyższa niż przewidywano kilka miesięcy temu. Przebieg rocznej stopy inflacji w krótkim okresie nadal będzie zależał głównie od obecnych i przeszłych zmian cen energii, których zeszłoroczne wahania wywołają znaczny efekt bazy. Na podstawie bieżących i terminowych cen ropy naftowej – konktrakty terminowe wskazują na tendencję wzrostową – można się spodziewać, że w najbliższych miesiącach roczna stopa inflacji nieco spadnie, by ponownie znacznie wzrosnąć pod koniec roku.

Zgodnie z powyższym poglądem eksperci Eurosystemu przewidują, że w 2007 r. średnioroczna stopa inflacji HICP znajdzie się w przedziale 1,8% – 2,2%, a w 2008 r. wartość jej wyniesie między 1,4% a 2,6%. Przedziały inflacji przewidywane na rok 2007 są nieznacznie wyższe niż w projekcjach ekspertów EBC z marca 2007 r., co jest w dużej mierze spowodowane wyższymi cenami ropy naftowej. Przedział przewidywanej inflacji na rok 2008 pozostał niezmieniony. W tym miejscu należy przypomnieć, że projekcje te mają charakter warunkowy i opierają się na szeregu założeń natury technicznej, m.in. na założeniach dotyczących krótko- i długoterminowych stóp procentowych wynikających z oczekiwań rynku wyprowadzonych z krzywej dochodowości, a także na założeniach dotyczących cen ropy naftowej i surowców nieenergetycznych.

W opinii Rady Prezesów, w horyzoncie średniookresowym – właściwym dla kształtowania polityki pieniężnej – perspektywy rozwoju sytuacji cenowej obciążone są ryzykiem wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Źródłem tego ryzyka są w głównej mierze czynniki wewnętrzne. Należą do nich przede wszystkim wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce strefy euro i stopniowa poprawa warunków na rynku pracy. Wiąże się z tym ryzyko, że nastąpi wyższy niż przewidywano wzrost płac, co mogłoby stać się poważnym zagrożeniem dla stabilności cen. Ponadto w tych warunkach może wzrosnąć zdolność przedsiębiorstw do dyktowania cen na rynkach charakteryzujących się niskim stopniem konkurencji. Dlatego też jest sprawą kluczową, by wszystkie zaangażowane strony zachowywały się w sposób odpowiedzialny. W szczególności porozumienia płacowe powinny być odpowiednio zróżnicowane, by uwzględniać konkurencyjność cenową firm, wciąż wysoki w wielu gospodarkach poziom bezrobocia, a także poziom wydajności w poszczególnych sektorach. Rada Prezesów podkreśla, że powinno się unikać takiego kształtowania płac, które mogłoby ostatecznie doprowadzić do powstania presji inflacyjnej i osłabić siłę nabywczą ogółu mieszkańców strefy euro. Dodatkowym źródłem zagrożeń dla stabilności cen byłyby podwyżki cen kontrolowanych wykraczające poza obecnie przewidywane. Natomiast po stronie czynników zewnętrznych ryzyko inflacyjne wiąże się z dalszymi niespodziewanymi podwyżkami cen ropy naftowej.

Wyniki analizy monetarnej potwierdzają istnienie zagrożeń mogących prowadzić do zachwiania stabilności cen w perspektywie średnio- i długookresowej. W warunkach dużej płynności obecną dynamikę ekspansji monetarnej należy uznać za wysoką. O sile tej ekspansji świadczy utrzymujący się szybki wzrost agregatu M3, który w kwietniu osiągnął poziom 10,4% w skali rocznej, a także wciąż wysoka dynamika akcji kredytowej. Wzrosty te są częściowo wynikiem występowania korzystnych warunków finansowania i znacznego tempa rozwoju gospodarczego.

W krótkim okresie skala wzrostów agregatów pieniężnych i akcji kredytowej może zależeć między innymi od kształtu krzywej dochodowości oraz czynników zewnętrznych, i może charakteryzować się pewną zmiennością. Przy ocenie trendów dynamiki podaży pieniądza i akcji kredytowej, które są istotne z punktu widzenia polityki pieniężnej, należy jednak pomijać wpływ czynników przejściowych. Przyjmując taką perspektywę dostrzega się przejawy wpływu wyższych krótkoterminowych stóp procentowych na dynamikę pieniądza, choć ogólna siła ekspansji monetarnej i kredytowej nie uległa dotychczas znacznemu osłabieniu. Na przykład podwyżki stóp krótkoterminowych w ostatnich kwartałach przyczyniły się do spowolnienia ekspansji wąskiego agregatu M1. Podobnie od połowy 2006 r. widać pewne oznaki stabilizacji rocznej stopy wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, choć nadal notuje ona wartości dwucyfrowe. Stabilizacja tempa wzrostu kredytów zauważalna jest obecnie w całej gospodarce, czego dowodzą dane z ostatnich miesięcy dotyczące zadłużenia zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Jednocześnie nieznacznie osłabł wzrost cen na rynku mieszkaniowym, choć średnio w strefie euro utrzymuje się na wysokim poziomie.

Na podstawie zarówno czynników krótkookresowych, jak i trendu głównego ekspansji pieniądza i kredytów, która nadal jest bardzo silna, można zatem stwierdzić, że w perspektywie średnio- i długookresowej widać wyraźne zagrożenia dla stabilności cen. Po kilku latach wysokiego wzrostu podaży pieniądza poziom płynności w strefie euro w dalszym ciągu jest wysoki. Z tego względu należy nadal bardzo uważnie śledzić procesy monetarne, szczególnie w świetle dużej aktywności gospodarczej oraz utrzymujących się silnych tendencji wzrostowych na rynkach nieruchomości.

Podsumowując, ważne jest, by w ocenie sytuacji cenowej nie przywiązywać zbyt dużej wagi do krótkookresowej zmienności stopy inflacji. Właściwym horyzontem dla prowadzenia polityki pieniężnej jest perspektywa średniookresowa. Bilans zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie przechyla się nadal na stronę wzrostu inflacji, co wiąże się głównie z czynnikami wewnętrznymi. W miarę jak wzrasta wykorzystanie mocy produkcyjnych, a warunki na rynku pracy ulegają stopniowej poprawie, pojawiają się ograniczenia, które mogą doprowadzić przede wszystkim do wyższych niż oczekiwane podwyżek płac. Zestawienie wyników analizy ekonomicznej i monetarnej – w świetle utrzymującej się bardzo wysokiej dynamiki pieniądza i akcji kredytowej w warunkach dużych zasobów płynności – potwierdza opinię, że w średnim i długim okresie przeważają czynniki mogące doprowadzić do wzrostu inflacji powyżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen. Rada Prezesów będzie bardzo uważnie monitorować zmiany sytuacji gospodarczej, aby zapobiec urzeczywistnieniu się zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie. Przyczyni się to do trwałej stabilizacji średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro na poziomie odpowiadającym stabilności cen. Zapewnienie stabilności cen w średnim okresie będzie nadal wymagać podjęcia w odpowiednim momencie zdecydowanych działań.

W kwestii polityki fiskalnej wszystkie kraje powinny stosować się do zasad i postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu. Będzie to kwestią kluczową dla sprawnego funkcjonowania Unii Walutowej, gdyż Pakt jest nieodłączną częścią jej struktury instytucjonalnej. Po tym, jak doszło do znacznej poprawy sytuacji budżetowej w 2006 r., najnowsze dostępne prognozy przewidują dalszą redukcję relacji deficytu budżetowego do PKB w strefie euro w latach 2007–2008. Ma ona wynikać przede wszystkim z wysokich przychodów podatkowych spodziewanych w związku z korzystnymi perspektywami makroekonomicznymi. Mniej widoczne są natomiast zmiany o charakterze strukturalnym. Panującą obecnie dobrą koniunkturę należy wykorzystać do szybkiego uporania się z nierównowagą budżetową nadal istniejącą w krajach strefy euro, a także do szybszego osiągnięcia średniookresowego celu, jakim jest stabilna sytuacja budżetowa ze

szczególnym naciskiem na ograniczenie wydatków. Zgodnie z ustaleniami ministrów finansów strefy euro, które zapadły na spotkaniu Eurogrupy w dniu 20 kwietnia 2007 r. w Berlinie, wykorzystanie dobrej koniunktury pozwoliłoby większości krajów należących do strefy euro osiągnąć średniookresowe cele już w 2008 lub 2009 r., a wszystkie z nich powinny starać się tego dokonać najpóźniej do 2010 r. Jest to szczególnie istotne ze względu na konieczność redukcji wskaźników długu publicznego, które nadal utrzymują się na wysokim poziomie, oraz potrzebę przygotowania się do wyzwań, jakie dla polityki fiskalnej niesie starzenie się społeczeństwa. Pragnąc zapewnić skuteczne monitorowanie sytuacji finansów publicznych, Rada Prezesów popiera wszelkie działania Eurostatu zmierzające do poprawy jakości danych fiskalnych. Wyraża także zadowolenie, że Rada ECOFIN przywiązuje tak dużą wagę do działań na rzecz poprawy jakości finansów publicznych i zwiększenia efektywności administracji publicznej.

W kwestii reform strukturalnych Rada Prezesów w pełni popiera wszelkie działania zmierzające do podnoszenia poziomu konkurencji, poprawy wydajności i zwiększania elastyczności gospodarki, a tym samym stwarzające lepsze warunki dla trwałego wzrostu realnego PKB i zatrudnienia. Rada Prezesów zdecydowanie popiera reformy służące zmniejszaniu sztywności na rynku pracy, usuwaniu barier na rynku produktów oraz obciążeń administracyjnych, a także pobudzaniu innowacji technologicznych. Reformy w poszczególnych dziedzinach wzajemnie się uzupełniają, a wykorzystanie tej synergii zwiększyłoby korzyści dla długookresowej dynamiki gospodarczej i stabilności cen. Ponadto duże znaczenie dla wydajności i wzrostu w Europie będzie mieć pomyślne zakończenie rundy negocjacji handlowych z Dauhy. W ostatecznym rozrachunku wyższy wzrost wydajności pozwoli na podniesienie płac realnych bez szkody dla poziomu zatrudnienia, a dzięki temu przyczyni się do wzrostu dochodów osób pracujących w strefie euro.

SYTUACJA GOSPODARCZA I MONETARNA

1 ŚRODOWISKO ZEWNĘTRZNE STREFY EURO

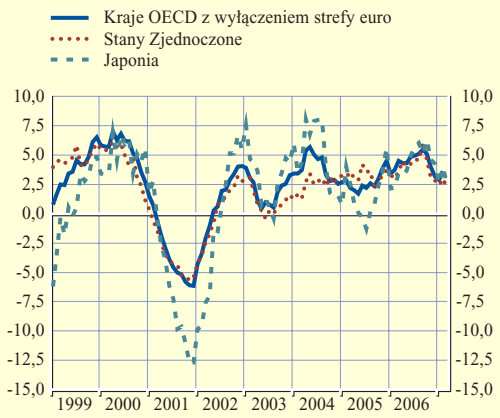
Gospodarka światowa nadal rozwija się w szybkim tempie, a napędza ją stały lub nawet zwiększający się wzrost gospodarczy na głównych rynkach wschodzących. Wpływ spowolnienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych na gospodarkę światową był do tej pory stosunkowo niewielki. Na ceny światowe w dalszym ciągu mają wpływ zmiany cen nośników energii. Zagrożenie dla perspektyw rozwoju gospodarki światowej stanowi rosnąca presja protekcjonistyczna, dalszy wzrost cen ropy naftowej, utrzymująca się nierównowaga w gospodarce światowej i związane z tym ryzyko jej gwałtownej korekty.

1.1 SYTUACJA GOSPODARKI ŚWIATOWEJ

Gospodarka światowa nadal rozwija się w szybkim tempie, a napędza ją stały lub nawet zwiększający się wzrost gospodarczy na głównych rynkach wschodzących. Szczególnie azjatyckie rynki wschodzące odnotowują rekordowe stopy wzrostu gospodarczego i w dalszym ciągu są główną siłą napędową gospodarki światowej. Na początku 2007 r. wzrost produkcji przemysłowej w krajach OECD (z wyjątkiem strefy euro) ustabilizował się po pewnym zwolnieniu tempa po wzrostach odnotowanych pod koniec 2006 r. W dalszym ciągu wpływa on na dynamiczny wzrost popytu zagranicznego w strefie euro. Na stosunkowo korzystną sytuację zewnętrzną strefy euro wskazują również wyniki badań ankietowych, które pokazują oznaki ponownego wzrostu w gospodarce światowej w drugim kwartale, zarówno jeśli chodzi o produkcję, jak i wyniki sektora usług.

Wykres 1 Produkcja przemysłowa w krajach OECD

(roczne zmiany w procentach; dane miesięczne)



Źródła: OECD i obliczenia EBC.
Uwaga: najnowsze dane dotyczą marca 2007 r., z wyjątkiem danych dla krajów OECD z wyłączeniem strefy euro (luty 2007 r.).

Na ceny światowe w dalszym ciągu mają wpływ zmiany cen nośników energii. Po niewielkim wzroście w marcu oficjalna inflacja w zakresie cen konsumpcyjnych w krajach OECD ponownie spadła, podczas gdy miary inflacji, z wyjątkiem cen żywności i energii, pozostały na niezmienionym poziomie. Dalszy stopniowy wzrost cen ropy naftowej odnotowany w kwietniu i maju wskazuje na rosnące ryzyko inflacyjne w gospodarce światowej. Potwierdzają to wyniki badań wskazujące na dalszy wzrost globalnej presji inflacyjnej, gdyż światowy wskaźnik PMI cen zużycia pośredniego w kwietniu i maju odnotował najwyższe wyniki w ciągu ośmiu miesięcy.

STANY ZJEDNOCZONE

W pierwszym kwartale 2007 r. tempo wzrostu realnego PKB w Stanach Zjednoczonych gwałtownie spadło. Według wstępnych danych, wzrost realnego PKB w ujęciu kwartał do kwartału wynosił 0,6% pierwszym kwartale 2007 r. wobec 2,5% w ostatnim kwartale 2006 r. Spowolnienie realnego tempa wzrostu PKB było wynikiem negatywnych tendencji w eksporcie netto i zapasach, a inwestycje mieszkaniowe w dalszym ciągu stanowiły znaczne obciążenie dla wzrostu gospodarczego. Jednocześnie konsumpcja nadal rosła.

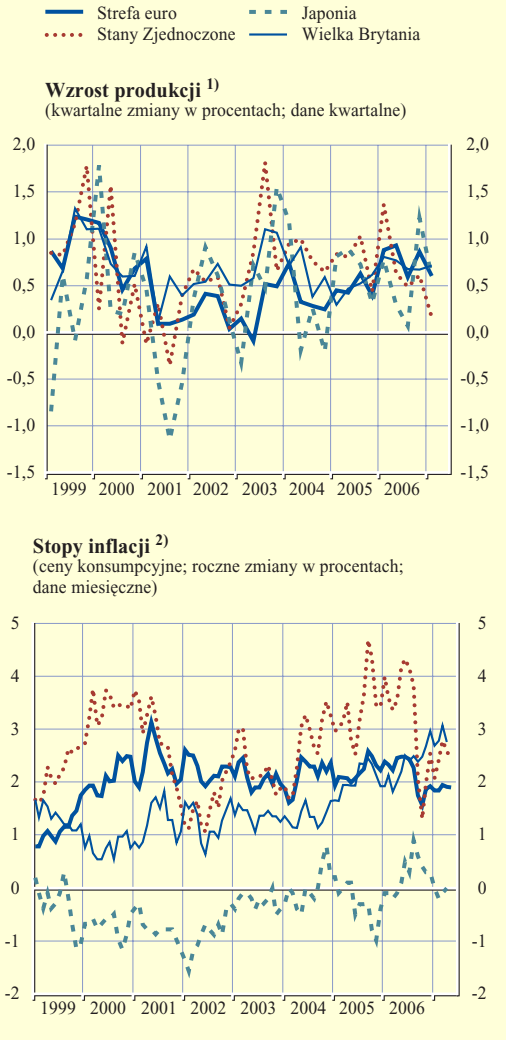
Jeśli chodzi o zmiany cen, roczna inflacja CPI pozostawała na dość wysokim poziomie. W ciągu sześciu miesięcy od listopada do kwietnia, średnia stopa inflacji wynosiła 2,4% i podlegała

dość znacznym wahaniom na skutek zmian cen nośników energii. W kwietniu roczna stopa inflacji mierzona wzrostem cen konsumpcyjnych wynosiła 2,6%. Pojawiają się jednak pewne oznaki złagodzenia presji inflacyjnej, gdyż inflacja związana z cenami budownictwa mieszkaniowego nieco się zmniejszyła w ciągu ostatnich kilku miesięcy. Roczna stopa inflacji bazowej CPI (tzn. z wyłączeniem cen żywności i nośników energii) wynosiła w kwietniu 2,3%, co oznaczało spadek w stosunku do średniej półrocznej wynoszącej 2,6%.

Oczekuje się, że w najbliższej przyszłości gospodarka amerykańska będzie kontynuowała tendencje spadkowe ze względu na negatywny wpływ sytuacji na rynku mieszkaniowym na wydatki gospodarstw domowych (konsumpcja i inwestycje mieszkaniowe), choć korzystne warunki pod względem zatrudnienia i dochodów powinny częściowo złagodzić zahamowanie konsumpcji. Presja cenowa, będąca częściowo wynikiem wysokiego poziomu wykorzystania zasobów, powinna się zmniejszać w wyniku oczekiwanego spadku dynamiki wzrostu gospodarczego i oczekiwań inflacyjnych.

Na posiedzeniu w dniu 9 maja Federalny Komitet Otwartego Rynku postanowił utrzymać docelową stopę funduszy federalnych na poziomie 5,25%.

Wykres 2 Ważniejsze zmiany wskaźników w głównych uprzemysłowionych gospodarkach



Źródła: dane krajowe, BIS, Eurostat oraz obliczenia EBC.
1) W przypadku strefy euro i Wielkiej Brytanii wykorzystano dane Eurostatu, w przypadku Stanów Zjednoczonych i Japonii wykorzystano dane krajowe. Wartości PKB zostały skorygowane sezonowo.
2) W przypadku strefy euro i Wielkiej Brytanii podano inflację HICP, w przypadku Stanów Zjednoczonych i Japonii podano inflację CPI.

JAPONIA

Wzrost gospodarczy w Japonii stopniowo powraca do poprzedniego poziomu, podczas gdy tempo wzrostu inflacji spadło. Produkcję napędza duży eksport i stabilny popyt wewnętrzny. W pierwszym kwartale 2007 r., zgodnie z pierwszymi wstępnymi danymi opublikowanymi przez Urząd Rady Ministrów, kwartalne realne tempo wzrostu PKB osiągnęło 0,6%. Na wzrost PKB pozytywnie wpłynęło przyspieszenie wzrostu eksportu, jak również rosnące wydatki konsumentów, podczas gdy inwestycje przedsiębiorstw, będące jednym z głównych czynników obecnego wzrostu, zmniejszyły się w tym kwartale po raz pierwszy od czwartego kwartału 2005 r.

Jeżeli chodzi o tendencje cenowe, inflacja utrzymała się na niskim poziomie. W ostatnich miesiącach stopa inflacji CPI zmalała, co częściowo jest wynikiem spadku cen ropy naftowej. W rezultacie, roczne zmiany inflacji CPI powróciły do ujemnych tendencji w lutym i marcu 2007 r.,

po raz pierwszy od kwietnia 2006 r. Jednak wydaje się, że ostatnio spowolnienie uległo zahamowaniu na skutek ponownych podwyżek cen nośników energii. W kwietniu 2007 r. roczna zmiana stopy inflacji CPI wyniosła 0,0% wobec -0,1% w poprzednim miesiącu, podczas gdy stopa inflacji mierzona wzrostem cen konsumpcyjnych, z wyjątkiem cen żywności nieprzetworzonej, w dalszym ciągu malała w ujęciu rocznym (-0,1%), ale spadek ten był niższy niż w poprzednim miesiącu (-0,3%).

Perspektywy gospodarki japońskiej nadal przedstawiają się korzystnie. Przewiduje się dalszy wzrost aktywności gospodarczej napędzany stabilnym popytem krajowym i utrzymującym się wysokim poziomem eksportu w sprzyjającym otoczeniu konkurencyjnym.

WIELKA BRYTANIA

W ostatnich kwartałach wzrost gospodarczy w Wielkiej Brytanii był szybki i stosunkowo stabilny. W pierwszym kwartale 2007 r. roczna stopa realnego wzrostu PKB wynosiła 2,9%, głównie dzięki rosnącemu spożyciu prywatnemu i nakładom brutto na środki trwałe. Wkład eksportu netto we wzrost PKB był neutralny. Oczekuje się, że tempo wzrostu gospodarczego pozostanie w perspektywie krótkoterminowej na obecnym poziomie.

W ostatnich miesiącach inflacja była na zwiększonym poziomie, chociaż w kwietniu roczna stopa wzrostu inflacji HICP zmalała do 2,8% z poziomu 3,1% w marcu. Największe tendencje spadkowe zaobserwowano w zakresie opłat za usługi komunalne i usług finansowych. Roczny wzrost średnich wynagrodzeń z wyłączeniem premii był w ciągu trzech miesięcy od marca umiarkowany (wynosząc średnio 3,7%), ale przy uwzględnieniu premii był nieco silniejszy (4,5%).

Na posiedzeniu w dniu 7 czerwca Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii zadecydował o utrzymaniu oficjalnej stopy oprocentowania rezerw banków komercyjnych na niezmienionym poziomie 5,5%.

INNE KRAJE EUROPEJSKIE

W większości pozostałych krajów UE spoza strefy euro wzrost produkcji utrzymywał się w ostatnich kwartałach na wysokim poziomie. Motorem tego wzrostu był głównie popyt krajowy. Sytuacja inflacyjna była różna w poszczególnych krajach w ostatnich miesiącach.

W Danii i Szwecji kwartalna stopa wzrostu realnego PKB w ujęciu rok do roku utrzymywała się na wysokim poziomie, wynosząc odpowiednio 3,1% i 4,9% w czwartym kwartale 2006 r. W obu tych krajach głównym motorem wzrostu był popyt krajowy. Wskaźniki aktywności wskazują, że w nadchodzących kwartałach w obydwu krajach zostanie odnotowany znaczny wzrost gospodarczy. Inflacja HICP utrzymywała się w ostatnich miesiącach na stabilnym poziomie i wyniosła w kwietniu 2007 r. 1,7% w Danii i 1,6% w Szwecji. Oczekuje się, że w najbliższym miesiącach inflacja HICP w tych krajach pozostanie niezmieniona.

W czterech największych gospodarkach Europy środkowej i wschodniej wzrost produkcji utrzymywał się w ostatnich kwartałach na wysokim poziomie. W czwartym kwartale 2006 r. realny wzrost PKB w ujęciu rok do roku wyniósł odpowiednio 5,8%, 3,3%, 6,6% i 7,6% w Czechach, na Węgrzech, w Polsce i w Rumunii. W Czechach, Polsce i Rumunii wzrost realnego PKB był napędzany przez popyt krajowy, na Węgrzech zaś głównie przez eksport netto. Wskaźniki aktywności sugerują, że w nadchodzących kwartałach tempo wzrostu będzie stabilne w Czechach, Polsce i Rumunii, na Węgrzech natomiast można się spodziewać jego spowolnienia. Roczna sto-

pa inflacji HICP była stabilna w ostatnich miesiącach w tych czterech krajach. W Czechach i w Polsce inflacja wynosiła 2-3%, – Rumunii wyniosła blisko 4%, a na Węgrzech około 9%, głównie na skutek krótkookresowego wpływu pakietu reform fiskalnych.

W większości mniejszych krajów UE spoza strefy euro kwartalne tempo wzrostu realnego PKB było w ostatnich kilku kwartałach wysokie, głównie dzięki silnemu popytowi wewnętrznemu,

Ramka 1

ZMIANY POSTRZEGANEJ I RZECZYWISTEJ INFLACJI W KRAJACH, KTÓRE WSTĄPIŁY DO UE W MAJU 2004 r.

Niniejsza ramka zawiera krótką analizę zmian inflacji postrzeganej oraz rzeczywistej w dziewięciu krajach, które wstąpiły do UE w maju 2004 r. (UE-9)[1]. W momencie przystąpienia do UE w większości tych krajów wzrosło, choć w różnym stopniu, postrzeganie inflacji przez konsumentów. W kilku krajach postrzeganie inflacji zaczęło wzrastać już w 2003 r., po wyznaczeniu daty przystąpienia do UE (zob. wykres A).

Jeżeli chodzi o rzeczywistą inflację, w większości ze wspomnianych dziewięciu krajów, przystąpienie do UE spowodowało wzrost inflacji, który wynikał przede wszystkim z podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych. Znacznie wzrosły również ceny żywności, co było efektem włączenia tych krajów do Wspólnej Polityki Rolnej UE oraz zniesienia pozostałych barier wewnątrz UE dla produktów rolnych, powodując ożywienie eksportu i powiązanego z nim arbitrażu cenowego. Perspektywa dodatkowego, związanego z podatkami wzrostu cen po przystąpieniu do UE wywołała wyższy popyt na początku 2004 r., co stało się dodatkowym bodźcem dla tendencji inflacyjnych. Ponadto, poziom inflacji podwyższyły wysokie ceny światowe ropy naftowej w 2004 r. Zmiany cen po wejściu do UE wskazują, że związana z akcesją korekta cen w krajach UE-9 po upływie jednego roku została w dużej mierze zatrzymana, chociaż w krajach nadbałtyckich inflacja utrzymywała się na wysokim poziomie.

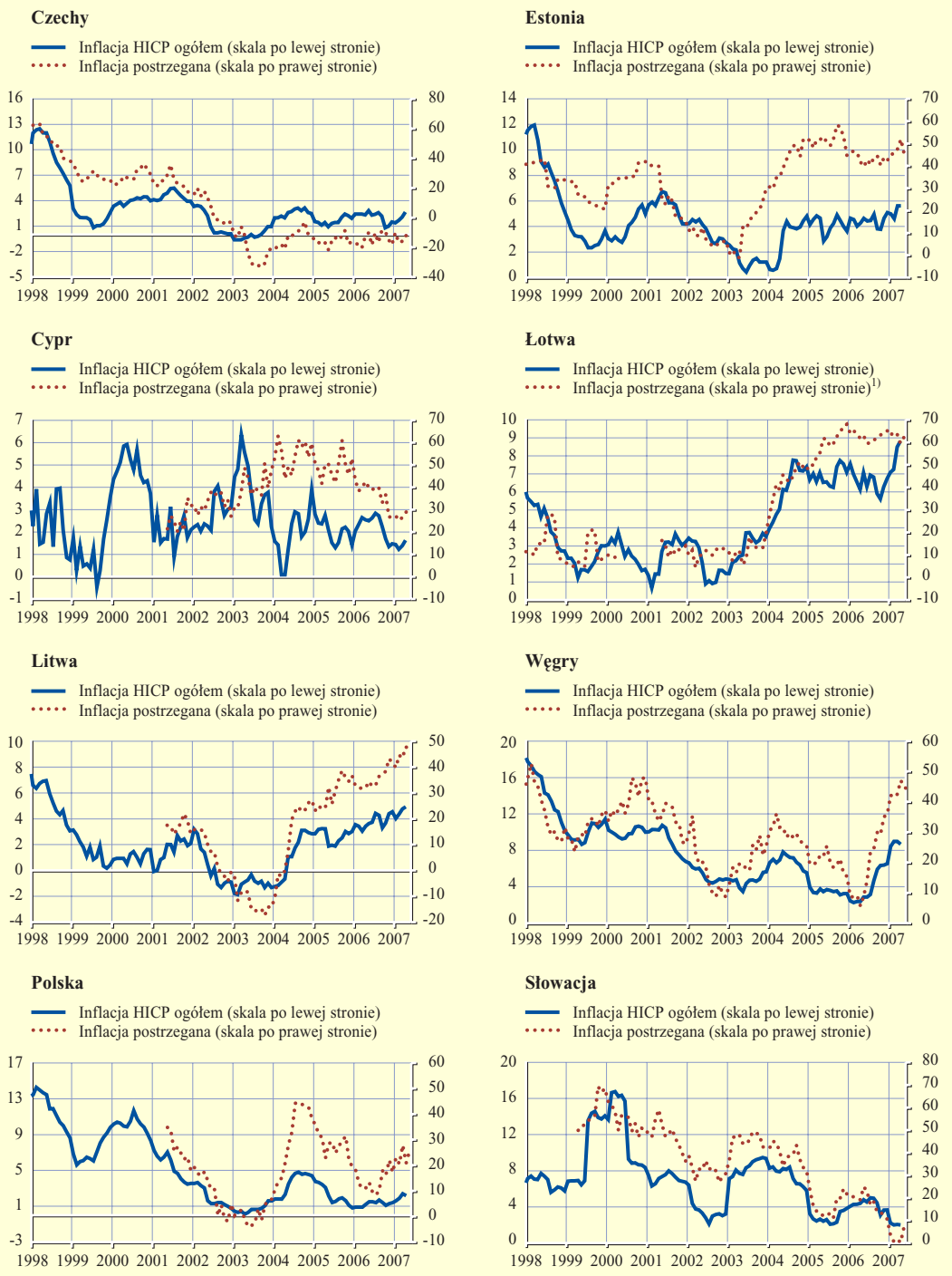
Co miesiąc Komisja Europejska przeprowadza badanie postrzegania inflacji przez konsumentów, a następnie uwzględnia wyniki tego badania w „statystyce bilansowej". Wskaźnik ten obliczany jest jako różnica między średnią ważoną odsetka respondentów, których zdaniem ceny konsumpcyjne w ostatnich 12 miesiącach odnotowały „duży wzrost" albo „umiarkowany wzrost", a średnią ważoną odsetka respondentów, według których ceny w tym samym okresie „spadły" albo „pozostały zasadniczo na tym samym poziomie". Bardziej umiarkowanym odpowiedziom przypisywana jest połowa wartości bardziej skrajnych odpowiedzi. Statystyka bilansowa dostarcza zatem informacji wyłącznie na temat postrzegania kierunku zmian cen w okresie ostatnich 12 miesięcy. W szczególności, tego rodzaju wskaźnik jakościowy nie dostarcza żadnych wskazówek co do postrzeganego przez konsumentów poziomu inflacji. Zastrzeżenie to należy zatem uwzględnić podczas interpretacji danych przedstawionych na wykresie A[2].

Jak widać na wykresie A, przed przystąpieniem do UE w maju 2004 r., w niektórych krajach UE-9 postrzeganie inflacji przez konsumentów zasadniczo odpowiadało rzeczywistym zmianom inflacji. W większości tych krajów, a w szczególności w Estonii, Łotwie, Polsce oraz na

1 Z analizy tej została wyłączona Malta z uwagi na brak danych.
2 Więcej informacji na temat badania Komisji Europejskiej oraz pochodzenia statystyki bilansowej, patrz ramka 1 w artykule zatytułowanym *Measured inflation and inflation perceptions in the euro area*, Biuletyn Miesięczny EBC z maja 2007 r.

Wykres A Inflacja postrzegana i inflacja HICP w krajach, które przystąpiły do UE w maju 2004 r.

(salda w procentach, roczna zmiana inflacji HICP w procentach, skorygowana sezonowo)

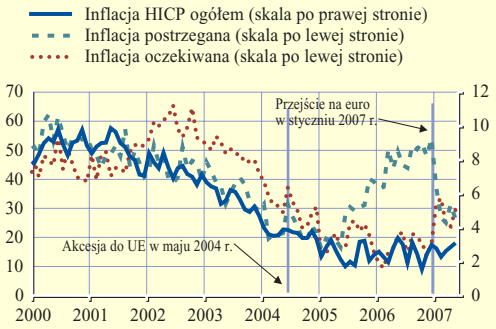


Źródło: badania sondażowe konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.
1) Dane dotyczące inflacji postrzeganej na Łotwie od kwietnia 2000 r. do kwietnia 2001 r. nie są dostępne.

Cyprze i Litwie, przystąpieniu do UE towarzyszyła rozbieżność pomiędzy zmianami postrzegania inflacji a rzeczywistymi zmianami inflacji. W 2006 r. postrzeganie inflacji wykazywało tendencję odwrotną lub ustabilizowało się na Cyprze i Łotwie oraz w Polsce, jednak w Estonii i na Litwie rozbieżności zmian wskaźnika inflacji postrzeganej i rzeczywistej były nadal wysokie. Natomiast w Republice Czeskiej, Słowenii, Słowacji oraz na Węgrzech, zarówno przed, jak i po przystąpieniem do UE, korelacja między rzeczywistą inflacją a postrzeganiem inflacji utrzymywała się na dość stabilnym poziomie. W 2006 r. nastąpił jednak znaczny wzrost postrzegania inflacji na Węgrzech. Może być to po części odzwierciedleniem prowadzonych ostatnio działań w zakresie konsolidacji fiskalnej, które obejmowały znaczne podwyżki podatków pośrednich i cen kontrolowanych.

Wykres B Inflacja faktyczna, postrzegana i oczekiwana na Słowenii

(roczne zmiana procentowe, skorygowane sezonowo)



Źródło: Eurostat.

Rozbieżności dotyczące zmian wskaźnika inflacji postrzeganej wobec inflacji rzeczywistej, jakie pojawiły się w większości krajów UE-9 po przystąpieniu do UE, wytłumaczyć można na wiele różnych sposobów. Związane z przystąpieniem do UE korekty cenowe miały wpływ na niektóre, często kupowane artykuły (na przykład żywność), co może mieć nieproporcjonalny wpływ na oczekiwania inflacyjne w stosunku do rzeczywistej inflacji. Jednocześnie, wzrost cen nośników energii, który spowodowały czynniki niezwiązane z przystąpieniem do UE, mógł przyczynić się również do gwałtownego wzrostu postrzegania inflacji. Ponadto, w związku z szerokim oddźwiękiem, jaki poszerzenie UE miało w mediach, konsumenci mogli stać się bardziej wrażliwi na zmiany cen oraz zmiany własnej siły nabywczej. Z uwagi na fakt, że poziom cen w większości krajów UE-9 jest nadal niższy niż w strefie euro, również wysokie oczekiwania dotyczące skutków wyrównania cen po przystąpieniu do UE mogły zwiększyć rozbieżności między zmianami postrzegania inflacji przez konsumentów, a zmianami rzeczywistej inflacji. Ponadto, biorąc pod uwagę fakt, że koszty zamieszkania w lokalach będących własnością osoby, która je zamieszkuje, znajdują się obecnie poza koszykiem HICP, wysoki wzrost cen nieruchomości w niektórych krajach UE-9 może po części wyjaśniać rozbieżności między zmianami postrzegania inflacji przez konsumentów, a zmianami rzeczywistej inflacji. Również liczne badania empiryczne podkreślały rolę czynników psychologicznych w wyjaśnieniu rozbieżności między zmianami postrzegania inflacji przez konsumentów, a zmianami rzeczywistej inflacji. Do czynników tych zalicza się przede wszystkim rola oczekiwań *a priori*[3].

W tym kontekście, szczególnie interesujące wydają się ostatnie zmiany w Słowenii, która w styczniu 2007 r. wprowadziła walutę euro. Przed 2005 r. w Słowenii istniała ścisła korelacja między zmianami oczekiwań inflacyjnych konsumentów i zmianami inflacji rzeczywistej. Jednak w drugiej połowie 2005 r. stosowany przez Komisję Europejską wskaźnik oczekiwań inflacyjnych konsumentów zaczął wykazywać znaczne odchylenia w stosunku do rzeczywi-

3 E. Traut-Mattausch, S. Schulz-Hardt, T. Greitemeyer i D. Frey: *Expectancy confirmation in spite of disconfirming evidence: the case of price increases due to the introduction of the euro*. „European Journal of Social Psychology", vol. 34, Nr 6 (2004), str. 739-760.

stych zmian inflacji HICP. Następnie, do końca 2006 r. oczekiwania inflacyjne odnotowywały stały wzrost, pomimo stosunkowo niskiej stopy inflacji w tym samym okresie (zob. wykres B). Na początku 2007 r., po zmianie waluty, postrzeganie inflacji wzrosło, natomiast oczekiwania inflacyjne znacząco się obniżyły. Strefa euro odnotowała podobne rozbieżności dotyczące zmiany wskaźnika inflacji postrzeganej i inflacji rzeczywistej po przyjęciu jednej waluty[4].

Świadome zagrożenia pojawiających się prób podniesienia cen w związku ze zmianą waluty, władze Słowenii podjęły szereg działań mających na celu ograniczenie do minimum wpływu tej zmiany, między innymi stosując długi i wcześnie rozpoczęty okres podwójnych cen, prowadzenie szerokiej kampanii informacyjnej, powołanie zespołów ds. monitorowania cen oraz zakończenie obiegu podwójnej waluty po zaledwie dwóch tygodniach. Wydaje się, że działania te skutecznie ograniczyły wpływ zmiany waluty na inflację. Szacuje się, że zmiana waluty zwiększyła poziom HICP o zaledwie 0,2-0,3%. W tym kontekście, wydaje się, że w pewnym stopniu nastąpiło odwrócenie tendencji wzrostowej postrzegania inflacji, jaka odnotowywana była w Słowenii na początku 2007 r.

4 Patrz artykuł zatytułowany *Measured inflation and inflation perceptions in the euro area*, Biuletyn Miesięczny EBC z maja 2007 r.

do czego przyczyniał się szybki przyrost kredytów oraz dochodów do dyspozycji. Wskaźniki aktywności sugerują, że wysoka dynamika wzrostu utrzyma się w większości krajów. Roczna stopa inflacji HICP była dość niska i utrzymywała się w ostatnich miesiącach na poziomie 2% lub mniej na Cyprze, Malcie i Słowacji. Jednocześnie inflacja pozostawała na poziomie przekraczającym 4% w Bułgarii, Estonii, na Łotwie i na Litwie. Ponadto w ostatnich miesiącach stopa inflacji wykazywała tendencje wzrostowe we wszystkich państwach bałtyckich. Ramka 1 omawia rzeczywiste i postrzegane zmiany inflacji w dłuższej perspektywie czasu w niektórych krajach, które przystąpiły do UE w maju 2004 r.

Wstępne wskaźniki ekonomiczne w Rosji wskazują na wzrost PKB w pierwszym kwartale 2007 r. do poziomu przekraczającego 7% w ujęciu rok do roku (wobec 6,7% w 2006 r.). Inflacja CPI nieznacznie wzrosła w kwietniu i osiągnęła poziom 7,8% w ujęciu rok do roku, głównie na skutek wzrostu cen żywności.

WSCHODZĄCE RYNKI AZJATYCKIE

W krajach zaliczanych do kategorii wschodzących rynków azjatyckich odnotowuje się wzmożoną aktywność gospodarczą, po okresie wzrostu PKB, które miało miejsce w pierwszym kwartale w kilku dużych gospodarkach tego regionu. Eksport netto i popyt wewnętrzny utrzymywały się na wysokim poziomie w głównych gospodarkach regionu. Inflacja nieco wzrosła w kwietniu w porównaniu do inflacji na koniec 2006 r.

Gospodarka Chin nadal szybko się rozwijała po wzroście PKB w pierwszym kwartale 2007 r. Sprzedaż detaliczna rosła dalej w kwietniu, a inwestycje w środki trwałe i produkcja przemysłowa utrzymywały się w dalszym ciągu na wysokim poziomie. Znaczący wzrost eksportu w połączeniu z utrzymującym się na stałym poziomie wzrostem importu w ostatnich miesiącach spowodował zwiększenie nadwyżki handlowej, która wyniosła 63,3 mld USD w ciągu pierwszych czterech miesięcy 2007 r., w porównaniu do 33,6 mld USD w analogicznym okresie 2006 r. We-

dług ostatnich oficjalnych danych, nadwyżka na rachunku obrotów bieżących Chin zwiększyła się do 9,3% PKB w 2006 r. z poziomu 7,2% PKB w 2005 r. W dniu 18 maja Ludowy Bank Chin ogłosił pakiet środków zaostrzających politykę, obejmujących wzrost stóp procentowych, dalszy wzrost stopy rezerwy obowiązkowej od lokat bankowych i zwiększenie dziennego przedziału wahań kursu juana do dolara amerykańskiego z +/-0,3% stopy referencyjnej do +/-0,5%. Inflacja CPI nieznacznie zmalała do 3,0% w kwietniu z 3,3% w marcu.

Wykres 3 Ważniejsze zmiany wskaźników na rynkach surowców

Źródła: Bloomberg oraz Hamburski Instytut Gospodarki Międzynarodowej (HWWI).

Aktywność gospodarcza w Korei pozostawała na niezmienionym poziomie, realny wzrost PKB wynosił 4% w ujęciu rok do roku w pierwszym kwartale 2007 r., czyli tyle samo co w poprzednim kwartale. Inflacja CPI wyniosła w kwietniu 2,5%. Aktywność gospodarcza w Indiach była wciąż znaczna a realny wzrost PKB wynosił 9,1% rok do roku w pierwszym kwartale 2007 r. Inflacja mierzona wskaźnikiem cen hurtowych (główna miara inflacji stosowana przez Indyjski Bank Rezerw) osiągnęła na początku maja poziom 5,4% w ujęciu rok do roku, w porównaniu do 6,1% na początku kwietnia.

Ogólnie, krótkoterminowe perspektywy wschodzących rynków azjatyckich pozostają korzystne, na co ma wpływ stały wzrost popytu wewnętrznego. Znaczny wzrost gospodarczy w Chinach będzie czynnikiem wspierającym wzrost handlu zewnętrznego i aktywność regionu.

AMERYKA ŁACIŃSKA

Aktywność gospodarcza w Ameryce Łacińskiej nadal utrzymuje się na wysokim poziomie, choć wyniki dużych gospodarek regionu są nadal w pewnej mierze rozbieżne a w niektórych gospodarkach pojawiły się oznaki spowolnienia. W Meksyku wzrost realnego PKB zmniejszył się do 2,6% w ujęciu rok do roku w pierwszym kwartale 2007 r., z 4,3% w ostatnim kwartale 2006 r. Inflacja CPI utrzymywała się na stabilnym poziomie 4,0% w ujęciu rok do roku. Wstępne wskaźniki sugerują pewne spowolnienie aktywności gospodarczej w Argentynie, gdzie produkcja przemysłowa rosła w tempie poniżej 7% rok do roku w okresie pomiędzy styczniem a kwietniem 2007 r., w porównaniu do 9% rok do roku w ostatnich trzech miesiącach 2006 r. Inflacja CPI utrzymywała się na wysokim poziomie, choć w kwietniu 2007 r. zmniejszyła się do 8,9% w ujęciu rok do roku. W Brazylii aktywność gospodarcza utrzymuje się na dość wysokim poziomie, a wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 3,9% w marcu w porównaniu do 3% w lutym. Inflacja CPI utrzymywała się w kwietniu na stabilnym poziomie 3% rok do roku.

Ogólnie perspektywy dla całego regionu Ameryki Łacińskiej pozostają korzystne. Oczekuje się, że motorem wzrostu dużych gospodarek regionu pozostanie popyt krajowy, ale do spełnienia się tych korzystnych prognoz powinny również przyczynić się sprzyjające zewnętrzne warunki finansowania i utrzymujące się wysokie w ujęciu historycznym ceny surowców.

1.2 RYNKI SUROWCÓW

Ceny ropy naftowej szybko rosły przez większą część maja osiągając nowy rekord w 2007 r. Pod koniec omawianego okresu nastąpił niewielki spadek cen ropy. Utrzymujące się nieoczekiwane przestoje w rafineriach dodatkowo zwiększyły istniejące problemy i nasiliły obawy dotyczące załamania się podaży benzyny w USA przed szczytem sezonu letniego, co przyczyniło się do wzrostu cen ropy naftowej i benzyny. Nasilone obawy natury geopolitycznej oraz fala zamieszek w Nigerii i rosnące napięcie w stosunkach z Iranem również przyczyniły się do wzrostu cen. Cena baryłki ropy Brent wynosiła 5 czerwca 69,7 USD. Najnowsza ocena Międzynarodowej Agencji Energii dotycząca warunków na rynku ropy wskazuje na dalsze ograniczenie równowagi popytu i podaży w wyniku utrzymywania się popytu na ropę na stosunkowo wysokim poziomie przy mniejszym niż oczekiwano prognozowanym wzroście podaży z państw spoza OPEC. W rezultacie, oczekuje się, że nastąpi wzrost popytu na ropę z państw OPEC, a tym samym wzrośnie stopień uzależnienia się od najbardziej zmiennych producentów. Ceny ropy naftowej będą się zatem prawdopodobnie utrzymywały na wysokim poziomie w ujęciu historycznym w perspektywie krótkoterminowej i będą podlegać znacznym wahaniom wynikającym z nieoczekiwanych zmian równowagi podaży i popytu oraz otoczenia geopolitycznego.

Po stosunkowo znacznym wzroście w kwietniu, ceny surowców, z wyłączeniem nośników energii, nieznacznie spadły w maju. Utrzymują się one jednak na bardzo wysokim poziomie w ujęciu historycznym. Ponowny wzrost cen żywności, zwłaszcza cen roślin oleistych i olejów, został do pewnego stopnia zrównoważony przez spadek cen metali. Zagregowany indeks cen surowców z wyłączeniem nośników energii (wyrażony w dolarach USA) był w maju wyższy o około 18% niż rok wcześniej.

1.3 PERSPEKTYWY DLA ŚRODOWISKA ZEWNĘTRZNEGO

Korzystne perspektywy dla środowiska zewnętrznego dobrze wróżą popytowi zagranicznemu na towary i usługi ze strefy euro, który powinien pozostać stabilny. Zgodnie z oczekiwaniami wystąpienia pewnego spowolnienia rozwoju gospodarki światowej, po bardzo wysokich wzrostach odnotowanych w ostatnich trzech latach, sześciomiesięczny indeks złożony OECD (*Composite Leading Indicator*) odnotował spadek dla wielu głównych gospodarek krajów rozwiniętych w ciągu ostatnich dwunastu miesięcy. Wskaźniki te sygnalizują jednocześnie wysokie wzrosty w najważniejszych gospodarkach państw spoza OECD, takich jak Chiny, Indie i Brazylia.

Zagrożenia dla gospodarki światowej wynikają z głównie z dalszego wzrostu cen ropy naftowej w świetle rosnącej presji protekcjonistycznej, trudnej sytuacji na rynku benzyny oraz utrzymujących się napięć geopolitycznych, istniejących stanów nierównowagi w gospodarce światowej i możliwości ich gwałtownej korekty.

2 KIERUNKI ROZWOJU SYTUACJI MONETARNEJ I FINANSOWEJ

Motorem szybkiego tempa ekspansji monetarnej w strefie euro, którą odzwierciedla utrzymujący się wysoki roczny wzrost M3, był głównie silny wzrost kredytów. Dynamika rocznego wzrostu M3 w ciągu pierwszego kwartału 2007 r. wzrosła, a następnie uległa pewnemu spowolnieniu w kwietniu. Struktura rocznych wzrostów odzwierciedla przede wszystkim zmiany pozycji bilansowej w zakresie zagranicznych aktywów netto sektora MIF związane w międzynarodowymi przepływami kapitału. Ostatnie dane potwierdzają, że wzrost podstawowych stóp procentowych EBC ma wpływ na dynamikę monetarną. Jest to widoczne w stopniowym zmniejszeniu zarówno liczby udzielonych kredytów i pożyczek, jak również spowolnieniu wzrostu M1. Jednak na skutek płaskiej krzywej dochodowości w strefie euro całkowity popyt na aktywa pieniężne objęte M3 pozostaje na wysokim poziomie. W obecnej sytuacji na światowych rynkach finansowych i płaskiej krzywej dochodowości należy zachować ostrożność przy dokonywaniu oceny wzrostu M3. Ogólnie rzecz biorąc, dynamiczny wzrost podaży pieniądza i akcji kredytowej przy dostatecznej płynności nadal wskazuje na istnienie inflacyjnych zagrożeń dla stabilności cen w średnim i dłuższym okresie, szczególnie w warunkach pozytywnych nastrojów gospodarczych i rozwoju gospodarczego.

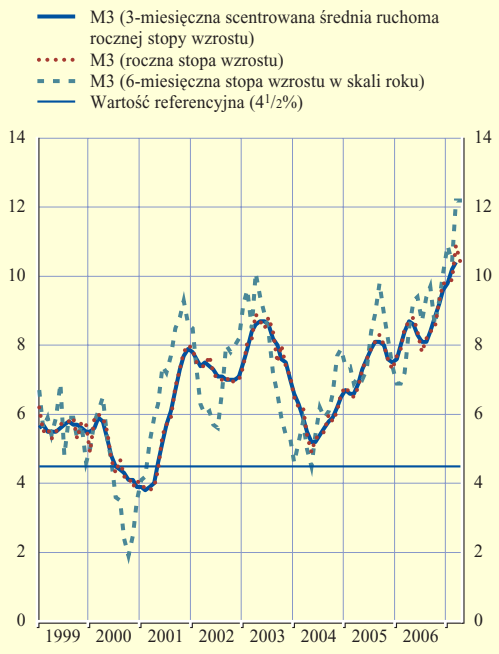
2.1 PIENIĄDZ I KREDYT MIF

SZEROKI AGREGAT MONETARNY M3

W pierwszym kwartale 2007 r. roczny wzrost M3 zwiększył się do 10% z 9% w czwartym kwartale 2006 r. W oparciu o syntetyczne dane dla strefy euro roczna stopa wzrostu w pierwszym kwartale była najwyższa od pierwszego kwartału 1990 r. Roczny wzrost M3 zwiększył się w pierwszym kwartale 2007 r. do 10,9% w marcu z 9,9% w lutym. W kwietniu dynamika rocznego wzrostu nieznacznie spadła i wyniosła 10,4%. Duże przyspieszenie ekspansji monetarnej w ostatnich kilku miesiącach można także dostrzec we wskaźnikach dynamiki krótkoterminowej, na przykład w 6-miesięcznej stopie wzrostu M3 w ujęciu rocznym, która utrzymywała się na poziomie znacznie przekraczającym roczną stopę wzrostu i osiągnęła 12,2% w kwietniu (zob. wykres 4).

Wykres 4 Wzrost M3 i wartość referencyjna

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



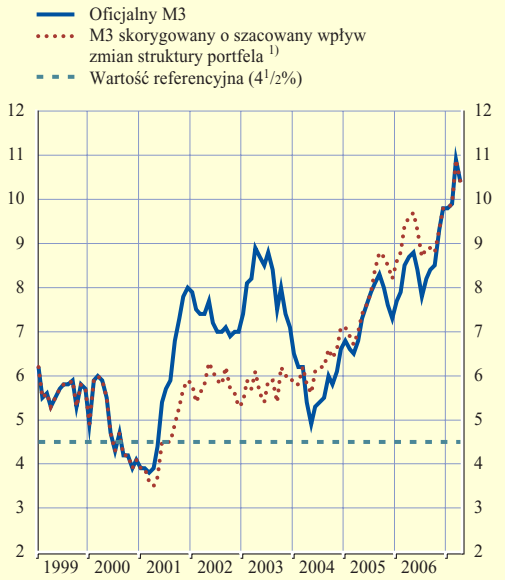
Źródło: EBC.

Najnowsze dane na temat sytuacji monetarnej i akcji kredytowej potwierdzają silną dynamikę podaży pieniądza, o czym świadczą wysokie roczne stopy wzrostu zarówno M3, jak i kredytów dla sektora prywatnego. Dane te potwierdzają również ocenę, że wycofanie się z dostosowywania polityki pieniężnej miało wpływ na sytuację monetarną. W przypadku składników wpływ wyższych podstawowych stóp procentowych EBC jest widoczny w stopniowo zmniejszającej się rocznej stopie wzrostu M1. Jednocześnie wydaje się, że wyższe krótkoterminowe stopy procentowe pobudziły ogólną stopę wzrostu M3, gdyż odpowiadająca im krzywa dochodowości w strefie euro zasadniczo zwiększyła atrakcyjność krótkoterminowych lokat i instrumentów zbywalnych w sto-

sunku do długoterminowych aktywów finansowych spoza M3. Jeśli chodzi o czynniki kreacji, wpływ wyższych stóp procentowych jest widoczny w stopniowo zmniejszającej się dynamiki rocznej stopy wzrostu kredytów dla sektora prywatnego strefy euro od połowy 2006 r., chociaż wzrost ten nadal jest silny i w dalszym ciągu jest odpowiedzialny za większą część wzrostu M3. Jednocześnie dynamiczny wzrost rocznej stopy wzrostu M3 pod koniec 2006 r. i na początku 2007 r. był wynikiem głównie przepływów kapitałowych, co zostało ujęte w pozycji sektora MIF w aktywach zagranicznych netto. Wobec płaskiej krzywej dochodowości i sytuacji na światowych rynkach finansowych, należy ostrożnie oceniać wzrost M3.

Wykres 5 M3 i M3 skorygowany oszacowany wpływ zmian struktury portfela

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



Źródło: EBC.
1) Dane szacunkowe dotyczące skali zmian struktury portfela w stronę agregatu M3 oparte są na podejściu omawianym w części 4 artykułu *Monetary analysis in real time* w Biuletynie Miesięcznym z października 2004 r.

Ostatnie dane wskazujące na niwelowanie zmian strukturalnych portfela w stronę aktywów pieniężnych obserwowanych w latach 2001–2003, czyli w okresie niepewności geopolitycznej, gospodarczej i finansowej, pochodzą z drugiej połowy 2005 r. Wartości oficjalnych szeregów czasowych agregatu M3 i szeregów M3 skorygowanych o szacunkowy wpływ zmian w strukturze portfela ewoluowały w tym samym kierunku w ciągu ostatnich kilku miesięcy (zob. wykres 5). Zmiany strukturalne portfela, polegające na zamianie akcji na aktywa pieniężne, odzwierciedlały wyjątkowo silne preferencje rezydentów strefy euro dotyczące bezpiecznych i płynnych aktywów w latach 2001–2003. Nie można ich w prosty sposób wyjaśnić na podstawie sytuacji w zakresie tradycyjnych czynników decydujących o popycie na pieniądz, czyli cen, dochodów i stóp procentowych. Wysokiego wzrostu M3 w ostatnich kwartałach nie można zatem wyjaśnić przez odniesienie do takich wyjątkowych preferencji związanych z niepewnością, ale raczej znaczące przepływy w ramach M3 mogły być wynikiem spekulacyjnego popytu na pieniądz jako części ogólnych czynników dotyczących portfela.

GŁÓWNE SKŁADNIKI M3

W średniej perspektywie kwartalnej pewne ograniczenie dynamiki rocznej stopy wzrostu M1 obserwowane od wiosny 2006 r. przeciągnęło się do pierwszego kwartale 2007 r. i utrzymała się ona na poziomie 6,8%, w porównaniu do 6,7% w czwartym kwartale 2006 r. (średnie kwartalne stopy wzrostu obliczane są na podstawie średniego poziomu w danym kwartale). Jednak w kwietniu 2007 r. roczna stopa wzrostu spadła znowu do 6,2% (zob. tabela 1).

W odniesieniu do składników M1, roczna stopa wzrostu pieniądza gotówkowego w obiegu wyniosła 10,5% w kwietniu 2007 r., co oznacza, że pozostała na niezmienionym poziomie w stosunku do pierwszego kwartału 2007 r. i była nieco niższa od 11,1% odnotowanych w czwartym kwartale 2006 r. Z kolei roczna stopa wzrostu depozytów bieżących typu overnight zmalała do 5,4% w kwietniu 2007 r. i powróciła do tendencji spadkowej, która zaczęła się pod koniec 2005 r. i tymczasowo została zahamowana w pierwszym kwartale 2007 r. (na poziomie 6,1% wobec 5,9% w czwartym kwartale 2006 r.).

Tabela 1 Podsumowanie zmiennych monetarnych

(średnie dane kwartalne; skorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe)

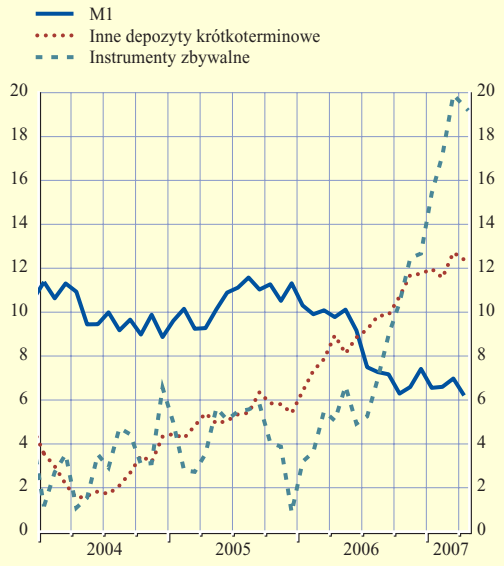
	Stany jako procent M3[1]	Roczne stopy wzrostu					
		2006 kw.2	2006 kw.3	2006 kw.4	2007 kw.1	2006 marz.	2007 kwie.
M1	**46,5**	**9,8**	**7,6**	**6,7**	**6,8**	**7,0**	**6,2**
Pieniądz gotówkowy w obiegu	7,4	11,9	11,4	11,1	10,5	10,5	10,5
Depozyty bieżące	39,1	9,5	7,0	5,9	6,1	6,3	5,4
M2-M1 (= pozostałe depozyty krótkoterminowe)	38,7	8,5	9,5	11,1	11,9	12,7	12,4
Depozyty z uzgodnionym terminem zapadalności do 2 lat włącznie	19,6	15,3	19,7	25,2	29,5	32,2	31,2
Depozyty z terminem wykupu za wypowiedzeniem do 3 miesięcy	19,1	3,8	2,4	1,1	-0,8	-1,7	-2,0
M2	85,2	9,2	8,4	8,6	9,0	9,5	8,9
M3-M2 (= instrumenty zbywalne)	14,8	5,6	6,4	11,2	16,3	19,9	19,4
M3	**100,0**	**8,6**	**8,1**	**9,0**	**10,0**	**10,9**	**10,4**
Kredyty dla rezydentów strefy euro		**9,5**	**9,2**	**8,8**	**7,9**	**7,7**	**7,5**
Kredyty dla instytucji rządowych i samorządowych		1,0	-0,9	-3,1	-4,5	-4,9	-5,6
Pożyczki dla instytucji rządowych i samorządowych		0,2	-0,6	-0,4	-1,3	-1,4	-1,5
Kredyty dla sektora prywatnego		11,8	11,9	11,9	11,0	10,7	10,7
Pożyczki dla sektora prywatnego		11,2	11,2	11,2	10,5	10,5	10,3
Długoterminowe zobowiązania finansowe (z wyłączeniem kapitału i rezerw)		**8,7**	**8,5**	**9,0**	**9,9**	**10,1**	**9,9**

Źródło: EBC.
1) Na koniec ostatniego miesiąca, za który dane są dostępne. Wartości mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.

Roczna stopa wzrostu depozytów krótkoterminowych innych niż depozyty bieżące wykazywała w ostatnich miesiącach rosnącą dynamikę, osiągając w kwietniu 2007 r. 12,4%, wobec 11,9% w pierwszym kwartale 2007 r. i 11,1% w czwartym kwartale 2006 r. (zob. wykres 6). Odzwierciedlało to dalszy silny wzrost depozytów krótkoterminowych (tj. depozytów z uzgodnionym terminem zapadalności do dwóch lat), które w kwietniu wzrosły o 31,2% w ujęciu rocznym. Ostatnie miesiące przyniosły natomiast spadek rocznej stopy wzrostu lokat oszczędnościowych (tzn. lokat z okresem wypowiedzenia do trzech miesięcy).

Wykres 6 Główne składniki M3

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



Źródło: EBC.

Bardziej umiarkowany popyt na depozyty typu *overnight* i krótkoterminowe lokaty oszczędnościowe, z jednej strony, i większy popyt na lokaty krótkoterminowe, z drugiej, świadczą o rosnącej rozpiętości pomiędzy oprocentowaniem różnych rodzajów depozytów. O ile oprocentowanie lokat krótkoterminowych wzrosło mniej więcej tak jak stopy procentowe rynku pieniężnego, oprocentowanie innych rodzajów depozytów krótkoterminowych wolniej zareagowało na wzrost stóp procentowych rynku pieniężnego w zeszłym roku.

Jednocześnie w kontekście płaskiej krzywej dochodowości, wzrost krótkoterminowych stóp procentowych ogólnie wpływa stymulująco

na wzrost M3 przyczyniając się do spekulacyjnego popytu na aktywa pieniężne. Wpływ ten jest szczególnie widoczny w wysokim wzroście instrumentów zbywalnych, które zwykle są oprocentowane według stóp rynku pieniężnego. W kwietniu roczna stopa wzrostu instrumentów zbywalnych zwiększyła się do 19,4% z 16,3% w pierwszym kwartale 2007 r. i 11,2% w czwartym kwartale 2006 r. Wynikało to głównie ze zwiększonej dynamiki rocznych stóp wzrostu udziałów/jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego i krótkoterminowych instrumentów dłużnych (tj. instrumentów dłużnych o terminie zapadalności do dwóch lat). Udziały/jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego mogą stanowić atrakcyjną inwestycję w kontekście płaskiej krzywej dochodowości, gdyż fundusze o najwyższej stopie zwrotu osiągają lepsze wyniki niż stopa referencyjna rynku pieniężnego, częściowo dzięki wykorzystaniu instrumentów pochodnych i inwestowaniu w instrumenty obarczone ryzykiem kredytowym (takie jak papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach). Podobnie, atrakcyjność krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych polega na tym, że mają one często zmienne oprocentowanie i pozwalają inwestorom skorzystać ze wzrostu stóp procentowych przed terminem zapadalności danego instrumentu.

Analiza wzrostu podaży pieniądza w podziale sektorowym opiera się na danych dotyczących depozytów krótkoterminowych i umów z przyrzeczeniem odkupu (poniżej zwanych depozytami M3), tzn. tych składnikach M3, dla których jest dostępna informacja sektorowa. W ujęciu zagregowanym, roczna stopa wzrostu depozytów M3 wykazała spadek w kwietniu, po okresie wzrostu odnotowanym w poprzednich dwóch kwartałach. Wzrost osiągnięty w pierwszym kwartale 2007 r. i czwartym kwartale 2006 r. wynikał głównie ze zwiększenia się rocznej stopy wzrostu sektorowych depozytów M3, podczas gdy ograniczenie stopy wzrostu odnotowane w kwietniu dotyczyło głównie depozytów utrzymywanych przez pośredników finansowych. Bardziej konkretnie, depozyty M3 utrzymywane przez niemonetarne instytucje finansowe inne niż instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne (OFI) wzrosły o 14,5% w kwietniu wobec 19,7% w pierwszym kwartale. Przedsiębiorstwa nadal dużo inwestowały w depozyty M3, a roczna stopa wzrostu ich zasobów wyniosła 12,7% w kwietniu, w porównaniu do 11,7% w pierwszym kwartale. Roczna stopa wzrostu depozytów M3 gospodarstw domowych w kwietniu wyniosła 6,5%, w porównaniu z 6,2% w pierwszym kwartale. Ogólnie biorąc, o ile branża OFI pozostała najbardziej dynamicznym i zmiennym sektorem prywatnym biorąc pod uwagę wzrost depozytów M3, o tyle sektor gospodarstw domowych utrzymał swój zdecydowanie największy udział w nadal wysokiej stopie wzrostu ogółem.

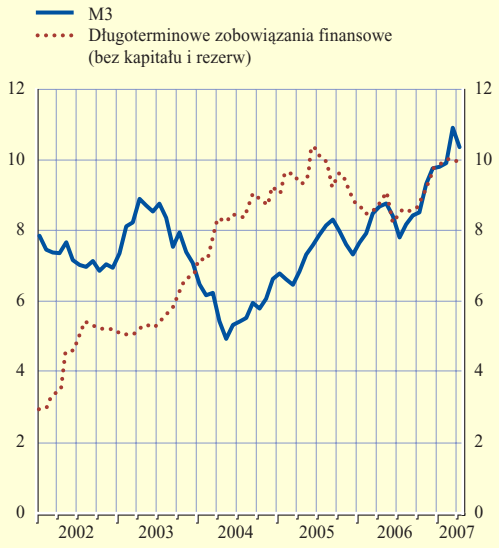
GŁÓWNE CZYNNIKI KREACJI M3

Jeśli chodzi o czynniki kreacji, wysoka stopa wzrostu podaży pieniądza jest przypisywana wysokiemu, aczkolwiek tracącemu dynamikę, wzrostowi kredytów. Zmiany dynamiki monetarnej w pierwszych czterech miesiącach 2007 r. wynikały w znacznym stopniu z sytuacji w zakresie pozycji aktywów zagranicznych netto MIF.

Roczna stopa wzrostu całkowitych kredytów MIF dla rezydentów strefy euro utrzymywała się na wysokim poziomie pomimo niewielkiego wyhamowania. Osiągnęła ona poziom 7,5% w kwietniu, wobec 7,9% i 8,8% odpowiednio w pierwszym kwartale 2007 r. i czwartym kwartale 2006 r. (zob. tabela 1). Pośród wszystkich kredytów kredyty dla sektora instytucji rządowych i samorządowych odnotowały w kwietniu 2007 r. spadek o 5,6% w ujęciu rocznym, czyli większy niż spadek o 4,5% obserwowany w pierwszym kwartale 2007 r. i 3,1% – w czwartym kwartale 2006 r., co odzwierciedlało w szczególności większą sprzedaż netto papierów wartościowych emitowanych przez rząd. Roczna stopa wzrostu kredytów dla sektora prywatnego spadła w kwietniu do 10,7%, z 11,0% i 11,9% odpowiednio w pierwszym kwartale 2007 r. i czwartym kwartale 2006 r. Podczas gdy roczna stopa wzrostu prywatnych papierów wartościowych innych niż akcje utrzymywanych przez MIF wzrosła, wzrost pożyczek i utrzymywanych przez MIF akcji i innych papierów udziałowych stracił

Wykres 7 M3 i długoterminowe zobowiązania finansowe MIF

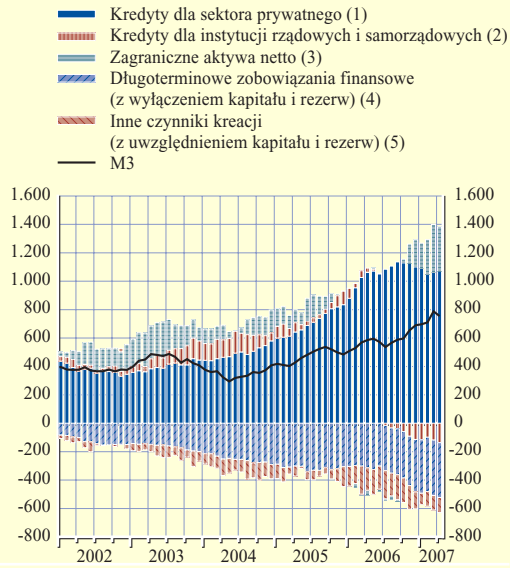
(roczne zmiany w procentach; skorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.

Wykres 8 Czynniki kreacji agregatu M3

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



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

dynamikę. Kredyty MIF pozostały głównym czynnikiem przyczyniającym się do silnego wzrostu kredytów dla sektora prywatnego, przy rocznym wzroście 10,3% w kwietniu 2007 r., po osiągnięciu 10,5% w pierwszym kwartale 2007 r. i 11,2% w czwartym kwartale 2006 r. Spadek ten jest odzwierciedleniem spowolnienia dynamiki rocznej stopy wzrostu kredytów MIF dla gospodarstw domowych, ale również – co obserwuje się ostatnio – dla przedsiębiorstw (zob. podrozdziały 2.6 i 2.7 na temat sektorowego kształtowania się sytuacji kredytowej w sektorze prywatnym).

Wśród pozostałych czynników kreacji M3, dynamika długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw) utrzymywanych przez sektor posiadający pieniądz (ang. *money-holding sector*) na przestrzeni kilku ostatnich miesięcy wciąż była wysoka. Roczna stopa wzrostu tych długoterminowych zobowiązań finansowych MIF (z wyłączeniem kapitału i rezerw) wyniosła 9,9% w kwietniu 2007 r., wobec 9,9% i 9,0% odpowiednio w pierwszym kwartale 2007 r. i czwartym kwartale 2006 r. Jeśli chodzi o składniki tych zobowiązań, odzwierciedlając coraz bardziej zmniejszający się udział podmiotów niefinansowych sektora prywatnego. Jednocześnie roczna stopa wzrostu wyemitowanych instrumentów dłużnych MIF z terminem zapadalności powyżej dwóch lat wyraźnie się zwiększyła w okresie pomiędzy październikiem a marcem i pozostała na wysokim poziomie w kwietniu. Ogólnie rzecz biorąc, roczne stopy wzrostu długoterminowych zobowiązań finansowych MIF i M3 były podobne w ostatnich kwartałach (zob. wykres 7).

W ostatnim kwartale 2006 r. i pierwszym kwartale 2007 r. zwiększone roczne napływy aktywów zagranicznych netto sektora MIF wskazują na znaczny wpływ zewnętrzny na dynamikę monetarną. Po osiągnięciu 336 mld EUR w marcu, roczny przepływ aktywów zagranicznych sektora MIF

nieco się zmniejszył w kwietniu 2007 r. do 315 mld EUR i przyczynił się do ograniczenia rocznej stopy wzrostu M3 w kwietniu (zob. wykres 8). To zmniejszenie dynamiki odzwierciedla ujemny miesięczny przepływ aktywów zagranicznych netto sektora MIF w kwietniu, który nastąpił po rekordowo wysokich napływach w marcu. Wskazuje to na pewne zmiany przywracające równowagę w zakresie miesięcznych przepływów w marcu i kwietniu, tym samym wyolbrzymiając wpływ tendencji podstawowych. Dostępne dane struktury bilansu płatniczego przedstawione w ujęciu monetarnym wskazują, że duży napływ aktywów począwszy od końca 2006 r. był raczej wynikiem zwiększenia inwestycji nierezydentów w aktywa strefy euro niż repatriacji funduszy przez rezydentów strefy euro. Napływ środków kapitałowych wynika z pozytywnego nastawienia do inwestowania finansów w strefie euro w połączeniu z obecnymi korzystnymi perspektywami dla tej strefy. Dlatego też odpływ kapitału obserwowany w kwietniu nie musi koniecznie być zwiastunem dalszego odpływu w nadchodzących miesiącach.

Reasumując, wzrost podaży pieniądza i kredytu utrzymywał się na wysokim poziomie. Wysokie roczne stopy wzrostu zarówno M3, jak i kredytów dla sektora prywatnego odzwierciedlają obecną korzystną sytuację gospodarczą i nadal umiarkowany poziom krótkoterminowych stóp procentowych w strefie euro. Kredyt pozostał głównym czynnikiem silnego wzrostu M3, z nawiązką równoważąc ujemny wpływ wynikły z silnego popytu na długoterminowe zobowiązania finansowe. Podczas gdy wysoki wzrost kredytów jest przyczyną wysokiej stopy wzrostu podaży pieniądza, dynamika podaży pieniądze na początku 2007 r. wynikała głównie ze zmian w zakresie pozycji netto w aktywach zagranicznych MIF, co wskazuje na znaczący udział zewnętrzny w rocznym wzroście M3. Ogólnie rzecz biorąc, dynamika wzrostu M3 zwiększyła się w ostatnich kwartałach na skutek spekulacyjnego popytu na pieniądz, co zrównoważyło wpływ spadkowy wyższych stóp procentowych w odniesieniu do najbardziej płynnych składników M3.

OGÓLNA OCENA SYTUACJI PŁYNNOŚCIOWEJ W STREFIE EURO

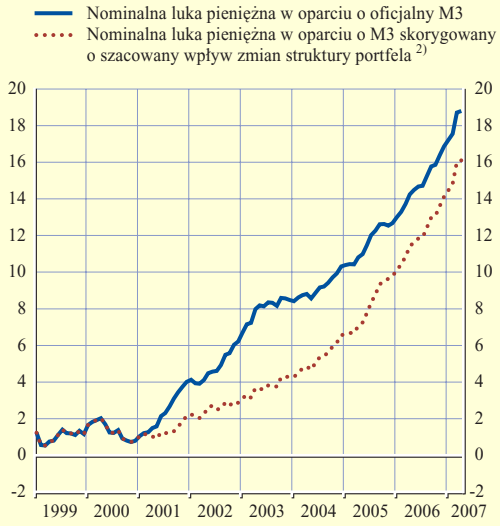
Wysoka dynamika agregatu M3 w pierwszych czterech miesiącach 2007 r. doprowadziła do dalszej akumulacji płynności. Jako że nieodnotowano przejawów dalszego niwelowania wcześniejszych zmian w strukturze portfela, po tym jak proces ten uległ przejściowemu wznowieniu w czwartym kwartale 2005 r., dwa mierniki luki pieniężnej kształtowały się w podobny sposób także w pierwszym kwartale 2007 r. Omawiane dwie luki pozostawały na bardzo różnych poziomach – luka pieniężna obliczana na podstawie skorygowanych wartości M3 była wyraźnie mniejsza (zob. wykres 9).

Realne luki pieniężne uwzględniają fakt, że część zakumulowanej płynności została zaabsorbowana przez wyższe ceny, będące odzwierciedleniem wzrostowych odchyleń stóp inflacji od celu stabilności cen, przyjętego przez EBC. Realne luki pieniężne obliczane na podstawie zarówno oficjalnego szeregu M3, jak i miernika M3 skorygowanego o szacunkowy wpływ zmian w strukturze portfela, są niższe od odpowiednich luk nominalnych (zob. wykresy 9 i 10).

Należy jednak pamiętać, że te mechaniczne mierniki są tylko niedoskonałym szacunkiem stanu płynności i w związku z tym należy zachować ostrożność przy ich interpretacji. Szeroki wachlarz danych szacunkowych, obliczonych na podstawie czterech mierników omówionych powyżej, dobrze ilustruje niepewność sytuacji w zakresie płynności. Niemniej, pomimo wspomnianej niepewności szacunków, ogólny obraz płynności kreślony przez te mierniki, i w szczególności wyprowadzony z analizy szerokiego agregatu monetarnego zmierzającej do ustalenia podstawowego wzrostu M3, wskazuje na jej wysoki poziom w strefie euro. Duża podaż pieniądza i kredytów w kontekście wysokiej płynności pociąga za sobą zagrożenie dla stabilności cen w średnio- i długoterminowej perspektywie, szczególnie w sytuacji poprawiających się warunków dla działalności gospodarczej.

Wykres 9 Dane szacunkowe dotyczące nominalnej luki pieniężnej[1)]

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



Źródło: EBC.
1) Miarą nominalnej luki pieniężnej jest różnica między rzeczywistym poziomem M3 i poziomem M3, który wynikałby ze stałego wzrostu M3 na poziomie jego referencyjnej wartości wynoszącej 4,5% w okresie od grudnia 1998 r. (okres bazowy).
2) Dane szacunkowe dotyczące skali zmian struktury portfela w stronę agregatu M3 są obliczane przy zastosowaniu podejścia omawianego w części 4 artykułu zatytułowanego *Monetary analysis in real time*, opublikowanego w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2004 r.

Wykres 10 Dane szacunkowe dotyczące realnej luki pieniężnej[1)]

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

Źródło: EBC.
1) Miarą realnej luki pieniężnej jest różnica między rzeczywistym poziomem M3 deflowanym HICP i deflowanym poziomem M3, który wynikałby ze stałego wzrostu nominalnego M3 na poziomie jego referencyjnej wartości 4,5% i inflacji HICP zgodnej z definicją stabilności cen sformułowaną przez EBC, od grudnia 1998 r. (okres bazowy).
2) Dane szacunkowe dotyczące skali zmian struktury portfela w stronę agregatu M3 oparte są na podejściu omawianym w części 4 artykułu *Monetary analysis in real time* w Biuletynie Miesięcznym EBC z października 2004 r.

2.2 INWESTYCJE FINANSOWE SEKTORA NIEFINANSOWEGO I INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

W czwartym kwartale 2006 r. roczna stopa wzrostu inwestycji finansowych dokonanych przez sektor niefinansowy zasadniczo się nie zmieniła, maskując różne zmiany w obrębie instrumentów i sektorów. Najnowsze dane o inwestorach instytucjonalnych wskazują właściwie na nie zmienioną dynamikę aktywów funduszy inwestycyjnych i nieco słabszy wzrost inwestycji instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych w czwartym kwartale 2006 r.

SEKTOR NIEFINANSOWY

W czwartym kwartale 2006 r. (ostatnim, dla którego są dostępne dane z nowych, zintegrowanych kwartalnych rachunków sektorowych strefy euro, które wypierają uprzednio dostępne dane statystyczne na temat finansowania oraz inwestycji finansowych w strefie euro) roczna stopa wzrostu inwestycji finansowych ogółem sektora niefinansowego w strefie euro pozostała na zasadniczo stabilnym poziomie 4,7%, osiągając 4,8% w trzecim kwartale (zob. tabela 2). Zamaskowane są różne zmiany w obrębie instrumentów. W czwartym kwartale 2006 r. inwestycje w dłużne papiery wartościowe odnotowały silniejszy wzrost w przekroju terminów zapadalności, szczególnie jeśli chodzi o krótkoterminowe papiery wartościowe. Niemniej jednak te ostatnie nadal stanowiły niewielki udział w aktywach finansowych ogółem sektorów niefinansowych. W czwartym kwartale 2006 r. nastąpiło również przyspieszenie w inwestycjach w akcje, odzwierciedlając silniejszy wzrost inwestycji w akcje niedopuszczone do obrotu i ukrywając spowolnienie zanotowane

Tabela 2 Inwestycje finansowe sektora niefinansowego w strefie euro

	Stany jako procent inwestycji finansowych[1]	Roczne stopy wzrostu									
		2004 kw.3	2004 kw.4	2005 kw.1	2005 kw.2	2005 kw.3	2005 kw.4	2006 kw.1	2006 kw.2	2006 kw.3	2006 kw.4
Inwestycje finansowe	**100**	**4,2**	**3,9**	**4,0**	**3,8**	**4,0**	**4,5**	**4,6**	**4,7**	**4,8**	**4,7**
Rachunki bieżące i depozyty	22	5,6	5,6	5,6	5,7	5,5	6,4	6,4	6,4	7,1	6,8
Dłużne papiery wartościowe	6	0,7	2,0	2,9	2,0	1,4	1,0	3,5	4,2	6,4	8,5
w tym: krótkoterminowe	0	3,8	3,2	-6,7	-10,2	-3,8	-11,7	13,5	13,8	22,4	40,1
w tym: długoterminowe	6	0,4	1,9	3,9	3,4	1,9	2,1	2,7	3,4	5,1	6,3
Jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych	33	2,4	1,8	2,1	2,0	2,9	2,5	2,2	2,5	1,7	1,9
w tym: udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych za wyjątkiem jednostek uczestnictwa	10	2,7	0,9	0,9	-0,6	-1,3	1,2	-0,6	0,8	1,4	0,2
w funduszach rynku pieniężnego	23	2,3	2,2	2,5	3,1	4,5	3,1	3,3	3,1	1,8	2,6
w tym: udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	7	2,3	1,6	1,7	2,2	3,8	4,6	3,3	2,1	-0,2	-1,1
Akcje dopuszczone do obrotu	15	6,8	7,0	7,0	7,1	7,3	7,6	7,5	7,0	6,6	6,0
Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe [2]	16	4,8	4,1	3,9	2,8	2,2	3,8	4,9	5,9	7,4	7,1
M3[3]		6,0	6,6	6,5	7,6	8,3	7,3	8,5	8,4	8,4	9,8

Źródło: EBC.
1) Na koniec ostatniego kwartału, za który dane są dostępne. Wartości mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.
2) Inne aktywa finansowe obejmują kredyty i pożyczki, finansowe instrumenty pochodne i inne należności, kóre z kolei obejmują m.in. kredyty handlowe udzielone przez przedsiębiorstwa sektora niefinansowego.
3) Dane na koniec kwartału. Agregat monetarny M3 obejmuje instrumenty monetarne w posiadaniu niemonetarnych instytucji finansowych strefy euro (tj. instytucji sektora niefinansowego i niemonetarnych instytucji finansowych) przechowywane w monetarnych instytucjach finansowych (MIF) oraz instytucjach rządowych szczebla centralnego.

w przypadku akcji dopuszczonych do obrotu. Silniejszy wzrost w obrębie tych klas aktywów został jednak zrównoważony przez niższy udział w zakresie inwestycji w inne instrumenty – głównie produkty instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych – oraz większe, negatywne tendencje w zakresie inwestycji w udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych, niż miało to miejsce w poprzednim kwartale. Ogólnie rzecz ujmując rachunki bieżące i depozyty oraz produkty instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych – dwie klasy aktywów, które znajdują się zazwyczaj na dwóch przeciwległych biegunach horyzontu inwestycyjnego – mają nadal główny wpływ na dynamikę inwestycji finansowych w sektorach niefinansowych, dając łącznie 2,5 punktów procentowych z 4,7% rocznego wzrostu w czwartym kwartale 2006 r.

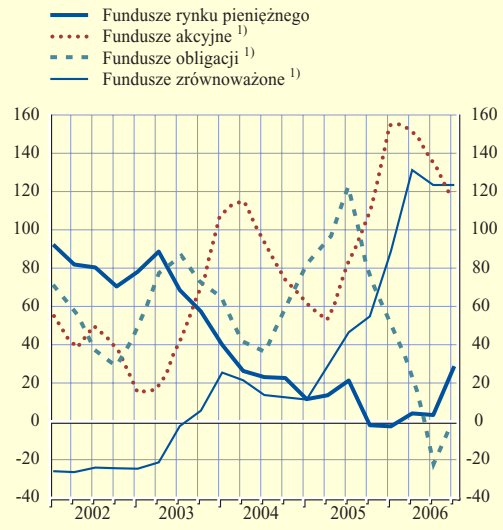
Rozkład inwestycji finansowych ogółem realizowanych przez sektor instytucjonalny, dostępny obecnie w nowych, zintegrowanych kwartalnych rachunkach sektorowych strefy euro, wskazuje, że przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe zdecydowanie przyczyniły się w największym stopniu do ogólnego wzrostu inwestycji finansowych sektorów niefinansowych. W czwartym kwartale 2006 r. zasadniczo niezmieniona roczna stopa wzrostu inwestycji finansowych ogółem sektorów niefinansowych odzwierciedla tendencję spadkową udziału instytucji rządowych we wzroście dynamiki inwestycji finansowych ogółem, co zostało zrównoważone nieco wyższym udziałem przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Konkretnie stopa wzrostu inwestycji finansowych przedsiębiorstw wzrosła do 6,2% w czwartym kwartale 2006 r., podczas gdy stopa wzrostu dotycząca gospodarstw domowych osiągnęła 4,1%.

INWESTORZY INSTYTUCJONALNI

Roczna stopa wzrostu wartości aktywów ogółem funduszy inwestycyjnych w strefie euro (z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego) w czwartym kwartale 2006 r. pozostała zasadniczo niezmieniona na poziomie 15,8%, osiągając 15,7% w trzecim kwartale. Zamaskowany jest przez to wyższy udział funduszy w obrębie większości rodzajów polityki inwestycyjnej, co zostało jednak częściowo zrównoważone spadkiem stopy wzrostu aktywów ogółem utrzymywanych przez fundusze w innej kategorii funduszy. Biorąc pod uwagę zmiany struktury portfela funduszy in-

Wykres 11 Roczne wpływy netto do funduszy inwestycyjnych (według kategorii)

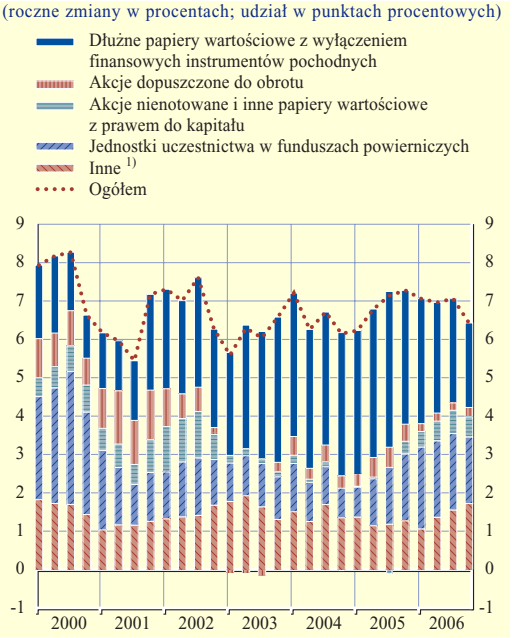
(w mld euro)



Źródła: EBC i EFAMA.
1) Obliczenia EBC na podstawie danych krajowych dostarczonych przez EFAMA.

Wykres 12 Inwestycje finansowe instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych

(roczne zmiany w procentach; udział w punktach procentowych)



Źródło: EBC.
1) Kredyty, depozyty, rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe, pozostałe należności i finansowe instrumenty pochodne.

westycyjnych, większość rocznego wzrostu wartości aktywów ogółem nadal jest wynikiem inwestowania w papiery wartościowe inne niż akcje, akcje i inne papiery udziałowe oraz posiadanych udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, przy czym wszystkie jeszcze bardziej zwiększyły swój wkład do ogólnego wzrostu. Niemniej jednak zmiany wartości aktywów uwzględniają również wpływ efektów wyceny, spowodowanych zmianami cen aktywów, i dlatego mogą nie oddawać wiernie rzeczywistych zachowań inwestycyjnych. Dane udostępniane przez EFAMA[1] pokazują, że roczne przepływy netto funduszy inwestycyjnych (z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego) pozostały w czwartym kwartale 2006 r. w porównaniu z poprzednim zasadniczo niezmienione. Ukrywa to powrót do pozytywnych poziomów napływów do funduszy obligacji, aczkolwiek marginalnych, podczas gdy napływy do funduszy akcji nadal spadają pomimo utrzymywania wysokiego poziomu (zob. wykres 11). Podczas gdy roczne wpływy netto do funduszy zrównoważonych[2] nie uległy istotnej zmianie w czwartym kwartale 2006 r., były one wyższe niż wpływy netto do innej kategorii funduszy inwestycyjnych. W ramce 2, zatytułowanej „Inwestycje w fundusze zrównoważone: charakter i uzasadnienie", znajdują się pewne spostrzeżenia dotyczące ewentualnych czynników związanych ze zmianami.

Roczna stopa wzrostu inwestycji finansowych ogółem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych w strefie euro spadła do 6,4% w czwartym kwartale 2006 r. z 7,1% w poprzednim (zob.

1 Europejskie Stowarzyszenie Zarządzania Funduszami i Aktywami (EFAMA – European Fund and Asset Management Association) udostępnia informacje dotyczące sprzedaży netto (lub wpływów netto) powszechnych otwar tych funduszy akcyjnych i funduszy obligacji w Niemczech, Grecji, Hiszpanii, Francji, Włoszech, Luksemburgu, Holandii, Austrii, Portugalii i Finlandii. Zob. ramka zatytułowana „Ostatnie zmiany we wpływach netto do funduszy obligacji i funduszy akcyjnych w strefie euro" w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z czerwca 2004 r.
2 Termin wykorzystany w statystykach udostępnianych przez EFAMA w odniesieniu do funduszy inwestujących zarówno w obligacje, jak i w akcje (które w statystykach dotyczących funduszy inwestycyjnych prowadzonych przez EBC klasyfikowane są jako „mieszane") to w rzeczywistości fundusze „zrównoważone".

Ramka 2

INWESTYCJE W FUNDUSZE ZRÓWNOWAŻONE: CHARAKTER I UZASADNIENIE

Fundusze inwestycyjne klasyfikowane są zwykle według ich polityki inwestycyjnej, tzn. klas aktywów, w które głównie inwestują[1]. Niektóre fundusze realizują „czystą" strategię inwestycyjną, w ramach której posiadają pozycje przede wszystkim w jednej klasie aktywów, na przykład akcje zwykłe, obligacje, czy nieruchomości[2]. Środowisko funduszy inwestycyjnych obejmuje również fundusze, które dokonują dywersyfikacji swoich portfeli pomiędzy wiele klas aktywów. Są one znane jako fundusze mieszane, zrównoważone lub fundusze alokacji aktywów. Klasyfikacja według polityki inwestycyjnej daje analitykom możliwość określenia wpływu zmian zrealizowanej i oczekiwanej względnej stopy zwrotu z różnych aktywów na decyzje inwestorów dotyczących alokacji portfela w różne rodzaje funduszy inwestycyjnych. Jak to zostało przedstawione w tekście głównym, fundusze zrównoważone przyciągnęły w ostatnim okresie więcej inwestycji kapitałowych niż fundusze obligacji, czy fundusze akcji. W związku tym, w niniejszej ramce omówione zostaną czynniki, które mogą wytłumaczyć wzrost znaczenia inwestycji w fundusze zrównoważone w ostatnich kwartałach. Należy zauważyć, że analiza ta została opracowana na podstawie danych które nie są do końca ujednolicone w odniesieniu do całej strefie euro. W szczególności, klasyfikacja według polityki inwestycyjnej opiera się na uregulowaniach krajowych, ponieważ brak jest odpowiednich definicji dla całej tej strefy.

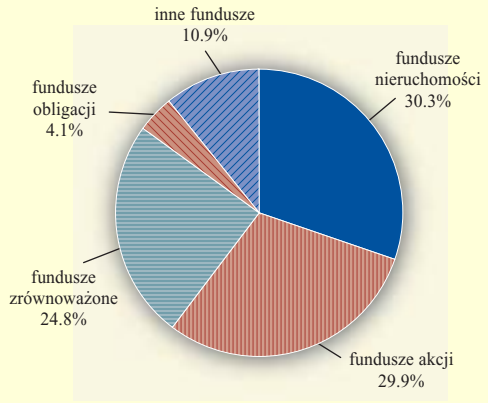
Pod względem łącznej liczby aktywów, na rynku funduszy inwestycyjnych w strefie euro dominują fundusze akcji i fundusze obligacji, które w czwartym kwartale 2006 r. posiadały wspólnie 60% udziałów w rynku, równomiernie rozłożonych pomiędzy te twa rodzaje funduszy (zob. wykres A). Drugie pod względem znaczenia, zaraz za funduszami akcyjnymi i funduszami obligacji, plasują się fundusze zrównoważone, posiadające około 25% wszystkich aktywów. Należy jednak pamiętać, że wielkość portfeli funduszy warunkują nie tylko przepływy inwestycyjne netto, ale również skutki wyceny będące odzwierciedleniem zmian cen aktywów. Wyraźniej widać to w przypadku funduszy akcji i funduszy obligacji, na których wielkość względną silnie wpływają zmiany cen aktywów oraz zmiany rentowności obligacji. Jeżeli jednak chodzi o fundusze inwestycyjne, skutki wyceny są bardziej ograniczone, odzwierciedlając zróżnicowany skład portfeli tych funduszy. W rezultacie, skutki – w kategoriach wielkości względnej – dużych wpływów netto do funduszy zrównoważonych w ostatnich kwartałach ograniczał niski poziom skutków wyceny w porównaniu z funduszami akcji. W związku z tym udział aktywów funduszy zrównoważonych w łącznej liczbie aktywów funduszy inwestycyjnych utrzymał się zasadniczo na stabilnym poziomie.

Wpływy środków do funduszy akcji i funduszy obligacji są zwykle łatwiejsze do wytłumaczenia, ponieważ popyt na pierwszy z wymienionych rodzajów funduszy podąża zwykle za zmianami cen akcji, natomiast w przypadku drugiego rodzaju, wpływy środków mają najczęściej związek ze zmianami rentowności obligacji. Pomimo to, wzrost niepewności, który nierzadko towarzyszy gwałtownym zmianom rynkowym, może zatrzeć tę zależność, na przykład zwiększając wpływy środków do funduszy obligacji jako ucieczka inwestorów „w kierunku bezpieczeństwa". W każ-

1 Inne schematy klasyfikacyjne rozróżniają fundusze inwestycyjne na podstawie na przykład: ich formy prawnej; tego, czy są one otwarte czy zamknięte; lub tego, czy gromadzą one swoje dochody, czy dokonują ich podziału.
2 Fundusze należące do innego podstawowego rodzaju – fundusze rynku pieniężnego – inwestują przede wszystkim w instrumenty rynku pieniężnego i obligacje krótkoterminowe. Ponadto, innowacje finansowe, globalizacja oraz większy stopień zaawansowania rynków finansowych, jak również dążenie do uzyskiwania wyższych dochodów w kontekście niskiego poziomu stóp procentowych, doprowadziły do pojawienia się alternatywnych rodzajów funduszy, które specjalizują się w inwestycjach na przykład w towary lub w udziały/tytuły uczestnictwa innych funduszy (w tym funduszy hegdingowych oraz funduszy *private equity*).

Wykres A Aktywa funduszy inwestycyjnych ogółem wg polityki inwestycyjnej

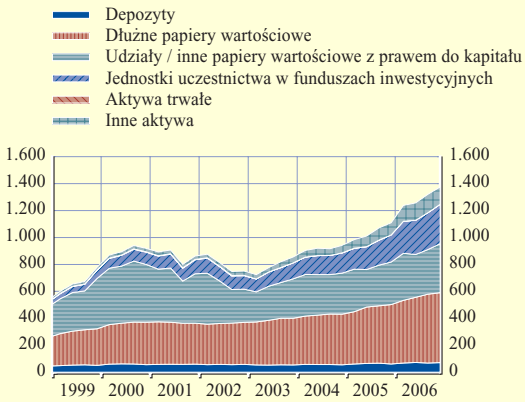
(punkty procentowe)



Źródło: EBC.
Uwaga: dane dotyczą czwartego kwartału 2006 r., z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego, które stanowią część sektora MIF.

Wykres B Aktywa funduszy zrównoważonych

(w mld euro)



Źródło: EBC.

dym przypadku, wpływy środków do tego rodzaju funduszy wykazują zwykle ruch w przeciwnych kierunkach[3]. Z uwagi na to, że z drugiej strony fundusze zrównoważone mogą obejmować dość odmienne strategie inwestycyjne, przepływy netto w tej kategorii funduszy mogą być warunkowane przez wiele różnych czynników. Zasadniczo, fundusze zrównoważone, dzięki alokacji zróżnicowanych portfeli w różne klasy aktów, pozwalają inwestorom na zajęcie pozycji na rynkach akcji, chociaż towarzyszy temu niższe ryzyko/stopa zwrotu, niż w przypadku pozycji, które są zwykle związane z funduszami akcji. W obecnych warunkach, kiedy to wycena rynku akcji odnotowuje najwyższy poziom w historii, chociaż na rynki obligacji wpływa niepewność dotycząca zmian stóp procentowych, strategie inwestycyjne proponowane przez fundusze zrównoważone stają się coraz bardziej atrakcyjne dla inwestorów. Chociaż sami inwestorzy – w szczególności inwestorzy instytucjonalni – mogliby zapewne powielić profile ryzyka/rentowności funduszy zrównoważonych poprzez zajęcie zdecydowanych pozycji, na przykład, w funduszach akcji i obligacji, wymagałoby to stałej i aktywnej realokacji ich portfeli w celu zachowania wymaganego profilu, co z kolei pociąga za sobą wyższe koszty transakcji i wyższe koszty informacyjne.

W celu sformułowania ostatecznych wniosków dotyczących czynników, które spowodowały gwałtowny wzrost wpływów netto do funduszy zrównoważonych w ostatnich kwartałach, należałoby wyodrębnić skutki wyceny, aby dzięki temu uzyskać informacje na temat przepływów inwestycyjnych netto i, najlepiej, dostęp do informacji dotyczących źródeł tych przepływów. Oficjalne dane na ten temat są jednak obecnie bardzo ograniczone, chociaż podejmowane są działania w celu uzupełnienia tych braków. Niemniej jednak, możliwe jest sformułowanie istotnych wniosków na podstawie analizy struktury portfeli zrównoważonych funduszy inwestycyjnych oraz jej rozwoju w czasie. Znaczącą cechą charakterystyczną portfeli funduszy zrównoważonych w ostatnich latach jest rosnąca tendencja do zajmowania pozycji w jednostkach/tytułach uczestnictwa innych funduszy (zob. wykres C). Wielkość pozycji funduszy zrównoważonych w innych funduszach odnotowywała stały wzrost, od 6% łącznej liczby ak-

3 Patrz ramka „Ostatnie zmiany we wpływach netto do funduszy obligacji i funduszy akcyjnych w strefie euro” w wydaniu Biuletynu Miesięcznego EBC z czerwca 2004 r.

tywów w czwartym kwartale 1998 r. do 21% w czwartym kwartale 2006 r. Chociaż rosnące znaczenie tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w portfelach funduszy jest zjawiskiem, które obserwowane jest również w odniesieniu do innych kategoriach funduszy, o wiele wyraźniej zaznacza się ono w przypadku funduszy zrównoważonych. Jednocześnie, pomimo że pozycje w tytułach uczestnictwa oraz innych akcjach w portfelach funduszy zrównoważonych poprawiły nieco swój niski poziom osiągnięty w następstwie „pęknięcia bańki technologicznej" (ang. *technology stock bubble*), nadal znajdują się one znacznie poniżej najwyższego poziomu odnotowywanego przed tym zdarzeniem. Do pewnego stopnia stanowi to odzwierciedlenie aktywnych decyzji inwestycyjnych, a nie tylko skutków wyceny, ponieważ ceny akcji w dużej mierze odzyskały swoją utraconą pozycję pod koniec 2006 r.

Zmiany te, jeżeli zostaną one potraktowane łącznie, wskazują na ewentualne zastąpienie silnej pozycji akcji w portfelach funduszy przez tytuły uczestnictwa w innych funduszach, których część może z kolei zostać zainwestowana w rynki akcji. Ten częściowy outsourcing zarządzania aktywami funduszy zrównoważonych może odzwierciedlać coraz większy stopień zaawansowania realizowanych strategii inwestycyjnych oraz stosowanych instrumentów finansowych, jak również większe ukierunkowanie funduszy na inwestycje w związku z działaniami mającymi na celu dywersyfikację ich portfeli oraz zwiększenie rentowności. Ponadto, coraz większe znaczenie tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w portfelach funduszy zrównoważonych może również odzwierciedlać zwiększające się pozycje w funduszach, które nie są dostępne dla inwestorów detalicznych, jak na przykład fundusze hedgingowe i prywatne fundusze inwestycyjne, jak również pojawienie się wyspecjalizowanych funduszy, inwestujących głównie w tego rodzaju programy („fundusze funduszy hedgingowych"), które w niektórych wypadkach klasyfikowane są jako fundusze zrównoważone.

Reasumując, większy napływ środków do funduszy zrównoważonych w 2006 r. w porównaniu z innymi rodzajami funduszy inwestycyjnych może odzwierciedlać specyficzną strukturę alokacji tych funduszy, która zapewnia inwestorom możliwość przyjęcia pozycji akcji o umiarkowanym profilu ryzyka/rentowności, oraz inwestowania w szeroką gamę funduszy inwestycyjnych, w tym w niektóre rodzaje funduszy – na przykład fundusze hedgingowe – do których w innym przypadku inwestorzy nie mieliby dostępu.

wykres 12). Zmiana ta odzwierciedla niższy udział dwóch najważniejszych komponentów, czyli dłużnych papierów wartościowych i udziałów/jednostek uczestnictwa w funduszach powierniczych, które równoważą wzrost udziału rachunków bieżących i depozytów. Inwestycje w akcje dopuszczone i niedopuszczone do obrotu miały stosunkowo niewielki i zasadniczo niezmieniony wpływ na ogólną dynamikę inwestycji finansowych, przy czym te pierwsze szczególnie były mniejsze.

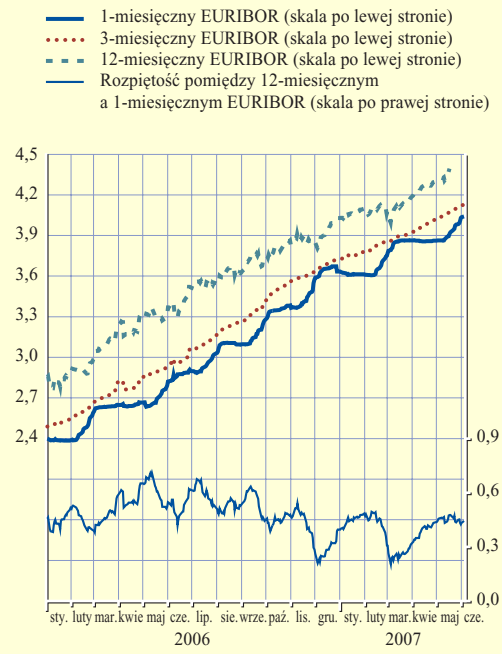
2.3 STOPY PROCENTOWE RYNKU PIENIĘŻNEGO

W okresie od początku marca do początku czerwca 2007 r., stopy procentowe rynku pieniężnego wzrosły dla całego przekroju terminów zapadalności. Ponieważ wzrosty stóp dla dłuższych terminów zapadalności przekroczyły te dla krótszych terminów, nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego dla tego okresu jako całości stało się bardziej strome.

Stopy procentowe rynku pieniężnego wzrosły od początku marca do początku czerwca 2007 r. W marcu 2007 r. najbardziej znaczący wzrost obserwowano w przypadku dłuższych terminów zapadalności instrumentów rynku pieniężnego, co stanowiło odzwierciedlenie większych ocze-

Wykres 13 Stopy procentowe na rynku pieniężnym

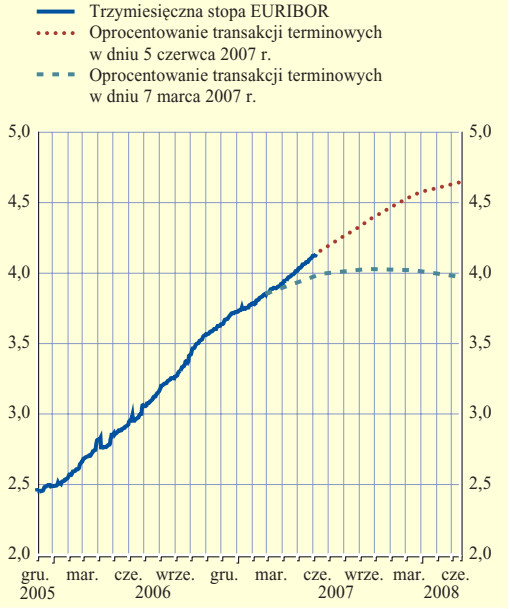
(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



Źródła: EBC i Reuters.

Wykres 14 3-miesięczne stopy procentowe i oprocentowanie transakcji terminowych w strefie euro

(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



Źródło: Reuters.
Uwaga: 3-miesięczne kontrakty terminowe na dostawę na koniec bieżącego kwartału i trzech kolejnych kwartałów według notowań Liffe.

kiwań rynku na dalszy wzrost podstawowych stóp procentowych EBC w 2007 r. W okresie do 11 maja, 1-miesięczne stopy procentowe właściwie nie zmieniły się, następnie jednak zaczęły wzrastać ze względu na rosnące oczekiwania rynku na wzrost podstawowych stóp procentowych EBC dnia 6 czerwca. Dnia 5 czerwca 1-, 3-, 6- i 12-miesięczne stopy procentowe osiągnęły odpowiednio 4,05%, 4,13%, 4,26% oraz 4,49%, czyli 28, 27, 30 i 41 punktów bazowych więcej niż poziomy obserwowane na początku marca 2007 r.

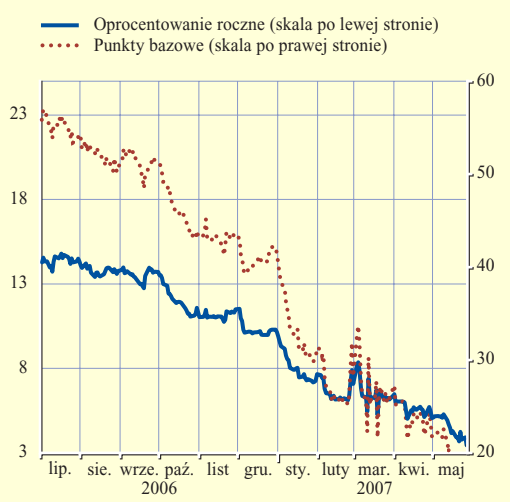
Odzwierciedlając te zmiany, w całym okresie między marcem a majem 2007 r. nachylenie krzywej dochodowości rynku pieniężnego stawało się coraz bardziej strome. W dniu 4 czerwca 2007 r. rozpiętość między 12-miesięczną a 1-miesięczną stopą EURIBOR osiągnęła 44 punkty bazowe, w porównaniu do 31 punktów bazowych z 1 marca 2006 r. (zob. wykres 13).

Korekta w górę oczekiwań uczestników rynku w odniesieniu do krótkoterminowych stóp procentowych w latach 2007 i 2008 znalazła również odzwierciedlenie w stopach procentowych implikowanych przez 3-miesięczne stopy EURIBOR na kontrakty terminowe o terminie zapadalności w czerwcu 2007 r., wrześniu 2007 r., grudniu 2007 r. i marcu 2008 r., które osiągnęły odpowiednio 4,16%, 4,37%, 4,56% oraz 4,64% 5 czerwca 2007 r., tj. 16, 34, 54 i 66 punktów bazowych więcej niż odpowiadające im poziomy na początku marca 2007 r. (zob. wykres 14).

Jeśli chodzi o wskaźniki niepewności dotyczące zmian na rynku pieniężnym, implikowana zmienność obliczona na podstawie opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR zmniejszyła się między marcem a czerwcem. Poziomy implikowanej zmienności na początku czerwca 2007 r. były niskie w ujęciu historycznym i nieco niższe niż poziomy obserwowane na początku marca (zob. wykres 15).

Wykres 15 Zmienność implikowana wynikająca z opcji na kontrakty terminowe na 3-miesięczną stopę EURIBOR zapadające we wrześniu 2007 r.

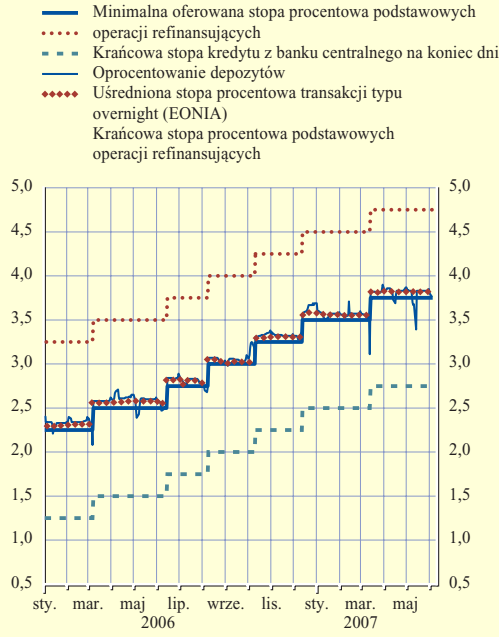
(oprocentowanie roczne; punkty bazowe; dane dzienne)



Źródła: Bloomberg, Reuters i obliczenia EBC.
Uwaga: wartość punktu bazowego jest iloczynem zmienności implikowanej wyrażonej w procentach i odpowiedniej stopy procentowej (zob. ramka *Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rate futures* w Biuletynie Miesięcznym EBC z maja 2002 r.).

Wykres 16 Stopy procentowe EBC i oprocentowanie transakcji typu *overnight*

(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



Źródła: EBC i Reuters.

W marcu 2007 r. stopy procentowe dla najkrótszych terminów zapadalności na rynku pieniężnym wzrosły w następstwie decyzji z 8 marca o podniesieniu podstawowych stóp EBC o 25 punktów bazowych (zob. wykres 16). Przez większość okresu trwającego od początku marca 2007 r. do początku czerwca 2007 r., uwarunkowania rynku pieniężnego dotyczące stóp procentowych były stosunkowo stabilne, przy rozpiętości pomiędzy stopą EONIA a minimalną oferowaną stopą dla podstawowych operacjach refinansujących Eurosystemu na poziomie 6-9 punktów bazowych, a najczęściej 8 punktów bazowych. Wyjątki odnotowano głównie pod koniec okresów utrzymywania rezerwy. Na przykład, pod koniec kwietniowego okresu utrzymywania rezerwy składanie zaniżonych ofert w operacjach dostrajających w ostatnim dniu okresu spowodowało znaczny popyt na depozyty, a stopa EONIA spadła do 3,39%. W celu dalszego podtrzymywania dobrej płynności na rynku pieniężnym, przez ostatnie trzy miesiące EBC utrzymywało politykę przydzielania nieco większych kwot niż wartość benchmarkowa w podstawowych operacjach refinansujących Eurosystemu (MRO). Od 14 marca 2007 r. krańcowa i średnia ważona stopa procentowa w podstawowych operacjach refinansujących nieznacznie się wahała

Ramka 3

SYTUACJA W ZAKRESIE PŁYNNOŚCI I OPERACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ W OKRESIE OD 14 LUTEGO DO 14 MAJA 2007 R.

W ramce przedstawione zostało zarządzanie płynnością przez EBC w trzech okresach utrzymania rezerw obowiązkowych kończących się 13 marca, 17 kwietnia i 14 maja 2007 r.

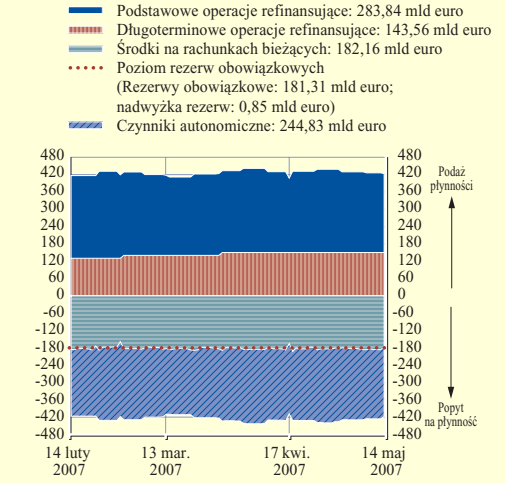
Zapotrzebowanie systemu bankowego na płynność

W badanym okresie zapotrzebowanie banków na płynność odnotowało nieznaczny spadek – o 6,8 mld euro – co wynikało głównie z obniżenia się poziomu „czynników autonomicznych" o 14,4 mld euro. Spadek ten został częściowo zrównoważony przez zwiększenie o 7,2 mld euro rezerw obowiązkowych, które wynosiły przeciętnie 181,3 mld euro. Ogółem, czynniki autonomiczne zadecydowały średnio o 244,8 mld euro deficytu płynności Eurosystemu w badanym okresie.

W okresie objętym badaniem, przeciętne dzienne nadwyżki rezerw (tj. przeciętne dzienne wartości na rachunku bieżącym ponad wysokość rezerw obowiązkowych) utrzymywały się na stosunkowo wysokim poziomie. Zadecydowały one o 0,80 mld euro deficytu płynności Eurosystemu w okresie utrzymywania rezerw upływającym 13 marca oraz o 0,79 mld euro w okresie utrzymywania rezerw upływającym 17 kwietnia. Nieco wyższe przeciętne wartości, na poziomie 0,99 mld euro, odnotowano w okresie utrzymywania rezerw upływającym 14 maja. Był to drugi najwyższy poziom nadwyżek rezerw od marca 2004 r. (zob. wykres B).

Wykres A Potrzeby systemu bankowego w zakresie płynności a podaż płynności

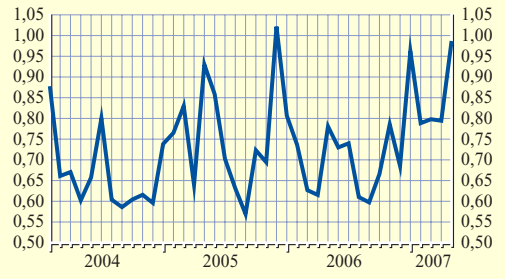
(dane miesięczne w pierwszych różnicach; wartości procentowe)



Źródło: EBC.

Wykres B Nadwyżka rezerw [1)]

(dane miesięczne w pierwszych różnicach; wartości procentowe)



Źródło: EBC.
1) Środki na rachunkach bieżących banku ponad sumę rezerw obowiązkowych.

Podaż płynności i stopy procentowe

W badanym okresie wolumen operacji otwartego rynku obniżył się, co było odzwierciedleniem niewielkiego spadku zapotrzebowania na płynność (zob. wykres A). Płynność zapewniana przez podstawowe operacje refinansujące (MRO) wynosiła średnio 283,8 mld euro. Wskaźnik ofert złożonych przez kontrahentów do przyjętych (wskaźnik pokrycia ofert) osiągał wartości w przedziale między 1,28 i 1,41, a jego wartość wynosiła 1,34 w ujęciu średnim na przestrzeni okresu.

W badanym okresie płynność zapewniana przez długoterminowe operacje refinansujące (LTRO) odnotowała dalszy wzrost, z 130 mld euro do 150 mld euro, po podjęciu przez Radę Prezesów decyzji o podwyższeniu kwoty przydziału dla każdej LTRO z 40 mld euro do 50 mld euro.

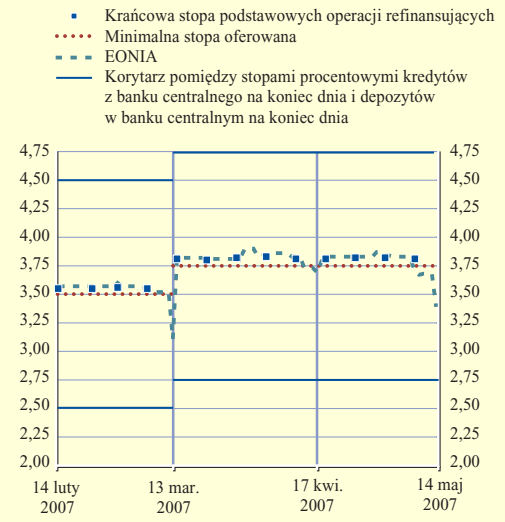
Okres utrzymywania rezerw upływający 13 marca

EBC przydzielił 1 mld euro powyżej kwoty podstawowej we wszystkich czterech podstawowych operacjach refinansujących w danym okresie utrzymywania rezerw. Przeciętna rozpiętość między stopą EONIA (stopa referencyjna dla jednodniowych depozytów rynku między-

bankowego) i minimalną oferowaną stopą procentową MRO wynosiła 4 punkty bazowe, nieznacznie poniżej średniego historycznego poziomu. W pierwszych dwóch tygodniach badanego okresu krańcowa i średnia ważona stopa MRO znajdowała się na poziomie, odpowiednio, 3,55% i 3,56%, podczas gdy EONIA utrzymywała się na stabilnym poziomie 3,57%. W trzecim przetargu zarówno krańcowa, jak i średnia ważona stopa MRO znajdowały się na poziomie 3,56%. 27 lutego EONIA nieznacznie spadła do 3,56%, a następnego dnia wzrosła do 3,60% na skutek normalnego efektu końca miesiąca. 1 marca powróciła do poziomu 3,57%, a 5 marca odnotowała dalszy spadek do 3,56%. Po przydziale w ostatniej MRO w tym okresie utrzymywania rezerw, EONIA w dalszym ciągu odnotowywała spadek, aż do poziomu 3,52% w przedostatnim dniu okresu. W ostatnim dniu okresu utrzymywania rezerw EBC miał zamiar zabsorbować oczekiwaną nadwyżkę płynności w wysokości 10,5 mld euro przez operację dostrajającą. Operacja ta przyciągnęła jednak oferty o wartości zaledwie 2,3 mld euro, a nadwyżka płynności w ostatnim dniu okresu utrzymywania rezerw spowodowała spadek stopy bieżącej. Okres utrzymywania rezerw zakończył się z wykorzystaniem depozytu na koniec dnia na poziomie netto 7,3 mld euro, natomiast EONIA wyniosła 3,11%. Ujemna rozpiętość między stopą EONIA i minimalną oferowaną stopą procentową w ostatnim dniu okresu wynosiła 39 punktów bazowych.

Wykres C EONIA i stopy procentowe EBC

(dzienne stopy procentowe)



Źródło: EBC.

Okres utrzymywania rezerw upływający 17 kwietnia

8 marca Rada Prezesów postanowiła podnieść podstawowe stopy procentowe EBC (minimalna oferowana stopa procentowa, oprocentowanie depozytów i kredytów banku centralnego na koniec dnia) o 25 punktów bazowych do poziomu, odpowiednio, 3,75%, 2,75% i 4,75%. Zmiana weszła w życie 14 marca, w pierwszym dniu nowego okresu utrzymywania rezerw.

Polityka polegająca na przydzieleniu 1 mld euro powyżej kwoty podstawowej została zastosowana do wszystkich pięciu MRO w tym okresie utrzymania rezerw. W całym okresie przeciętna rozpiętość pomiędzy stopą EONIA i minimalną oferowaną stopą procentową wynosiła 7 punktów bazowych. W pierwszych dwóch tygodniach okresu średnia ważona stopa MRO znajdowała się na poziomie 3,81%, natomiast stopa krańcowa odnotowała spadek z 3,81% w pierwszej operacji do 3,80% w drugiej. EONIA pozostała stabilna na poziomie 3,82% w pierwszym tygodniu, lecz w drugim tygodniu spadła o 1 punkt bazowy. W kolejnych dwóch MRO, średnia ważona stopa wzrosła do 3,83%, a stopa krańcowa odnotowała wzrost do tego poziomu w MRO obejmującej okres świąt Wielkanocnych. Ostatnia MRO w tym okresie utrzymywania rezerw odnotowała niższą krańcową i średnią ważoną stopę, na poziomie, odpowiednio, 3,82% i 3,83%. EONIA osiągnęła najwyższy poziom, 3,90%, 30 marca, ostatnim dniu roboczym kwartału. 2 kwietnia wróciła do poziomu 3,83%, jednak 5 kwietnia, przed Wielkanocą, odnotowała okresowy wzrost do poziomu 3,86%. W kolejnych dniach po przydziale ostatniej MRO w okresie utrzymywania

rezerw, płynność utrzymywała się na wysokim poziomie. W przedostatnim dniu okresu EONIA odnotowała spadek do 3,69%. EBC przeprowadził operację dostrajającą polegającą na wycofaniu 22,5 mld euro płynności w ostatnim dniu utrzymywania rezerw, co spotkało się wysokimi ofertami ze strony banków (oferty o łącznej wartości 42,2 mld euro od 35 kontrahentów). Okres utrzymywania rezerw zakończył się z wykorzystaniem kredytów banku centralnego na koniec dnia na poziomie netto 1,1 mld euro. W ostatnim dniu okresu dodatnia rozpiętość pomiędzy minimalną oferowaną stopą procentową MRO i stopą EONIA wynosiła 4 punkty bazowe.

Okres utrzymywania rezerw upływający 14 maja

EBC kontynuował przydzielanie 1 mld euro powyżej kwoty podstawowej we wszystkich czterech MRO w tym okresie utrzymywania rezerw. W całym okresie przeciętna rozpiętość pomiędzy stopą EONIA i minimalną oferowaną stopą oprocentowania wynosiła 4 punkty bazowe, nieznacznie poniżej średniego historycznego poziomu; w ten sposób ukryte zostały wahania rozpiętości występujące w tym okresie utrzymywania rezerw. W pierwszym tygodniu okresu krańcowa i średnia ważona stopa MRO wynosiła, odpowiednio, 3,81% i 3,82%, a EONIA utrzymywała się na stabilnym poziomie 3,83%, tzn. 8 punktów bazowych powyżej minimalnej oferowanej stopy procentowej. W drugim i trzecim tygodniu okresu, krańcowa stopa MRO wynosiła 3,82%, a średnia ważona stopa 3,83%, natomiast EONIA wzrosła 30 kwietnia do poziomu 3,87% na skutek normalnego efektu końca miesiąca. W tym okresie utrzymywania rezerw, krańcowa i średnia ważona stopa ostatniej MRO wyniosła, odpowiednio, 3,81% i 3,82%, natomiast EONIA spadła z 3,81% w dniu 8 maja do 3,68% w przedostatnim dniu okresu, przy wysokim poziomie płynności. Aby zabsorbować nadwyżkę płynności na rynku, 14 maja, w ostatnim dniu okresu utrzymywania rezerw, EBC ogłosił operację dostrajającą na kwotę 7,5 mld euro. W przetargu wzięło udział siedmiu kontrahentów, którzy złożyli oferty na łączną kwotę 2,5 mld euro. Okres utrzymywania rezerw zakończył się z wykorzystaniem depozytu na koniec dnia na poziomie netto 5,5 mld euro, co prawie w całości można przypisać niewystarczającej kwocie ofert (o 5,0 mld euro) podczas operacji dostrajającej. W ostatnim dniu okresu, ujemna rozpiętość pomiędzy stopą EONIA i minimalną oferowaną stopą procentową MRO wynosiła 36 punktów bazowych.

(więcej informacji na temat krótkoterminowych stóp procentowych oraz sytuacji w zakresie płynności w ostatnich 3-miesięcach utrzymywania rezerw przedstawia ramka 3).

W długoterminowej operacji refinansującej Eurosystemu przeprowadzonej 28 marca 2007 r. zarówno krańcowa i średnia ważona stopa wyniosły 3,87%. W operacji zakończonej 26 kwietnia 2007 r. krańcowa i średnia ważona stopa wyniosły odpowiednio 3,96% oraz 3,97%. W operacji przeprowadzonej 30 maja krańcowa i średnia ważona stopa zwrotu wyniosły odpowiednio 4,06% oraz 4,07%. Krańcowe stopy procentowe w tych trzech operacjach były odpowiednio o 4, 5 i 5 punktów bazowych niższe od 3-miesięcznej stopy EURIBOR w tych dniach.

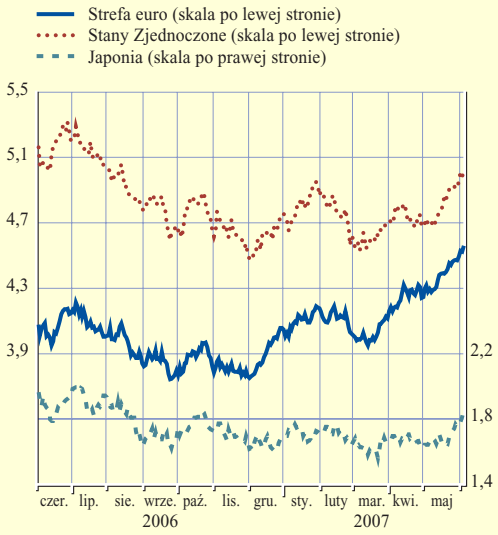
2.4 RYNKI OBLIGACJI

Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w ostatnich trzech miesiącach znacząco wzrosła na rynkach strefy euro i Stanów Zjednoczonych. Wzrost odnotowany w strefie euro był spowodowany przede wszystkim wzrostem realnej rentowności obligacji długoterminowych, który prawdopodobnie odzwierciedlał połączony efekt oczekiwań uczestników rynku dotyczących lepszych perspektyw gospodarczych oraz rosnących premii za ryzyko. Jednocześnie długoterminowe progowe stopy inflacji w strefie euro uległy nieznacznym zmianom w omawianym okresie.

Od końca lutego rentowność długoterminowych obligacji skarbowych znacznie się podwyższyła w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Temu wzrostowi rentowności sprzyjały bardziej korzystne, niż postrzegane przez uczestników rynku, perspektywy gospodarcze oraz częściowy ponowny wzrost, po wahaniach na światowym rynku akcji na przełomie lutego i marca, nadal stosunkowo niskich premii za ryzyko wbudowanych w długoterminową rentowność. Ogółem, rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w strefie euro wzrosła o około 55 punktów bazowych w okresie od końca lutego do 5 czerwca 2007 r., kiedy to wyniosła 4,6% (zob. wykres 18). W tym samym okresie, rentowność 10-letnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych wzrosła o około 45 punktów bazowych i pod koniec badanego okresu wyniosła 5,1%. Mimo że w tym okresie dzienne wahania długoterminowych stóp procentowych w tych dwóch gospodarkach wykazywały, jak zwykle, tendencję do wzajemnego naśladowania, różnica pomiędzy 10-letnimi obligacjami skarbowymi

Wykres 17 Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych

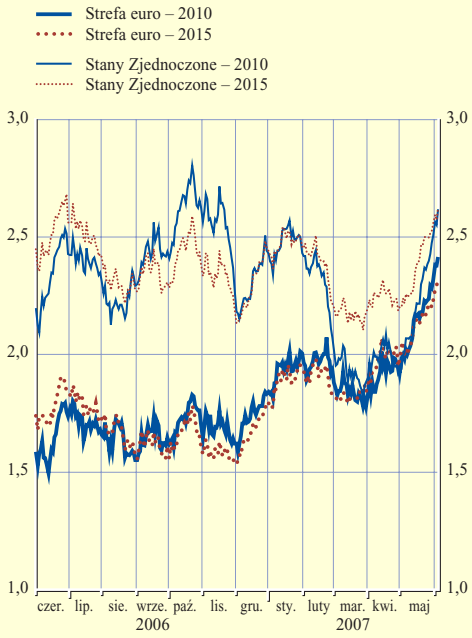
(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



Źródła: Bloomberg i Reuters.
Uwaga: rentowność długoterminowych obligacji skarbowych odnosi się do obligacji 10-letnich lub obligacji o najbardziej zbliżonym terminie pierwotnym

Wykres 18 Realna rentowność obligacji

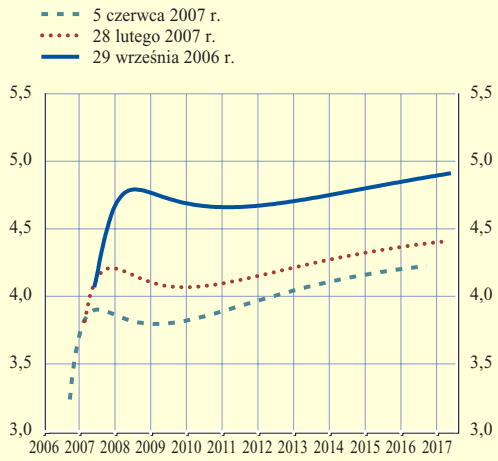
(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



Źródła: Reuters i obliczenia EBC.

Wykres 19 Implikowane przyszłe stopy procentowe transakcji typu *over night* w strefie euro

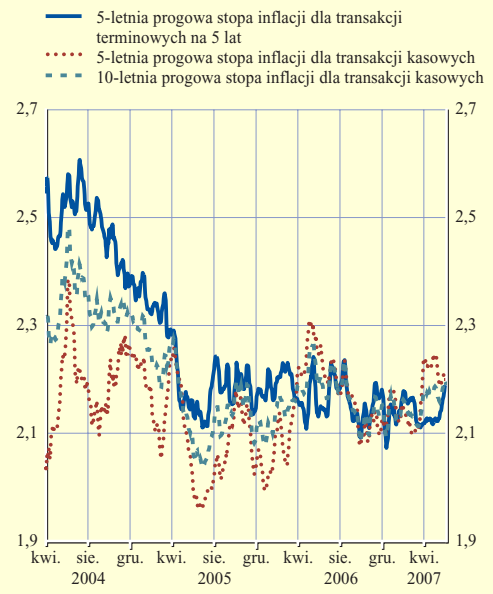
(oprocentowanie roczne; dane dzienne)



Źródła: Reuters i dane szacunkowe EBC.
Uwagi: implikowana krzywa przyszłej rentowności określona na podstawie struktury czasowej rynkowych stóp procentowych odzwierciedla oczekiwania rynku dotyczące przyszłego poziomu krótkoterminowych stóp procentowych. Metodę zastosowaną do obliczania krzywych implikowanej rentowności omówiono w ramce 4 Biuletynu Miesięcznego EBC ze stycznia 1999 r. Dane wykorzystane do oszacowań pochodzą z zerokuponowych kontraktów swap.

Wykres 20 Progowe stopy inflacji dla zerokuponowych transakcji kasowych i terminowych

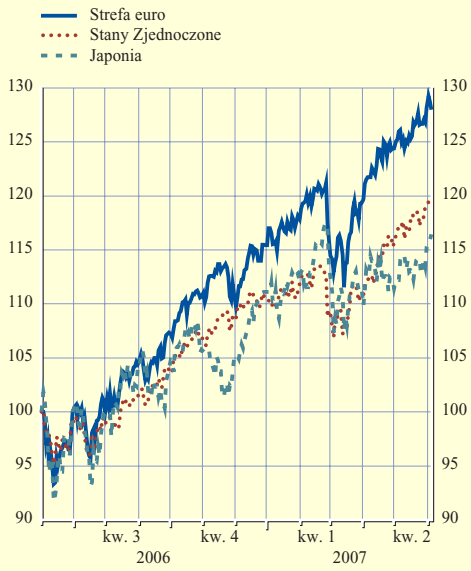
(w procentach rocznie; 5-dniowe średnie ruchome danych dziennych)



Źródła: Reuters i obliczenia EBC.

Wykres 21 Indeksy kursów akcji

(Indeks: 1 czerwca 2006 r. = 100; dane dzienne)



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

w tych dwóch strefach zmniejszyła się w tym okresie o około 10 punktów bazowych i na początku czerwca wynosiła około 50 punktów bazowych. W Japonii rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wzrosła o około 20 punktów bazowych i na koniec badanego okresu wyniosła 1,9%.

Niepewność uczestników rynku dotycząca krótkoterminowych perspektyw dla rentowności obligacji długoterminowych w strefie euro zasadniczo się nie zmieniła, na co wskazuje fakt, że implikowana zmienność rynku obligacji strefy euro w okresie od końca lutego do początku czerwca nadal właściwie nie uległa zmianie. Na koniec badanego okresu implikowana zmienność rynku obligacji w Stanach Zjednoczonych i Japonii kształtowała się nieco poniżej poziomu z końca lutego.

W Stanach Zjednoczonych rentowność długoterminowych obligacji skarbowych znacznie wzrosła w okresie od końca lutego do początku czerwca 2007 r., głównie z powodu wyższych realnych stóp procentowych, na co wskazują zmiany rentowności obligacji indeksowanych. Na początku rynki obligacji zareagowały na zamieszanie na światowych rynkach akcji, jakie miało miejsce na przełomie lutego i marca, które przeniosły się na rynki obligacji ze względu na popyt na obligacje skarbowe, wynikający z dążenia do bezpiecznego lokowania środków, zmniejszając tym samym rentowność obligacji. W związku ze zmianą sposobu postrzegania ustępującego ryzyka w marcu, rentowność obligacji zaczęła znowu rosnąć w nadziei, że wahania na rynku akcji nie potrwają długo. Ponadto, przeciętne oczekiwania inwestorów dotyczące stanu gospodarki Stanów Zjednoczonych zostały skorygowane w górę, przy lepszych, niż oczekiwano, napływających danych makroekonomicznych, zwłaszcza pod koniec badanego okresu. Ogólnie rzecz biorąc, nowe dane na temat działalności gospodarczej wywarły presję na wzrost rentowności obligacji. Znacznemu wzrostowi nominalnej rentowności obligacji towarzyszyły zbliżone wzrosty realnej rentowności (zob. wykres 19). Wzrost realnej rentowności

obligacji odzwierciedlał nie tylko opinię uczestników rynku o korzystniejszych perspektywach gospodarczych, ale prawdopodobnie także fakt, że premie za ryzyko ponownie nieznacznie wzrosły częściowo w związku z tym, że obligacje skarbowe odegrały rolę „bezpiecznej przystani" w czasie spadku światowego rynku akcji na przełomie lutego i marca, kiedy to pozostały na dość niskim poziomie. Na rentowność obligacji długoterminowych wpływały też korzystnie oczekiwania rynku co do możliwości, że polityka monetarna będzie bardziej restrykcyjna niż wcześniej oczekiwano wobec dostrzeganego większego tempa wzrostu gospodarczego i większych zagrożeń inflacyjnych.

W strefie euro rentowność długoterminowych obligacji skarbowych także wzrosła w następstwie wahań na światowym rynku akcji na przełomie lutego i marca. Na ten wzrost rentowności obligacji wpłynęło nie tylko osłabienie niechęci inwestorów do ryzyka, ale także potwierdzenie silnego realnego wzrostu PKB w strefie euro w pierwszym kwartale 2007 r., a także korzystne dane z badań. Wzrost o ok. 50 punktów bazowych odnotowany przez ostatnie trzy miesiące w rentowności wszystkich obligacji indeksowanych o dłuższym terminie zapadalności jest zgodny obserwacją, że inwestorzy spodziewają się silniejszego wzrostu gospodarczego w strefie euro (zob. wykres 18). Wraz ze spodziewanym przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro, pojawiły się dość optymistyczne zmiany na rynku obligacji korporacyjnych. Od końca lutego 2007 r. rozpiętości obligacji korporacyjnych pożyczkobiorców sklasyfikowanych na poziomie spekulacyjnym zmniejszyły się o kolejne 40 punkty bazowe, odzwierciedlając korzystne perspektywy gospodarcze dla przedsiębiorstw w strefie euro i zwiększony „apetyt" inwestorów na ryzyko w kontekście występującej wysokiej płynności.

Jako że w ciągu ostatnich trzech miesięcy rentowność obligacji krótko- i średnioterminowych wzrosła mniej niż rentowność obligacji długoterminowych, nachylenie krzywej rentowności strefy euro, mierzone jako różnica między rentownością 10-letnich obligacji skarbowych a 3-miesięczną stopą procentową, wzrosło, przy czym różnica ta wzrosła z około 15 punktów bazowych na początku badanego okresu do około 45 punktów bazowych w dniu 5 czerwca.

W całym badanym okresie implikowana krzywa terminowych stóp procentowych dla transakcji typu overnight w strefie euro uległa przesunięciu w górę w podobnym stopniu dla wszystkich segmentów (zob. wykres 20). Podczas gdy taki rozwój sytuacji stanowił zapewne odzwierciedlenie nieco zmienionych oczekiwań inwestorów co do rozwoju przyszłych poziomów podstawowych stóp procentowych EBC w krótkich oraz średnich horyzontach czasowych, przesunięcie krzywej w górę dla dłuższych terminów zapadalności najprawdopodobniej odzwierciedlało także znacznie wyraźniejszy wzrost premii za ryzyko.

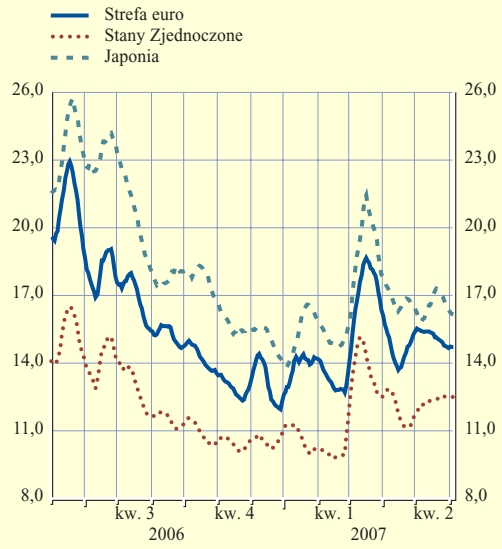
Pięcioletnia terminowa progowa stopa inflacji za pięć lat – miara długoterminowych oczekiwań inflacyjnych uczestników rynku oraz związaną z nimi premią za ryzyko – pozostawała ogólnie rzecz biorąc niezmieniona w badanym okresie i na początku czerwca wyniosła 2,2% w (zob. wykres 21). Towarzyszący temu umiarkowany wzrost pięcioletniej progowej stopy inflacji spot (ang. *spot inflation*) o około 10 punktów bazowych może świadczyć o występujących oznakach rosnącej presji na wzrost płac i zmianach cen ropy i innych surowców.

2.5 RYNKI AKCJI

Od marca do początków czerwca ceny akcji znacząco wzrosły w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych, pomimo istotnego wzrostu dochodów z obligacji długoterminowych. Tym ostatnim podwyżkom towarzyszył silniejszy niż oczekiwano wzrost dochodów, duża aktywność w zakresie fuzji i przejęć oraz zwiększony „apetyt" inwestorów na ryzyko wynikający z trudnej sytuacji na rynku pod koniec lutego. Po gwałtownym wzroście niepewności na globalnych rynkach akcji na początku okresu, implikowana

Wykres 22 Zmienność implikowana rynku akcji

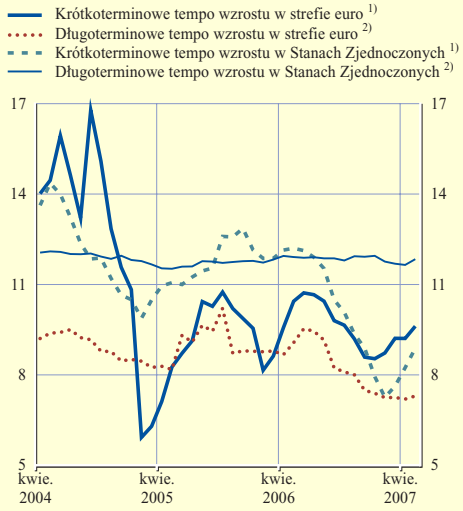
(w procentach rocznie; 10-dniowe średnie ruchome danych dziennych)



Źródło: Bloomberg.
Uwaga: szereg zmienności implikowanej odzwierciedla oczekiwane odchylenie standardowe procentowych zmian kursów akcji w okresie do trzech miesięcy, co jest widoczne w indeksach cen opcji na indeksy kursów akcji. Indeksy kursów akcji, do których odnoszą się zmienności implikowane, to Dow Jones EURO STOXX 50 dla strefy euro, Standard & Poor's 500 dla Stanów Zjednoczonych i Nikkei 225 dla Japonii.

Wykres 23 Oczekiwany wzrost zysku na akcję przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych i strefie euro

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



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwagi: dla strefy euro zastosowano spodziewany wzrost zysku wg indeksu Dow Jones EURO STOXX, a dla Stanów Zjednoczonych wg indeksu Standard & Poors 500.
1) Wskaźniki krótkoterminowe dotyczą oczekiwań analityków odnośnie zysku w perspektywie 12 miesięcy (stopy wzrostu podane są w skali rocznej).
2) Wskaźniki długoterminowe dotyczą oczekiwań analityków odnośnie zysku w perspektywie 3-5 lat (stopy wzrostu podane są w skali rocznej).

zmienność rynku akcji na głównych rynkach spadła do poziomów w niewielkim stopniu przewyższających niskie poziomy występujące w okresie przed wspomnianymi zaburzeniami na rynku.

W ciągu ostatnich trzech miesięcy ceny akcji silnie wzrosły w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (zob. wykres 22). Ceny akcji w strefie euro, mierzone indeksem Dow Jones EURO STOXX, wzrosły o 10% w okresie od końca lutego do 5 czerwca 2007 r. W Stanach Zjednoczonych ceny akcji, mierzone indeksem Standard & Poor's 500, wzrosły w tym samym okresie o 9%. Wskutek tego na początku czerwca ceny akcji w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych wzrosły do poziomów bliskich lub równych najwyższym w historii wartościom z początku 2000 r. W Japonii ceny akcji, mierzone indeksem Nikkei 225, wzrosły w badanym okresie o 3%.

W okresie wahań na rynku akcji, jakie wystąpiły na przełomie lutego i marca, krótkoterminowa niepewność rynku akcji, mierzona zmiennością implikowaną wyprowadzoną z opcji na akcje, gwałtownie wzrosła na głównych rynkach, po czym spadła, pod koniec okresu oscylując na poziomach w niewielkim stopniu przewyższających niskie poziomy występujące w okresie poprzedzającym wahania na rynku (zob. wykres 23). W połączeniu z faktem, że rozpiętości dla obligacji przedsiębiorstw o wysokiej rentowności i o ratingu BBB były niższe na początku czerwca niż pod koniec lutego, wskazywałoby to również na to, iż inwestorom powrócił „apetyt na ryzyko" po epizodycznych wahaniach rynku z końca lutego. Nowy wzrost „apetytu na ryzyko" znajduje również odzwierciedlenie w wielu sygnałach wystąpienia takiego „apetytu na ryzyko" regularnie obserwowanych w sektorze prywatnym. W tej sytuacji istnieje prawdopodobieństwo spadku premii za ryzyko w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro w ostatnich miesiącach, co przyczynia się do obserwowanych wzrostów cen akcji.

Tabela 3 Zmiany cen Dow Jones EURO STOXX wg sektorów gospodarczych

(zmiany cen jako procent cen na koniec okresu)

	Materiały podstawowe	Usługi konsumpcyjne	Dobra konsumpcyjne	Ropa i gaz	Finanse	Opieka zdrowotna	Przemysł	Technologie	Telekomunikacja	Sektor usług komunalnych	EURO STOXX
Udział sektora w kapitalizacji rynku *(dane na koniec okresu)*	6,6	6,3	11,6	6,3	33,8	3,0	12,0	4,9	6,0	9,4	100,0
Zmiany cen *(dane na koniec okresu)*											
Kw. 1 2006	11,5	5,6	11,3	2,7	12,5	11,3	14,8	11,2	-0,1	12,9	10,3
Kw. 2 200	-1,2	-3,0	-7,5	-3,9	-7,1	-2,1	-5,4	-9,7	-5,8	-2,4	-5,6
Kw. 3 2006	8,7	7,8	8,8	0,6	10,5	-2,2	4,4	-0,4	6,0	11,9	7,4
Kw. 4 2006	12,4	4,7	7,3	7,8	6,1	-0,2	11,7	3,3	11,8	9,4	7,5
Kw. 1 2007	10,1	7,5	9,5	-2,5	1,9	-3,1	7,7	-0,3	-2,4	2,1	3,4
kwiecień	2,7	2,6	4,0	1,9	5,0	3,3	4,9	6,0	4,4	3,9	4,2
maj	5,4	1,2	3,9	5,1	0,1	5,3	6,0	4,6	2,1	6,8	3,0
28 luty - 5 czer.	18,0	7,9	14,8	11,8	5,8	8,8	15,8	13,1	4,1	15,2	10,4

Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.

W Stanach Zjednoczonych ceny akcji wzrosły w ciągu ostatnich trzech miesięcy po globalnej wyprzedaży akcji, która miała miejsce pod koniec lutego i na początku marca. Do zmian cen akcji przyczyniło się to, że – ogólnie rzecz biorąc – spółki amerykańskie dążyły do skorygowania swoich szacunków dotyczących dochodu na akcję na najbliższe 12 miesięcy raczej w górę niż w dół, jak również to, że inwestorzy korzystniej postrzegali i przyjęli bardziej optymistyczne podejście do ryzyka. Dochód na akcję przedsiębiorstw objętych indeksem Standard & Poor's 500 wzrósł o 13% w ciągu 12 miesięcy do maja. Oczekiwania analityków w zakresie dynamiki dochodu na akcję w perspektywie krótko- i długoterminowej również były również wysokie w maju (odpowiednio 9% i 12%; zob. wykres 24). W sumie, w ciągu ostatnich trzech miesięcy, amerykański rynek akcji osiągnął dobre wyniki, pomimo wyższej realnej rentowności obligacji długoterminowych działającej jako czynnik dyskontujący wycenę akcji. Indeks Standard & Poor's 500 osiągnął najwyższe w historii wartości na początku czerwca.

Również w strefie euro ceny akcji wyraźnie wzrosły w ciągu ostatnich trzech miesięcy, pomimo znacznego wzrostu zysków z obligacji długoterminowych. Wycena akcji w strefie euro pozostawała pod korzystym wpływem znacznego wzrostu dochodów przedsiębiorstw, zarówno faktycznego, jak i oczekiwanego, nadal wysokiej aktywności w zakresie fuzji i przejęć oraz inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowymu (zob. ramka 5), a także wspomnianego wzrostu globalnego apetytu na ryzyko. Rzeczywiste dochody na akcję spółek objętych indeksem Dow Jones EURO STOXX nadal rosły wg stosunkowo wysokiej rocznej stopy wzrostu wynoszącej w maju 18%, tj. nieco wyższej niż w lutym. Trwający silny wzrost dochodów prawdopodobnie przewyższył oczekiwania inwestorów i w ten sposób przyczynił się do ogólnego wzrostu cen akcji w omawianym okresie. Jednocześnie analitycy nieznacznie zwiększyli swoje oczekiwania w zakresie wzrostu dochodu na akcję dla następnych 12 miesięcy, z 9% w lutym do 10% w maju. Wzrost dochodów krótkoterminowych, przewidywany przez analityków, wydaje się być zbieżny z perspektywami dotyczącymi działalności gospodarczej w strefie euro bardziej optymistycznymi dla uczestników rynku. Ostatnie oczekiwania analityków dotyczące wzrostu dochodów w perspektywie długoterminowej (3-5 lat) nie zmieniły się w istotny sposób w ciągu ostatnich trzech miesięcy i wynosiły około 7%. Czerwcowy raport o rynku finansowym ZEW, oparty na badaniu ankietowym przeprowadzonym w okresie od końca kwietnia do połowy maja na próbie 350 ekspertów finansowych z banków, towarzystw ubezpieczeniowych i dużych przedsiębiorstw przemysłowych, wskazuje na to, że inwestorzy nadal wolą kupować akcje strefy euro niż Stanów Zjednoczonych.

Jeśli chodzi o zmiany indeksów cen akcji w strefie euro w ujęciu sektorowym, wszystkie sektory gospodarki odnotowały wzrost cen akcji w badanym okresie (zob. tabela 3). Wśród sektorów, według szerokiego indeksu Dow Jones EURO STOXX, które osiągnęły gorsze wyniki w ciągu ostatnich trzech miesięcy, były spółki działające w sektorach telekomunikacyjnym i finansowym. W pierwszym z nich ma miejsce silna konkurencja cenowa, co częściowo zaburza typowe dla tego sektora stabilne przepływy pieniężne. Gorsze wyniki drugiego z nich można do pewnego stopnia przypisać temu, iż krzywa dochodowości w strefie euro była w ostatnich miesiącach dość płaska. Płaska krzywa dochodowości z reguły wywiera presję na marże odsetkowe banków, ponieważ banki zwykle finansują aktywa długoterminowe (np. kredyty) za pomocą krótkoterminowych pasywów (tj. depozytów). Lepsze od średnich wyniki osiągane przez sektory surowcowy i przemysłowy mogą częściowo odzwierciedlać wysokie – i nadal rosnące – ceny towarów obserwowane w badanym okresie.

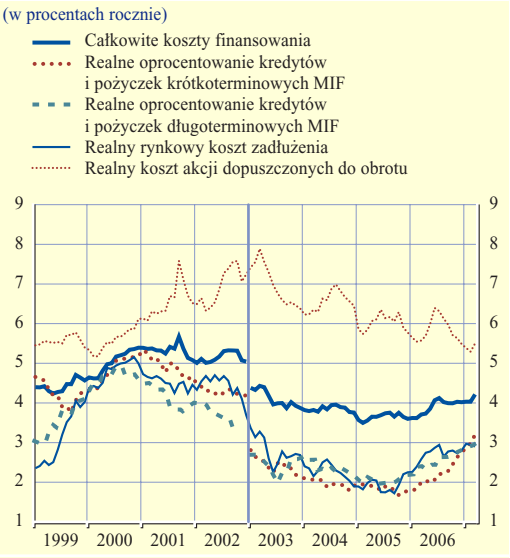
2.6 FINANSOWANIE I POZYCJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW

W pierwszym kwartale 2007 r. sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w strefie euro była nadal korzystna. Przedsiębiorstwa dalej polegały na finansowaniu wierzycielskim, pomimo nieznacznego wzrostu realnego kosztu finansowania zewnętrznego, przede wszystkim w postaci kredytów MIF. Wskutek tego, w omawianym okresie wskaźnik zadłużenia sektora w relacji do PKB nadal wzrastał.

KOSZTY FINANSOWANIA

Realny koszt finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w strefie euro, obliczany przez nadanie wag poszczególnym źródłom finansowania na podstawie stanu zadłużenia w każdym ze źródeł (skorygowanego o skutki wyceny), zasadniczo utrzymywał się na stałych, niskich poziomach w pierwszym kwartale 2007 r. (zob. wykres 24), pomimo lekkiego wzrostu pod koniec omawianego okresu. (Szczegółowa opis pomiaru realnego kosztu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw strefy euro znajduje się w ramce 4 w Biuletynie Miesięcznym z marca 2005 r.). Podczas gdy realny koszt kredytów bankowych i finansowania wierzycielskiego pozyskanego na rynku nadal rósł, realny koszt akcji notowanych na giełdzie spadał.

Wykres 24 Realne koszty finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw strefy



Źródła: EBC, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch i prognozy Consensus Economics.
Uwagi: realny koszt finansowania zagranicznego przedsiębiorstw jest obliczany jako średnia ważona kosztów kredytu bankowego, dłużnych papierów wartościowych oraz udziałowych papierów wartościowych, z uwzględnieniem ich odpowiednich niespłaconych kwot, deflowanych oczekiwaniami inflacyjnymi (zob. ramka 4 w Biuletynie Miesięcznym z marca 2005 r.). Wprowadzenie zharmonizowanych stóp procentowych kredytów i pożyczek MIF na początku 2003 r. spowodowało przerwę w szeregu danych statystycznych.

Kontynuując tendencję z poprzednich kwartałów, realny koszt kredytu bankowego w pierwszym kwartale 2007 r. dalej wzrastał. Podwyżki bankowych stóp procentowych były zgodne ze zmianami stóp rynkowych dla analogicznych okresów obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania, odzwierciedlając tym samym ostatnie zmiany nachylenia krzywej dochodowości (zob. też podrozdział 2.4). W rezultacie, krótkoterminowe stopy procen-

Tabela 4 Stopy procentowe nowych kredytów i pożyczek MIF dla przedsiębiorstw

(oprocentowanie roczne; punkty bazowe; dane ważone[1])

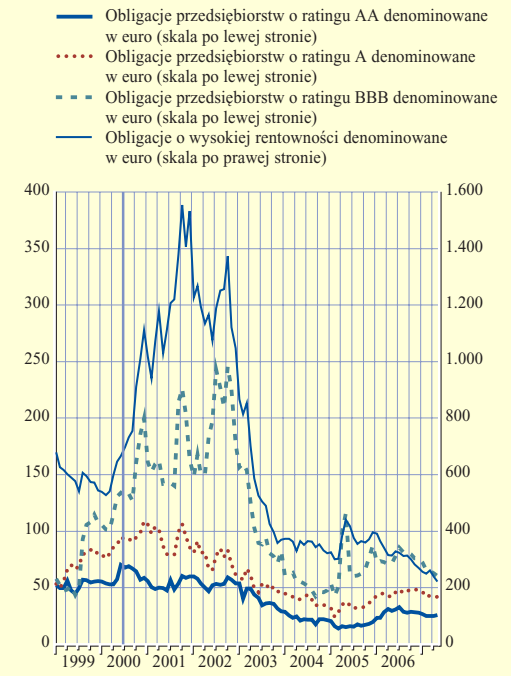
	2006 kw. 1	2006 kw. 2	2006 kw. 3	2006 kw. 4	2007 luty	2007 marz.	Zmiany w punktach bazowych do marca 2007 [2] 2006 wrze.	2006 gru.	2007 luty
Stopy procentowe MIF dla kredytów i pożyczek									
Kredyty w rachunku bieżącym dla przedsiębiorstw	5,30	5,46	5,69	5,80	6,01	6,07	38	27	5
Kredyty i pożyczki dla przedsiębiorstw do 1 mln euro									
o zmiennym oprocentowaniu i z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku	4,23	4,47	4,74	5,08	5,22	5,29	55	21	7
z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania ponad 5 lat	4,19	4,40	4,59	4,67	4,79	4,81	22	14	2
Kredyty i pożyczki dla przedsiębiorstw powyżej 1 mln euro									
o zmiennym oprocentowaniu i z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku	3,50	3,74	4,02	4,49	4,51	4,67	65	18	16
z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania ponad 5 lat	4,22	4,26	4,48	4,63	4,72	4,85	37	22	13
Pozycje pozabilansowe:									
3-miesięczna stopa procentowa rynku pieniężnego	2,72	2,99	3,34	3,68	3,82	3,89	56	21	7
Rentowność 2-letnich obligacji skarbowych	3,22	3,47	3,62	3,79	3,96	3,94	32	15	-1
Rentowność 5-letnich obligacji skarbowych	3,47	3,78	3,70	3,83	4,02	3,95	25	12	-8

Źródło: EBC.
1) Za okres od grudnia 2003 r. ważone stopy procentowe MIF są obliczane z wykorzystaniem wag poszczególnych krajów, wyliczanych na podstawie 12-miesięcznej średniej ruchomej wolumenu nowych umów. W poprzednim okresie, od stycznia do listopada 2003 r., ważone stopy procentowe MIF są obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów wyliczanych na podstawie średniego wolumenu nowych umów w 2003 r. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w ramce zatytułowanej *Analysing MFI interest rates at the euro area level* w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2004 r.
2) Dane mogą się nie sumować z powodu zaokrągleń.

towe MIF kredytów dla przedsiębiorstw (o zmiennym oprocentowaniu i okresie obowiązywania pierwotnej stopy procentowej do 1 roku) zwiększyły się w okresie od grudnia 2006 r. do marca 2007 r. o około 20 punktów bazowych, co było niemalże identyczne do wzrostu stóp procentowych rynku pieniężnego w analogicznym okresie (zob. tabela 4). Od września 2005 r., który zapoczątkował wzrost stóp rynku pieniężnego, krótkoterminowe stopy kredytowe dla przedsiębiorstw wzrosły o około 150 do 170 punktów bazowych, odzwierciedlając w ten sposób wzrost analogicznych trzymiesięcznych stóp rynku pieniężnego o 175 punktów bazowych. W pierwszym kwartale 2007 r. wzrost długoterminowych stóp procentowych kredytów dla przedsiębiorstw wzrósł o około 14 do 22 punktów bazowych, natomiast dochodowość 5-letnich obligacji skarbowych wzrosła o około 12 punktów bazowych. Pomiędzy wrześniem 2005 r. a marcem 2007 r., stopy procentowe MIF kredytów z okresem obowiązywania pierwotnej stopy procentowej ponad 5 lat dla przedsiębiorstw zwiększyły się o około 75 do 97 punktów bazowych, w porównaniu ze wzrostem o 135

Wykres 25 Rozpiętość rentowności obligacji korporacyjnych przedsiębiorstw

(w punktach bazowych; średnie miesięczne)



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwaga: rozpiętość rentowności obligacji przedsiębiorstw została obliczona w stosunku do obligacji skarbowych o ratingu AAA.

Tabela 5 Finansowanie przedsiębiorstw

	Roczne stopy wzrostu (zmiany procentowe)					
	2006 kw.1	2006 kw.2	2006 kw.3	2006 kw.4	2007 kw.1	kwiecień 2007
Kredyty i pożyczki MOIF	10,5	11,3	12,7	13,0	12,4	12,2
do 1 roku	7,7	8,0	10,3	9,5	9,3	8,8
od 1 do 5 lat	14,9	17,4	20,4	20,8	18,7	18,9
ponad 5 lat	10,7	11,4	11,6	12,5	12,0	11,9
Wyemitowane dłużne papiery wartościowe	2,8	4,6	4,4	6,0	6,5	-
krótkoterminowe	-7,2	-4,3	-3,1	3,9	7,9	-
długoterminowe, *w tym:* [1]	4,9	6,5	5,8	6,4	6,2	-
o stałej stopie procentowej	0,3	1,5	1,6	3,2	4,3	-
o zmiennej stopie procentowej	24,5	30,9	28,0	25,4	20,3	-
Wyemitowane akcje dopuszczone do obrotu	0,7	1,0	1,0	0,8	0,9	-
Pozabilansowe: [2]						
Finansowanie ogółem	5,5	6,4	6,1	6,4	6	-
Kredyty i pożyczki dla przedsiębiorstw	8,6	10,2	10,7	10,9	$11^{1}/_{2}$	-
Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe[3]	4,2	4,0	3,9	3,9	$3^{7}/_{8}$	-

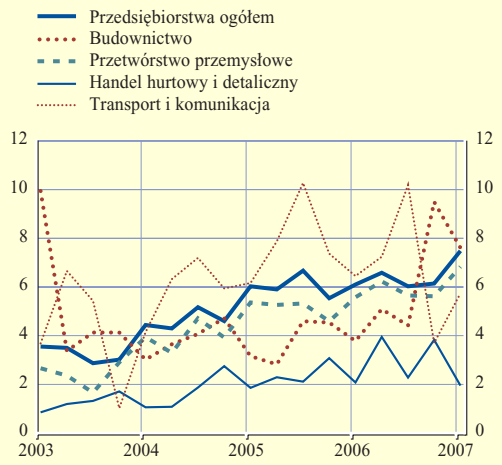
Źródło: EBC.
Uwaga: Dane przedstawione w tabeli (z wyjątkiem pozycji pozabilansowych) są wykazywane w statystykach pieniężnej i bankowej oraz statystyce emisji papierów wartościowych. Niewielkie różnice w porównaniu z danymi wykazanymi w sprawozdaniach finansowych mogą wynikać głównie z zastosowania różnych metod wyceny.
1) Suma długoterminowych dłużnych papierów wartościowych o stałej stopie procentowej i o zmiennej stopie procentowej może nie być zgodna z ich wartością ogółem, ponieważ długoterminowe dłużne papiery wartościowe o kuponie zerowym, w których uwzględnione są efekty wyceny, nie zostały przedstawione odrębnie w powyższej tabeli.
2) Dane te pochodzą z europejskich kwartalnych sprawozdań sektorowych. Finansowanie przedsiębiorstw ogółem obejmuje kredyty i pożyczki, wyemitowane dłużne papiery wartościowe, papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały, rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe, inne należności i finansowe instrumenty pochodne. Kredyty i pożyczki dla przedsiębiorstw obejmują kredyty i pożyczki udzielone przez MIF i inne instytucje finansowe. Dane za ostatni kwartał zostały oszacowane na podstawie danych zawartych w statystykach pieniężnej i bankowej oraz statystyce emisji papierów wartościowych.
3) Z uwzględnieniem funduszy emerytalnych przedsiębiorstw.

punktów bazowych w przypadku rentowności 5-letnich obligacji skarbowych. Najpierw rozpiętości marż kredytów dla przedsiębiorstw uległy pewnemu zmniejszeniu, a następnie rozszerzeniu w pierwszym kwartale 2007 r., osiągając pod koniec omawianego okresu ten sam poziom co na końcu grudnia 2006 r. Pomimo oznak opóźnionej i prawdopodobnie niepełnej transmisji rynkowych stóp procentowych na bankowe stopy kredytowe, transmisja bankowych stóp procentowych w obecnym okresie stopniowego wycofywania z akomodacyjnej polityki pieniężnej przejawia ogólne podobieństwo do zjawisk obserwowanych w poprzednich okresach. Jednocześnie wyniki przeprowadzonego w kwietniu 2007 r. badania sondażowego akcji kredytowej banków potwierdziły opinię o niewielkim stopniu zmian perspektyw kredytowych w ostatnich miesiącach: banki rozluźniły nieco kryteria udzielania przez banki kredytów i linii kredytowych dla sektora przedsiębiorstw w pierwszym kwartale 2007 r. w porównaniu do niezmienionych standardów w poprzednim kwartale.

Podobne, ogólnie korzystne perspektywy kredytowe wynikają ze zmiany kosztu rynkowego finansowania wierzycielskiego. Zasadniczo, w efekcie nieznacznych podwyżek długoterminowych wolnych od ryzyka stóp procentowych, realny koszt rynkowego finansowania wierzycielskiego sektora przedsiębiorstw wzrósł nieznacznie w pierwszym kwartale 2007 r. w porównaniu do ostatniego kwartału 2006 r. Jednak dynamika krótkoterminowa wskazuje na tendencję zniżkową w pierwszym kwartale. Jednocześnie rozpiętość obligacji przedsiębiorstw w dalszym ciągu zmniejszała się przez większość okresu (zob. wykres 25). W szczególności, w warunkach wysokiej płynności oraz niskich oczekiwanych i rzeczywistych wskaźników niewypłacalności, rozpiętość rentowności obligacji strefy euro o ratingu BBB i obligacji wysokodochodowych

Wykres 26 Wskaźniki zysku przedsiębiorstw notowanych na giełdzie

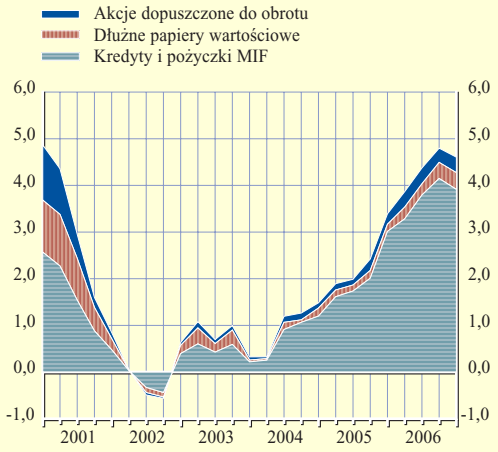
(wskaźniki zysku netto do sprzedaży netto; dane kwartalne)



Źródła: Thomson's DataStream i obliczenia EBC.
Uwaga: najnowsze dane pochodzą z pierwszego kwartału 2007 r.

Wykres 27 Analiza rocznej realnej stopy wzrostu finansowania przedsiębiorstw

(roczne zmiany w procentach)



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

wciąż się zmniejszała, pomimo zawirowań na rynku finansowym pod koniec lutego. W kwietniu rozpiętość rentowności obligacji wysokodochodowych przedsiębiorstw osiągnęła swój najniższy poziom od 1999 r.

Realny koszt kapitału akcyjnego przedsiębiorstw spadł na początku pierwszego kwartału 2007 r., jednak nieznacznie wzrósł w marcu do poziomu odpowiadającego poziomowi na koniec czwartego kwartału 2006 r. Zmiany te w znacznym stopniu odzwierciedlają zmiany cen akcji w tym okresie. W konsekwencji, chociaż realny koszt kapitału akcyjnego utrzymywał się na poziomie znacznie wyższym niż realny koszt finansowania wierzycielskiego, różnica pomiędzy tymi dwiema kategoriami nieco się zmniejszyła w tym okresie.

PRZEPŁYWY FINANSOWE

Przedsiębiorstwa w dalszym ciągu wykorzystywały zasobne fundusze wewnętrzne. Rentowność przedsiębiorstw w strefie euro – mierzona jako stosunek dochodu netto do wartości sprzedaży netto– zwiększyła się w pierwszym kwartale 2007 r., w rezultacie korzystnych zmianach, które miały miejsce w 2006 r. (zob. również ramka 4 dotycząca informacji ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw notowanych na giełdzie), oceniając na podstawie zagregowanych danych ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw strefy euro notowanych na giełdzie. Wzrost ten odzwierciedla wysoką rentowność sektora przetwórstwa przemysłowego, jak również gwałtowne wzrosty w sektorach transportowym i komunikacyjnym, podczas gdy zyski w sektorze budownictwa znalazły się nieco poniżej wysokich poziomów z końca 2006 r. Zyski sektorów handlu hurtowego i detalicznego utrzymały się poniżej średniej dla sektora przedsiębiorstw ogółem (zob. wykres 26).

Giełdowe wskaźniki rentowności, takie jak realny i oczekiwany wzrost dochodów na akcję przedsiębiorstw, wskazują, że wzrost rentowności dużych spółek giełdowych w nadchodzących 12 miesiącach pozostanie wciąż znaczny (zob. wykres 23). Pomimo iż wzrost rzeczywistych dochodów na akcję zmniejszył się w pierwszym kwartale 2007 r. w porównaniu z poprzed-

Ramka 4

INFORMACJE ZAWARTE W SPRAWOZDANIACH FINANSOWYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

W niniejszej ramce przedstawiono analizę informacji pochodzących z rocznych sprawozdań finansowych (rachunków zysków i strat oraz bilansów) spółek giełdowych[1]. Analiza koncentruje się na ich rentowności i pozyskiwaniu przez nie finansowania w 2006 r. W miarę możliwości, rozpatruje zmiany tendencji z perspektywy długoterminowej. Ramka przedstawia opinię dopełniającą analizę łącznych zysków (patrz: ramka 7 zatytułowana „Zmiany poziomu zysków w strefie euro").

Rentowność notowanych na giełdzie przedsiębiorstw strefy euro, mierzona jako wskaźnik zysku netto do wartości sprzedaży, wykazywała dalszą tendencję wzrostową w 2006 r., osiągając poziom najwyższy od 1985 r. Pomimo wysokich zysków, relacja zadłużenia do przepływów pieniężnych wzrosła nieznacznie w 2006 r., co spowodowane zostało głównie gwałtownym wzrostem zadłużenia sektora budowlanego.

Zmiany rentowności

Do mierzenia zmian rentowności spółek giełdowych użyć można rozmaitych wskaźników, w zależności od tego, czy chcemy skoncentrować się na zysku operacyjnym, zysku netto czy wartości przepływów pieniężnych danej firmy[2]. W przeciwieństwie do zysku operacyjnego, który definiujemy jako wartość sprzedaży pomniejszoną o koszty operacyjne, zysk netto to zysk operacyjny i nieoperacyjny (odsetki) po opodatkowaniu i odjęciu pozycji nadzwyczajnych. Przepływy pieniężne definiowane są jako zysk netto przed amortyzacją.

1 Do stworzenia rocznej próby notowanych na giełdzie przedsiębiorstw strefy euro wykorzystano bazę danych Thomson Financial DataStream, która w czasie analizy liczyła około 1600 firm dla 2006 r. (głównie dużych przedsiębiorstw, które złożyły się na około 75% próby). Przekrój danych i zmian dotyczących 2005 r. znajduje się w ramce 5, zatytułowanej „Zmiany rentowności i pozyskiwania finansowania przez giełdowe przedsiębiorstwa strefy euro") w Biuletynie Miesięcznym z czerwca 2006 r.

2 Innym wskaźnikiem rentowności jest relacja dochodu przed potrąceniem odsetek, podatków i amortyzacji (EBITDA) do wartości sprzedaży. W porównaniu z dochodami netto, EBITDA stanowi bardziej znaczące źródło informacji w przypadku porównań między poszczególnymi państwami, gdyż eliminuje wpływ takich czynników jak zasady opodatkowania i amortyzacji, właściwych dla danego kraju. Jednak relacja wskaźnika EBIDTA do wartości sprzedaży jest mniej wymowna w przypadku kwoty funduszy wygenerowanych wewnętrznie w danym przedsiębiorstwie na inwestycje.

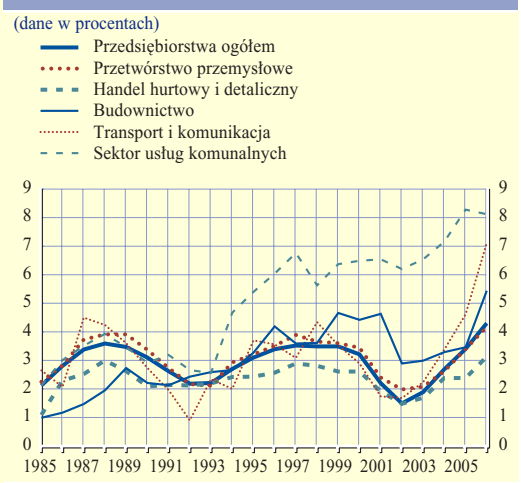
Wykres A Kształtowanie się zysków i kosztów dla spółek giełdowych w strefie euro

(dane w procentach)

Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwaga: obliczenia oparto na zagregowanych rocznych sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych w strefie euro. Za rok 2006 przytoczono dane wstępne.

Wykres B Wskaźnik kształtowania się zysku netto do wartości sprzedaży spółek giełdowych w strefie euro

(dane w procentach)



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwaga: obliczenia oparto na zagregowanych rocznych sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych w strefie euro. Za rok 2006 przytoczono dane wstępne.

Rentowność notowanych na giełdzie przedsiębiorstw strefy euro, mierzona jako procent wartości sprzedaży, utrzymała w 2006 r. tendencję wzrostową i osiągnęła poziom najwyższy od 1985 r. Wyniki stanowią potwierdzenie treści ramki 7. Ten wskaźnik rentowności charakteryzował się jednak mniejszą dynamiką wzrostu niż w latach poprzednich. Porównywalnie zjawiska dotyczą alternatywnego wskaźnika rentowności – wskaźnika zysku operacyjnego do wartości sprzedaży (zob. wykres A).

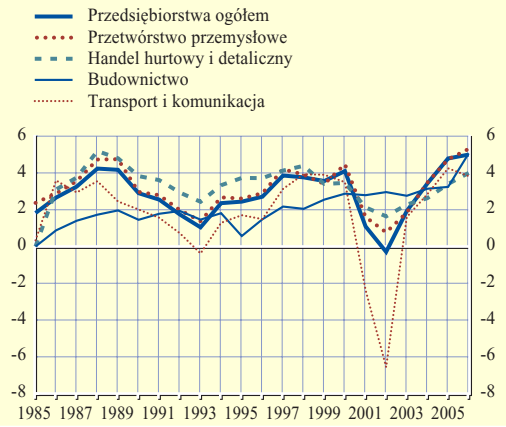
W 2006 r. koszty operacyjne spółek giełdowych liczone jako odsetek wartości sprzedaży ustabilizowały się na poziomie z 2005 r., pozostając blisko historycznego minimum. Pod względem zmian kosztów, relacja deprecjacji do wartości sprzedaży netto dla spółek giełdowych pozostała w 2006 r. na niskim poziomie, po wystąpieniu znacznego spadku z rekordowo wysokich poziomów maksymalnych, odnotowanych w 2001 r. Mogło to być związane z faktem, że dynamika wzrostu inwestycji realizowanych przez spółki giełdowe była niższa niż wartość sprzedaży tych spółek. Innym czynnikiem obniżenia kosztów był utrzymujący się niski udział procentowy odsetek w zadłużeniu.

W przeciwieństwie do stosunku dochodów netto do wartości sprzedaży, stosunek przepływów pieniężnych do wartości sprzedaży spółek giełdowych nieco obniżył się w 2006 r. w stosunku do 2005 r., w którym osiągnął maksimum, pozostał jednak bardzo wysoki.

W przekroju międzysektorowym widać, że rentowność spółek giełdowych – mierzona jako stosunek dochodów netto do wartości sprzedaży – wzrosła w 2006 r. dla wszystkich ważniejszych sektorów gospodarki strefy euro, za wyjątkiem sektora usług komunalnych, którego rentowność nieco spadła w porównaniu z latami poprzednimi, w których osiągała niespotykanie wysokie pułapy (zob. wykres B). Ponadto sektory transportu, komunikacji i budownictwa najlepiej radziły sobie z nadrabianiem zaległości powstałych w 2002 r., który przyniósł im krótkotrwałe spowolnienie koniunktury. Rentowność spółek giełdowych sektora produkcyjnego w 2006 r. nadal rosła wraz ze średnią dla całej strefy euro, natomiast w sektorach

Wykres C Kształtowanie się wskaźnika rentowności aktywów spółek giełdowych w strefie euro wg sektorów

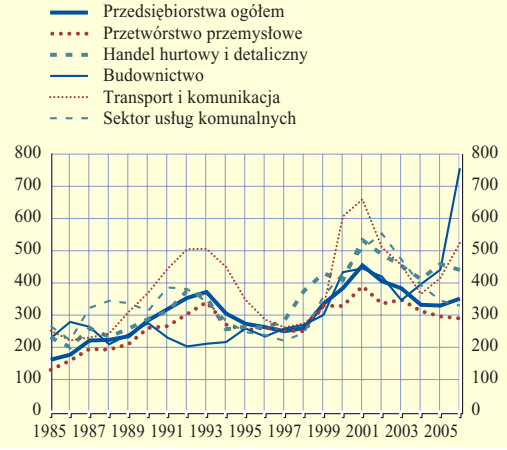
(dane w procentach)



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwaga: obliczenia oparto na zagregowanych rocznych sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych w strefie euro. Za rok 2006 przytoczono dane wstępne.

Wykres D Wskaźnik kształtowania się zadłużenia w stosunku do przepływów pieniężnych dla spółek giełdowych w strefie euro wg sektorów

(dane w procentach)



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwaga: obliczenia oparto na zagregowanych rocznych sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych w strefie euro. Za rok 2006 przytoczono dane wstępne.

handlu hurtowego i detalicznego pozostawała na niskim poziomie (mimo że wzrosła znacznie od 2001 r.).

Na miarę rentowności sprzedaży mogą mieć również wpływ cechy charakterystyczne dla danego sektora. Pomocna w pokonaniu wynikających z tego różnic może być obserwacja stopy zwrotu z aktywów lub z kapitału własnego. Stopa zwrotu z aktywów, mierzona jako relacja dochodów netto do ogółu aktywów w poprzednim okresie, osiągnęła w 2006 r. wartość najwyższą od 1985 r. (zob. wykres C) dla sektorów budownictwa i przetwórstwa przemysłowego. Dla porównania, stopa zwrotu z aktywów dla sektorów transportu i komunikacji zmniejszyła się nieco, jednak w kategoriach historycznych utrzymała się na dość wysokim poziomie.

Zmiany w pozyskiwaniu finansowania

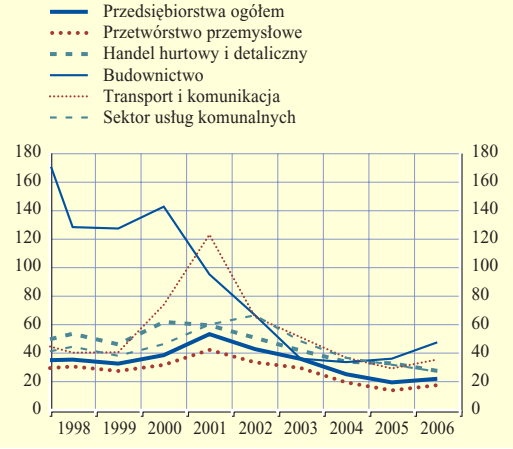
Spółki giełdowe, w zasadzie, nieznacznie zwiększyły w 2006 r. swoje zadłużenie w relacji do przepływów pieniężnych, po okresie zmniejszenia się tego wskaźnika w latach 2002–2005 (zob. wykres D). Wzrost zadłużenia spowodowany został wysokimi wzrostami w sektorach budownictwa, transportu i komunikacji. Zmiany zadłużenia w sektorze budownictwa w 2006 r. należy interpretować z pewną dozą ostrożności, gdyż wskaźnik ten zależny jest od relatywnie małej grupy firm ujętych w próbie, które przeprowadziły duże fuzje i przejęcia.

Wskaźnikiem stosowanym do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw jest obciążenie płatnościami odsetkowymi, mierzonymi np. jako stosunek płatności odsetkowych od zadłużenia do dochodów operacyjnych. Pokazuje on, jaka część dochodów operacyjnych wykorzystywana jest do spłaty odsetek. Innym wskaźnikiem może być relacja odsetek z zadłużenia do łącznej sumy zadłużenia, co ukazuje średnią stopę procentową dla długu, którym obciążone są spółki obecne na giełdzie.

Relacja spłat odsetek od zadłużenia do dochodów operacyjnych spółek giełdowych nieznacznie wzrosła w 2006 r. po podniesieniu stóp procentowych (zob. wykres E). Pozosta-

Wykres E Wskaźnik odsetek od zadłużenia w stosunku do zysku operacyjnego dla spółek giełdowych w strefie euro wg sektorów

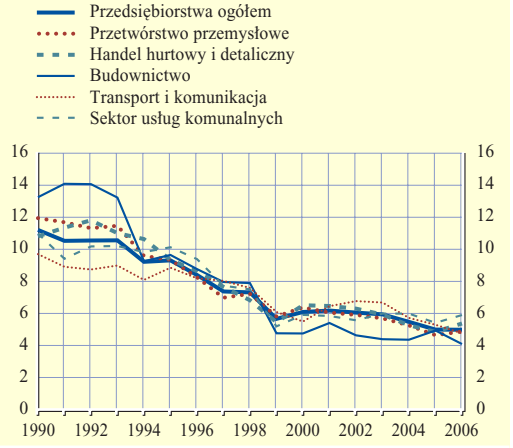
(dane w procentach)



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwaga: obliczenia oparto na zagregowanych rocznych sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych w strefie euro. Za rok 2006 przytoczono dane wstępne.

Wykres F Średnia wartość odsetek od zadłużenia spółek giełdowych w strefie euro wg sektorów

(dane w procentach)



Źródła: Thomson Financial Datastream i obliczenia EBC.
Uwaga: obliczenia oparto na zagregowanych rocznych sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych w strefie euro. Za rok 2006 przytoczono dane wstępne.

ła jednak na niskim poziomie w porównaniu z wartościami szczytowymi osiągniętymi w 2001 r.

Przeciętna stopa procentowa dla zadłużenia spółek giełdowych praktycznie nie uległa zmianie w 2006 r. (zob. wykres F). W dłuższej perspektywie, (od początku lat 90.), średnia stopa procentowa dla zadłużenia spółek giełdowych podlegała znaczącemu spadkowi do 1999 r. Po wzroście w latach 2000 i 2001, kontynuowała tendencję spadkową do najniższej w swojej historii wartości, jaką osiągnęła w 2006 r.

nim kwartałem, w dalszym ciągu był równie wysoki, a maju nadal rósł. Oczekuje się, że w dłuższym okresie dochody nieco spadną, co może oznaczać pewne unormowanie się sytuacji po okresie szczególnie wysokich wyników osiąganych w ostatnich latach.

Oprócz wykorzystywania zasobnych funduszy wewnętrznych, w pierwszym kwartale 2007 r. przedsiębiorstwa nadal uzależnione były od finansowania zewnętrznego (zob. wykres 27). Jednakże, realna roczna stopa wzrostu finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w czwartym kwartale 2006 r. zmniejszyła się nieco z 4,8% do 4,6%. Zmiana ta wynikała głównie ze spowolnienia tempa wzrostu kredytów MIF, natomiast udział dłużnych papierów wartościowych i akcji notowanych na giełdzie wyemitowanych przez przedsiębiorstwa był nadal niewielki, lecz stabilny.

Roczna stopa wzrostu kredytów MIF dla przedsiębiorstw obniżyła się do 12,4% pod koniec pierwszego kwartału 2007 r., a 12,2% w kwietniu (zob. tabela 5 i ramka 6). Stanowiło to odzwierciedlenie lekkiego spadku rocznej dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw o wszystkich terminach zapadalności. Tak więc, roczna stopa wzrostu długoterminowych kredytów MIF (o terminie zapadalności ponad 5 lat) spadła do 12,1% w pierwszym kwartale 2007 r. (tj. 11,9% w kwietniu 2007 r.), natomiast stopa wzrostu kredytów MIF o terminie zapadalności od 1 roku do 5 lat była nadal wysoka i w kwietniu 2007 r. wyniosła 18,9%. Jednocześnie roczna stopa wzrostu krótkoterminowych kredytów MIF podlegała w pierwszych czterech miesiącach 2007 r. pewnemu ograniczeniu 8,8% w kwietniu 2007 r.

Roczna stopa wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa, która wciąż była niższa niż stopa wzrostu kredytów, w pierwszym kwartale wzrosła, osiągając 6,5% w marcu 2007 r., w porównaniu z 6,0% w grudniu 2006 r. Wzrost ten był odzwierciedleniem emisji krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, w połączeniu z nadal wysoką emisją długoterminowych dłużnych papierów wartościowych, pomimo lekkiego spadku, w szczególności dla papierów o zmiennym oprocentowaniu. W ujęciu przepływów brutto, działalność emisyjna sektora przedsiębiorstw w strefie euro w marcu 2007 r. zwiększyła się do 132 mld euro. Stanowiło to istotny wzrost nie tylko w porównaniu z pierwszymi dwoma miesiącami tego kwartału, ale również z grudniem 2006 r., kiedy to wartość ta wynosiła ogółem 106 mld euro. Według danych z Thomson ONE Banker, działalność emisyjna sektora emitentów o niższym ratingu, takich jak emitenci o ratingu BBB, była nadal intensywna w pierwszym kwartale 207 r., podczas gdy emisja obligacji o wysokiej ocenie inwestycyjnej (ang. *investment-grade*) i wysokodochodowych nieznacznie się zmniejszyła w porównaniu z poprzednim kwartałem. Ponadto, w perspektywie długoterminowej, udział emitentów obligacji o ratingu BBB i obligacji wysokodochodowych w emisji brutto obligacji korporacyjnych ogółem znacznie się zwiększył, z około 17% w 2001 r. do około 51% w 2007 r. Wydaje się, że w ostatnich latach głównym czynnikiem napędzającym ekspansję na rynku obligacji wysokodochodowych w strefie euro była fala fuzji i przejęć, zwłaszcza finansowanych poprzez lewarowane wykupy (ang. *leveraged buyouts – LBOs*); zob. ramka 5 dotycząca inwestycji na niepublicznym

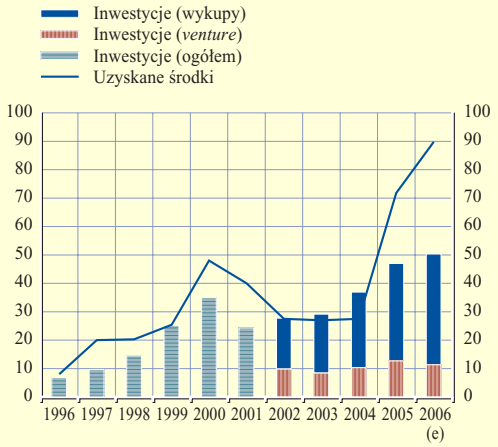
Ramka 5

JAKIE CZYNNIKI WPŁYNĘŁY NA NAGŁY WZROST TRANSAKCJI TYPU *PRIVATE EQUITY*?

W sektorze *private equity* w Europie zaszły znaczące zmiany w ciągu ostatnich kilku lat. Z danych wstępnych wynika, że kwota zgromadzonych funduszy sięgnęła 90 mld euro w 2006 r., co stanowi 25% wzrost w stosunku do 2005 r. i wzrost ponad trzykrotny w stosunku do roku 2004 (zob. wykres A)[1]. Wartość inwestycji ogółem (z wyłączeniem zadłużenia w bankach) wyniosła w 2006 r. jedynie około 50 mld euro. Może to być sygnałem, że czekają nas kolejne duże transakcje wykupu w nadchodzącym okresie, gdyż przewiduje się, że blisko 80% zgromadzonych funduszy zostanie alokowanych do segmentu przeznaczonego do wykupu. Dla porównania, w 2000 r. przeznaczono na ten cel około 40% funduszy. Sytuację należy to rozpatrywać w kontekście prężnego rynku transakcji wykupu, w szczególności wykupów lewarowanych: całkowita wartość rynkowa transakcji wykupu w Europie wzrosła do 160,3 mld euro w 2006 r. z około 130 mld euro w roku poprzednim[2]. O ile w ciągu kilku ostatnich lat wzrosło znaczenie niepublicznego rynku kapitałowego w świadczeniu usług finansowych i zarządczych, o tyle absolutne wartości zagregowane w obrocie w skali roku pozostają niskie, stanowiąc mniej niż 1% nominalnego PKB. Przechodząc do inwestorów, najważniejszym źródłem zgromadzonego kapitału stały się fundusze emerytalne, z których pochodziło 22% zgromadzonych funduszy ogółem. Kolejne miejsca zajmują tzw. fundusze funduszy[3] i banki. Pokazuje to, że inwestycje typu *private equity* zdobyły uznanie jako narzędzia inwestycyjne dla inwestorów instytucjonalnych. Przy uwzględnieniu powyższych uwarunkowań, niniejsza ramka wyjaśnia determinanty bieżących zmian w sektorze *private equity*, a w szczególności wzrost liczby wykupów.

Wykres A Aktywność na europejskim niepublicznym rynku kapitałowym

(w miliardach euro; przepływy brutto)



Źródło: EVCA.
Uwaga: za 2006 rok przytoczono dane wstępne.

Cel działalności na niepublicznych rynkach kapitałowych

Inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym to finansowanie kapitałowe firm nienotowanych na giełdzie lub finansowanie transz kapitałowych przy wykupie przedsiębiorstw publicznych. Celami wykupu stają się zwykle rozwinięte firmy o stałych przepływach pieniężnych i aktywach, które mogą stanowić zabezpieczenie. Motywacja do wykupu jest powiązana zwykle z ładem korporacyjnym. Celem transakcji wykupu jest rewaloryzacja firmy i zwiększenie jej wydajności poprzez np. redukcję kosztów, restrukturyzację zarządu i organizacji, usprawnienie działań lub zbycie pobocznych gałęzi działalności. W spółkach giełdowych występuje zasada podziału na kierownictwo i właścicieli, podczas gdy w spółkach prowadzonych przez spółkę *private equity* te dwie funkcje są ze sobą powiązane. W związku z tym stopień dywersyfikacji ryzyka zmniejsza się drastycznie w przypadku, gdy firma zostaje przekształcona na spółkę *private equity* w drodze wykupu. Pomimo to, przejęcie firmy przez spółkę *private*

1 Według Europejskiego Stowarzyszenia Private Equity i Venture Capital (EVCA).
2 Według Centrum Badania Wykupów Menedżerskich (CMBOR).
3 Na przykład fundusz powierniczy, który inwestuje w inne fundusze powiernicze.

equity poprzez transakcję wykupu może przyczynić się do zmniejszenia kosztów agencyjnych związanych z publicznym rynkiem kapitałowym, lepiej służąc interesom zarządu i właścicieli. Ponadto w niektórych przypadkach firmy notowane w publicznym obrocie giełdowym przejęte zostały w celu unikania kosztów (zarówno możliwych, jak i faktycznych) związanych z wymogami zgodności z przepisami i kontroli akcjonariuszy[4].

Przyczyny ożywienia inwestycyjnego na niepublicznym rynku kapitałowym

Ożywienie inwestycyjne wynika z kilku powodów, zarówno po stronie podaży, jak i popytu. Na przykład innowacje finansowe były ważnym czynnikiem umożliwiającym wykorzystywanie złożonych struktur finansowania, które pozwoliły spółkom dokonującym wykupu na zawieranie większych transakcji o wyższych wskaźnikach lewarowania. Na rynku wykupów wzrasta elastyczność struktur zadłużenia z myślą o jak najlepszym dopasowaniu się do preferencji inwestorów, strategii i pożądanych poziomów ekspozycji na ryzyko. Innowacje te zwiększają możliwości rynku do restrukturyzacji, obrotu i zbycia ryzyka kredytowego, co umożliwia inwestorom rozłożenie ryzyka na większą liczbę podmiotów. Rozkład kredytów konsorcjalnych przyczynia się też do lepszego podziału ryzyka między bankami, gdyż pozwala im zbywać swoje potencjalnie duże zaangażowanie kredytowe, z tytułu danej transakcji[5]. Ponadto rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych umożliwia lepsze zarządzanie ryzykiem kredytowym ponieważ umożliwia bankom rozłożenie ryzyka niewywiązania się ze zobowiązań pomiędzy strony trzecie, które gotowe są podjąć takie ryzyko. Szerszy rozkład kredytów konsorcjalnych pomiędzy szereg spółek (transakcje typu *club deal*) poskutkował zawieraniem umów rekordowych pod względem wysokości kwot. Zawieranie dużych transakcji lewarowanych zostało ułatwione poprzez obecny łatwy dostęp do finansowania wierzycielskiego, co z kolei jest wynikiem ogólnie dobrych warunków finansowania i niskich stóp procentowych. Złagodzone podejście do ryzyka i pozyskiwania finansowania zewnętrznego zachęciły nowych uczestników rynku do alokacji swoich funduszy w „alternatywne klasy aktywów" – takie jak *private equity* – zarówno jako inwestorzy w instrumenty kapitałowe, jak i w instrumenty dłużne. Do tej pory niewykorzystany potencjał rynków fuzji i przejęć oraz rynków wierzytelności sektora przedsiębiorstw w Unii Europejskiej stał się dodatkową zachętą dla tej aktywności. Wysoko lewarowane transakcje na niepublicznym rynku kapitałowym mogą przyczynić się do zmian w bilansie, które mogą okazać się tak istotne, jak np. przesunięcie z pozycji spółki notowanej w publicznym obrocie giełdowym z przewagą instrumentów kapitałowych (70-80% wobec 20-30% instrumentów dłużnych) do struktury prywatnej, gdzie relacja instrumentów jest odwrotna (20-30% instrumentów kapitałowych wobec 70-80% instrumentów dłużnych).

Innymi ważnymi czynnikami trwającego ożywienia inwestycyjnego na niepublicznym rynku kapitałowym są stały wzrost rentowności przedsiębiorstw i szersze spektrum strategii wyjścia. Stały wzrost rentowności przedsiębiorstw, oparty na połączeniu obecnej korzystnej koniunktury makroekonomicznej i finansowej, spowodował intensyfikację swobodnych przepływów finansowych pomiędzy spółkami, a przez to również zwiększenie ich atrakcyjności jako celów przejęcia. Nadmiar gotówki lub silne przepływy finansowe mogą być wykorzystywane do spłacania zadłużenia powstałego w wyniku transakcji wykupu. Rozwój rynków wyjścia dla transakcji wykupu umocnił strukturę płynności inwestycji wykupu. Wzrost specjalizacji spółek wykupujących w obrębie poszczególnych etapów procesów restrukturyzacji/zmian w przedsiębiorstwach wzmocnił znaczenie wtórnej sprzedaży jako strategii wyjścia i pozwolił skrócić

4 W Stanach Zjednoczonych menedżerowie niektórych firm notowanych na giełdzie, podlegających surowszym prawom po wprowadzeniu w życie ustawy Sarbanes-Oxley (Sarbanes-Oxley Act) preferowali wykup menedżerski jako sposób na zmniejszenie obciążenia ustawowego.
5 Patrz też: EBC (2007): *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU.*

okres inwestycji dla poszczególnych spółek. Istnieje kilka opcji wyjścia dostępnych dla firmy inwestującej na niepublicznym rynku kapitałowym: sprzedaż inwestorowi, sprzedaż firmy poprzez debiut na giełdzie (co podkreśla znaczenie funkcjonującego segmentu rynkowego debiutów giełdowych i łatwego dostępu do giełd); oraz sprzedaż innemu funduszowi *private equity*.

Jakie mogą być skutki inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym?

Wzrastające znaczenie inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym ma wpływ na ład korporacyjny w strefie euro, gdyż niepubliczny rynek kapitałowy może być pomocny w restrukturyzacji „dojrzałych" gałęzi przemysłu. Badania pokazują, że brytyjskie zakłady będące przedmiotem wykupu menedżerskiego były znacznie mniej produktywne niż podobne zakłady przed przeniesieniem praw własności, lecz po wykupie nastąpił w nich wyraźny wzrost produktywności czynników produkcji[6]. Ponadto dane ze Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Holandii pokazują, że wykupom towarzyszy znaczny wzrost rozwoju nowych produktów i innych aspektów przedsiębiorczości[7]. Pojawiają się jednak obawy co do możliwych negatywnych skutków dla długoterminowej zdrowej kondycji finansowej spółek docelowych, które często pozostawiane są z dodatkowymi długami po tym, jak spółki *private equity* zrealizują swoje inwestycje. Jak twierdzi Europejskie Stowarzyszenie Private Equity i Venture Capital (EVCA), dynamika wzrostu zatrudnienia netto w spółkach finansowanych wykupem w ramach Unii Europejskiej zwiększyła się w skali roku średnio o 2,4% w latach 1997–2004, w porównaniu z roczną średnią stopą wzrostu zatrudnienia w krajach UE-15 wynoszącą 1,2%[8]. Jednocześnie krótkoterminowa dynamika zatrudnienia pokazuje, że w ciągu pierwszego roku po transakcji wykupu zwykle przeprowadza się zwolnienia, co skutkuje jedynie krótkoterminowymi kosztami zatrudnienia[9]. Wyjście poszczególnych spółek z giełdy, co często następuje po wykupie, może również wpłynąć na zmniejszenie przejrzystości sektora przedsiębiorstw i zaostrzenie się problemów z asymetrycznością informowania, np. pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych.

Aktywność funduszy *private equity* może powodować zwiększenie wydajności i w dłuższym, terminie rozwój spółek stanowiących przedmiot transakcji, mimo iż w perspektywie krótkoterminowej można ponieść koszty zatrudnienia. Poza tym, ze względu na to, iż transakcje wykupu stały się wysoko lewarowane, mogą w ten sposób pogorszyć ogólne zadłużenie sektora przedsiębiorstw i zwiększyć jego podatność na negatywne wstrząsy. Działalność nowych rynków transferu ryzyka, towarzysząca wzrostowi inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym, powinna zostać zbadana w mniej sprzyjających warunkach.

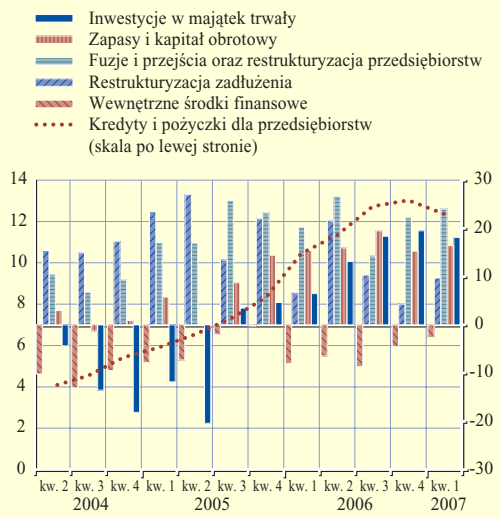
6 R. Harris, D. Siegel i M. Wright (2005): *Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: plant-level evidence from the United Kingdom*, Review of Economics and Statistics, nr 87 (1).
7 CMBOR (2007): *The impact of private equity: setting the record straight.*
8 EVCA (2005): *Employment contribution of private equity and venture capital in Europe.*
9 Work Foundation (2007): *Inside the dark box: shedding light on private equity.*

rynku kapitałowym). Nie można wykluczyć, że część tego wzrostu wynika również z faktu, że zawężona rozpiętość wysokodochodowych obligacji przedsiębiorstw ułatwiła emisję spółkom o niższych ocenach ratingowych.

W tym samym czasie, stopa wzrostu dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez niemonetarne instytucje finansowe, w tym przez spółki specjalnego przeznaczenia (SPV), nadal wykazywała dużą dynamikę, osiągając ok. 29% w marcu 2007 r., w porównaniu z 26,5% w grudniu 2006 r. Pewna część działalności emisyjnej mogła wynikać z finansowania spółek specjalnego przeznaczenia założonych bezpośrednio przez duże przedsiębiorstwa. Największa jednak część najprawdopodobniej wynikała z działalności sekurytyzacyjnej banków i prywatnych fun-

Wykres 28 Wzrost zadłużenia przedsiębiorstw oraz czynniki wpływające na ich zapotrzebowanie na kredyty i pożyczki

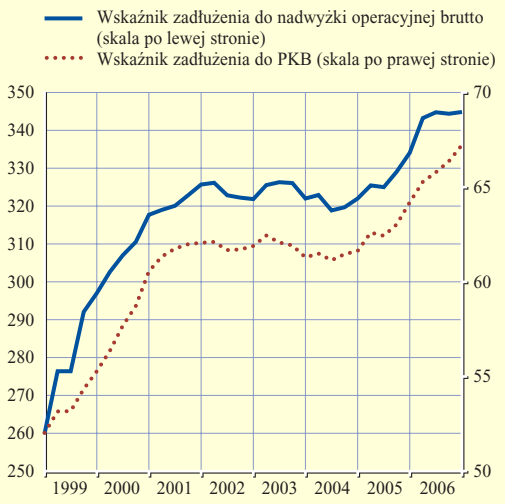
(roczne zmiany procentowe, wartości procentowe netto)



Źródło: EBC.
Uwaga: dane w procentach netto odnoszą się do różnicy między odsetkiem banków zgłaszających, że dany czynnik wpłynął na zaostrzenie kryteriów przydzielania kredytów a odsetkiem banków zgłaszających, że przyczynił się do ich złagodzenia; zob. też badania sondażowe akcji kredytowej banków z kwietnia 2007 r.

Wykres 29 Wskaźniki zadłużenia sektora przedsiębiorstw

(w procentach)



Źródła: EBC, Eurostat i obliczenia EBC.
Uwaga: zadłużenie jest oparte na danych statystycznych z europejskich kwartalnych sprawozdań sektorowych i obejmuje kredyty i pożyczki, wyemitowane dłużne papiery wartościowe oraz rezerwy funduszy emerytalnych. Dane dotyczące ostatniego kwartału są danymi szacunkowymi.

duszy kapitałowych. Gwałtowna ekspansja operacji sekurytyzacyjnych, która w przypadku sekurytyzacji sprzedaży definitywnej (ang. *true-sale securitisation*) usuwa kredyt z bilansu MIF, powinna już sama w sobie ograniczać statystyki wzrostu kredytów sektora MIF, ale może też przyczynić się do ekspansji ogólnej podaży kredytów dla sektora prywatnego (zob. ramka „Wpływ sekurytyzacji kredytów MIF na analizę monetarną w strefie euro" w Biuletynie Miesięcznym EBC z września 2005 r.).

Roczna stopa wzrostu akcji notowanych na giełdzie, wyemitowanych przez przedsiębiorstwa, utrzymywała się na niezmienionym poziomie poniżej 1% na koniec pierwszego kwartału 2007 r. Ten ograniczony poziom emisji netto przedsiębiorstw może wiązać się z trwającą popularnością programów wykupu akcji, wysoką rentownością i działalnością na niepublicznym rynku kapitałowym, gdzie spółki są prywatyzowane w drodze wykupu. Ponadto, w pierwszym kwartale 2007 r. nastąpił niewielki wzrost wykupu akcji (ang. *redemption*) w porównaniu z ostatnim kwartałem 2006 r. Jednocześnie 12-miesięczna średnia ruchoma emisji brutto rosła od listopada 2006 r., co mogło być spowodowane zmianami zarówno w pierwszych, jak i we wtórnych ofertach publicznych i, po części, aktywnością w zakresie fuzji i przejęć.

Zdecydowany wzrost zysków oraz przyśpieszenie akcji kredytowej w ostatnich latach zasiliło przedsiębiorstwa w strefie euro środkami i zwiększyło ich możliwości wykorzystania tych środków. Podsumowując, dane wskazują, że w ostatnim kwartale sektor przedsiębiorstw strefy euro ukierunkował swoje środki na działania o charakterze zarówno gospodarczym, jak i finansowym (zob. również ramka 2, zatytułowana *Factors underlying the strong acceleration of loans to euro area non-financial corporations*, w Biuletynie Miesięcznym EBC ze stycznia 2007 r.).

Potwierdzają to zjawisko wyniki badania sondażowego akcji kredytowej banków z kwietnia 2007 r., w którym banki informowały, że postrzegany popyt na kredyty dla przedsiębiorstw w coraz większym stopniu był stymulowany aktywnością w zakresie fuzji i przejęć, restrukturyzacją przedsiębiorstw i potrzebą finansowania inwestycji w środki trwałe, zapasów i kapitału obrotowego (zob. wykres 28). Oprócz tego, istnieją pewne przesłanki, że dynamika akcji kredytowej MFI dla sektora przedsiębiorstw w wielu państw strefy euro spowodowana była popytem ze strony przedsiębiorstw sektora nieruchomości i budownictwa. Ponadto, według ostatnich zintegrowanych kwartalnych rachunków sektorowych strefy euro, roczna stopa wzrostu inwestycji finansowych przedsiębiorstw strefy euro ogółem wzrosła do 6,2% w ostatnim kwartale 2006 r. z 5,9% w ostatnim kwartale 2006 r. (zob. również podrozdział 2.2). W tym również okresie dwoma głównymi czynnikami stymulującymi ogólny wzrost inwestycji finansowych przedsiębiorstw były nadal a) inwestycje w akcje i inne papiery wartościowe z prawem do kapitału oraz b) inne należności, z lekkim przesunięciem w stronę pierwszej kategorii (70% papierów wartościowych to akcje nienotowane na giełdzie i inne papiery wartościowe z prawem do kapitału).

POZYCJA FINANSOWA

Korzystanie w znacznym stopniu z finansowania wierzycielskiego przez przedsiębiorstwa w strefie euro doprowadziło do dalszego wzrostu ogólnego wskaźnika zadłużenia tego sektora w relacji do PKB, który zwiększył się do 67% w pierwszym kwartale 2007 r. (zob. wykres 29) w porównaniu do 66% w ostatnim kwartale 2006 r. (dane z dostępnych kwartalnych rachunków sektorowych strefy euro). Po okresie konsolidacji wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw są więc od połowy 2005 r. wyższe niż te, które odnotowano w poprzednim okresie występowania najwyższych wartości w połowie 2003 r., co wynikało z szybko rosnącego zadłużenia w drugiej połowie lat 90. XX wieku. Wskaźnik zadłużenia do nadwyżki operacyjnej brutto również nieco wzrósł w pierwszym kwartale 2007 r. Rosnące wskaźniki zadłużenia doprowadziły do znaczącego zwiększenia obciążenia odsetkowego przedsiębiorstw w 2006 r. i na początku 2007 r., co odzwierciedla zarówno wzrost oprocentowania, jak i intensywny wzrost kredytów.

Ogólnie biorąc, wysoki wskaźnik wzrostu finansowania wierzycielskiego przedsiębiorstwa, szczególnie za pomocą kredytów MIF, wskazuje, że firmy strefy euro dalej mają łatwy dostęp do finansowania. Pomimo wzrostu wskaźników zadłużenia i płatności odsetkowych netto w ostatnim okresie, sytuacja finansowa przedsiębiorstw nadal jest korzystna, głównie za sprawą wysokiej rentowności w połączeniu z utrzymującym się niskim kosztem finansowania.

2.7 FINANSOWANIE I POZYCJA FINANSOWA SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

W czwartym kwartale 2006 r. i w pierwszym kwartale 2007 r. dynamika zaciągania kredytów przez sektor gospodarstw domowych utrzymywała się na wysokim poziomie. Sprzyjały temu korzystne warunki finansowania oraz duże zaufanie konsumentów. Roczna stopa wzrostu kredytów i pożyczek MIF na cele mieszkaniowe w dalszym ciągu spadała, była jednak nadal silna i to ona była głównym czynnikiem stymulującym wzrost kredytów i pożyczek ogółem. Odzwierciedlając dalszy dynamiczny wzrost zaciąganych pożyczek, wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do PKB nadal wykazywał tendencję wzrostową.

WARUNKI FINANSOWANIA

Pomimo pewnego dalszego wzrostu kosztu zaciągania kredytów wobec podwyżki podstawowych stóp procentowych EBC, statystyki stóp procentowych MIF oraz wyniki ankiety dotyczącej ak-

cji kredytowej banków z kwietnia 2007 r.[3] wskazują, że w pierwszym kwartale 2007 r. warunki finansowania dla gospodarstw domowych w strefie euro były nadal korzystne.

Stopy procentowe MIF dla kredytów na cele mieszkaniowe w pierwszym kwartale 2007 r. wzrosły dla wszystkich okresów obowiązywania pierwotnej stopy procentowej (zob. wykres 30). Wzrost był silniejszy w przypadku stóp procentowych kredytów z krótszym okresem obowiązywania pierwotnej stopy procentowej (do 5 lat), które były od 15 do 22 punktów bazowych wyższe niż w poprzednim kwartale; wyrażone w średnich kwartalnych. Natomiast wzrost oprocentowania kredytów z okresem obowiązywania pierwotnej stopy procentowej dłuższym niż 5 lat był raczej ograniczony (około 7 punktów bazowych). W efekcie utrzymana została lekko odwrócona struktura terminowa stóp kredytowych dla kredytów na cele mieszkaniowe, obserwowana od końca 2006 r.

W pierwszym kwartale 2007 r. wzrosły również stopy kredytowe MIF dla kredytów konsumenckich. Podczas gdy stopy kredytowe były wyższe w porównaniu z poprzednim kwartałem dla wszystkich okresów obowiązywania pierwotnej stopy procentowej (od 11 do 15 punktów bazowych; wyrażone w średnich kwartalnych), wzrost był silniejszy w przypadku kredytów o stałym oprocentowaniu udzielanych na okres od jednego roku do 5 lat. Tym niemniej, kredyty takie nadal były najniżej oprocentowane.

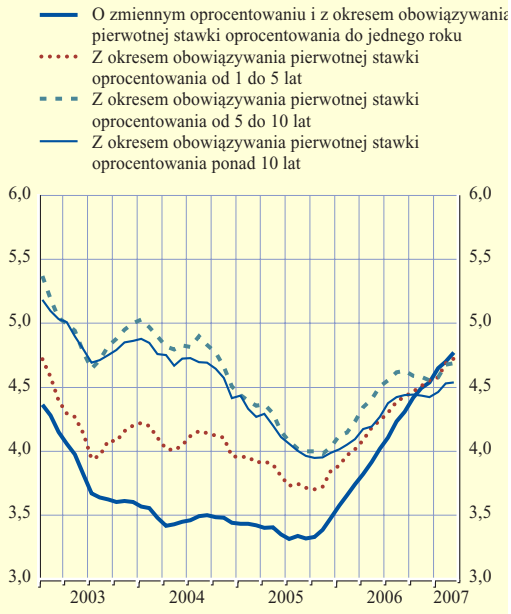
Zestawienie stóp procentowych kredytów i pożyczek MIF ze stopami rynkowymi o porównywalnych zapadalnościach wskazuje w sposób widoczny, że ich odpowiednie rozpiętości w zasadzie nie zmieniły się w okresie pomiędzy czwartym kwartałem 2006 r. a pierwszym kwartałem 2007 r. w przypadku kredytów na cele mieszkaniowe, podczas gdy nieznacznie wzrosły w przypadku kredytów konsumenckich, kończąc jednocześnie okres zwężania się tej rozpiętości.

Wyniki badań sondażowych akcji kredytowej banków z kwietnia 2007 r. wskazują na dalsze niewielkie złagodzenie kryteriów przydzielania kredytów dla gospodarstw domowych w pierwszym kwartale 2007 r., zarówno w przypadku kredytów na cele mieszkaniowe, jak i kredytów konsumpcyjnych oraz innych. Konkurencję ze strony innych banków była nadal wymieniana jako główny czynnik, który był powodem tego złagodzenia. W przypadku kredytów konsumenckich i innych kredytów dla gospodarstw domowych zmiany te wynikały przede wszystkim z oczekiwań co do ogól-

3 Zob. ramka 1 zatytułowana *The results of the April 2007 bank lending survey for the euro area* w Biuletynie Miesięcznym EBC z maja 2007 r.

Wykres 30 Stopy procentowe kredytów i pożyczek MIF dla gospodarstw domowych na zakup nieruchomości mieszkaniowych

(oprocentowanie roczne; bez opłat; stopy dla nowych umów; dane ważone [1])



Źródło: EBC.
1) Za okres od grudnia 2003 r. ważone stopy procentowe MIF są obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów wyliczane na podstawie 12-miesięcznej średniej ruchomej wolumenu nowych umów. Ważone stopy procentowe MIF za poprzedni okres, od stycznia do listopada 2003 r., są obliczane w oparciu o wagi poszczególnych krajów wyliczane na podstawie średniej wolumenu nowych umów w 2003 r. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w ramce *Analysing MFI interest rates at the euro area level* w Biuletynie Miesięcznym EBC z sierpnia 2004 r.

Ramka 6

CYKLICZNE TENDENCJE W ZADŁUŻENIU GOSPODARSTW DOMOWYCH I PRZEDSIĘBIORSTW W STREFIE EURO

Od końca 2005 r., na skutek stopniowego wycofywania się z polityki akomodacji pieniężnej, czyli obniżania stóp procentowych, bankowe stopy kredytowe rosły niemal bez przerwy. W takich uwarunkowaniach, roczna dynamika wzrostu kredytów MIF zaciąganych przez gospodarstwa domowe zaczęła słabnąć od wiosny 2006 r., nie uzyskując już tak wysokich wartości jak w latach ubiegłych. Jednocześnie, dynamika rocznego wzrostu kredytów MIF dla przedsiębiorstw kontynuowała wzrost przez dłuższy okres i dopiero w ostatnim czasie wykazuje pewne oznaki wyhamowywania. W celu ustalenia, czy tak różne zmiany są regularną cechą cyklu kredytowego, w niniejszej ramce przywołamy cykliczne tendencje kształtowania się kredytów MIF dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w strefie euro, od początku dekady lat 80.

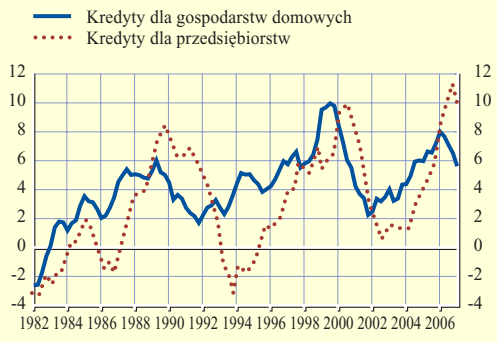
Wykres A wskazuje, że roczny wzrost realnych kredytów dla gospodarstw domowych, jak i realnych kredytów dla przedsiębiorstw, w ciągu ostatnich 25 lat następował według podobnych schematów. Jednak wartości ekstremalne zwyżek (i spadków) były zwykle wyższe (bądź niższe) w przypadku akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, tj. dla kredytów korporacyjnych. Widać wyraźnie, że wzrost akcji kredytowej udzielanej gospodarstwom domowym następuję z wyprzedzeniem w stosunku do cyklu kredytowego kredytów korporacyjnych. Potwierdza to również wykres B, który pokazuje że maksymalna korelacja w okresie od pierwszego kwartału 1982 r. do pierwszego kwartału 2007 r. ustaliła się na średnim poziomie przyspieszenia wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych ponad wzrostem kredytów dla przedsiębiorstw, które wynosi około czterech kwartałów.

Wykres B ukazuje również strukturę korelacji dla dwóch podokresów. Podział ten zastosowano dzieląc cały okres na dwa równe podokresy. Pierwszy okres to lata 1982–1994, a drugi lata 1994–2007[1]. Z wykresu może wynikać, że wartości wyprzedzenia i opóźnienia w czasie nie zmieniły się znacząco, mimo że średnia maksymalna korelacja pomiędzy wzrostem zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw zwiększyła się nieco w drugim okresie.

1 Podokresy te nie pokrywają się w 100% z szeroko pojętym cyklem koniunkturalnym strefy euro.

Wykres A Realne kredyty MIF zaciągane przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa

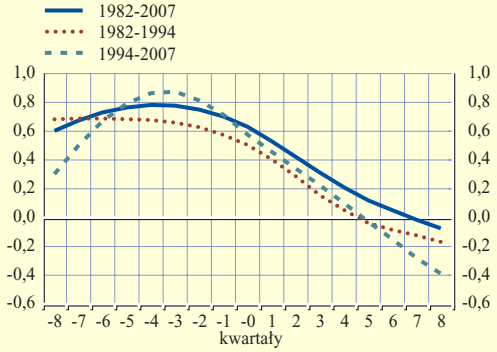
(roczne zmiany procentowe, nieskorygowane o efekty sezonowe i kalendarzowe)



Źródło: EBC.
Uwaga: realny cykl otrzymano poprzez defilowanie cyklu nominalnego deflatorem PKB.

Wykres B Korelacja pomiędzy realnym wzrostem kredytów MIF zaciąganych przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa dla różnych wyprzedzeń lub opóźnień oraz okresów

(współczynnik korelacji pomiędzy rocznymi tempami wzrostu)



Źródło: obliczenia EBC.
Uwaga: realny cykl otrzymano poprzez defilowanie cyklu nominalnego deflatorem PKB.

Różnice w strukturze wyprzedzenia i opóźnienia w czasie są zwykle najbardziej widoczne na przełomach cykli. Wykres A sugeruje, że wyprzedzenie wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych w stosunku do wzrostu kredytów korporacyjnych wynosiło od dwóch do czterech kwartałów dla większości minimów i maksimów wzrostowych w ciągu ostatnich 25 lat (zob. też tabela A). Jedynie w przypadku spadku we wczesnych latach 90. wyprzedzenie odbiegało znacznie od historycznej średniej, co mogło być w dużej mierze spowodowane skutkami zjednoczenia Niemiec[2].

Wzrost realnych kredytów MIF udzielonych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom: różnice w najważniejszych punktach zwrotnych

	Wartość maksymalna	Wartość minimalna
koniec dekady 1980	-2 kwartały	
początek dekady 1990		-8 kwartałów
koniec dekady 1990	-4 kwartały	
początek dekady 2000		-3 kwartały
połowa 2006	-3 kwartały	

Źródło: EBC i obliczenia EBC.
Uwagi: Najważniejsze punkty zwrotne określane są na podstawie maksymalnej i minimalnej rocznej stopy wzrostu realnych kredytów MIF udzielanych gospodarstwom domowym w cyklu kredytowym. Znak minus wskazuje, o ile kwartałów realne roczne kredyty MIF dla gospodarstw domowych wyprzedzały realne kredyty MIF dla przedsiębiorstw w każdym z punktów zwrotnych. Obliczenia oparto na średniej rocznej dynamice wzrostu zrównoważonej z trzech kwartałów. Realny cykl kredytowy otrzymano poprzez defilowanie cyklu nominalnego deflatorem PKB.

Różnice, w kategoriach wyprzedzenia i opóźnienia w czasie, pomiędzy dynamiką zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw odzwierciedlają działanie kilku czynników[3]. Po pierwsze, u podstaw popytu na kredyty dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw leżą odmienne przyczyny. Zadłużenie gospodarstw domowych napędzane jest zmianami na rynku mieszkaniowym, podczas gdy kredyty korporacyjne zaciągane są, gdy pojawia się potrzeba sfinansowania inwestycji. Istnieją dowody na to, że dynamika rynku mieszkaniowego i dynamika inwestycji mają profile czasowe rozbieżne z cyklem koniunktury. Ponieważ przepływy pieniężne przedsiębiorstw polepszają się zwykle we wczesnej fazie wzrostu koniunktury, korporacje zazwyczaj najpierw decydują się na finansowanie kapitału obrotowego środkami wewnętrznymi a dopiero później korzystają z finansowania zewnętrznego. Oprócz tego, zadłużone gospodarstwa domowe prawdopodobnie szybciej reagują na wzrost dochodów i perspektyw na dochody niż zadłużone przedsiębiorstwa, gdyż zadłużenie w bankach, przyszłe przychody i oszczędności są jedynymi źródłami finansowania gospodarstw. Przedsiębiorstwa mają z reguły więcej alternatywnych źródeł finansowania. Zmiany w kredytach korporacyjnych, które zaszły w ostatnim czasie, mogły być również związane z kilkoma czynnikami szczególnymi, takimi jak fuzje i przejęcia czy wykupy lewarowane (LBO), które mogły wpłynąć na bieżące zwiększenie popytu na kredyty korporacyjne[4].

Po drugie, różnice pomiędzy profilami zadłużenia gospodarstw domowych i przedsiębiorstw mogą też odzwierciedlać wahania po stronie podaży. W początkowych fazach cyklu koniunkturalnego banki zwiększają liczbę kredytów udzielanych przedsiębiorstwom dopiero wówczas, gdy zmaterializuje się wzrost ożywienia gospodarczego, a bilanse przedsiębiorstw umocnią się. Akcja kredytowa dla gospodarstw domowych natomiast z reguły opiera się na lepszej jakości zabezpieczeń, więc banki chętniej udzielają kredytów gospodarstwom domowym niż przedsiębiorstwom we wczesnych fazach cyklu koniunkturalnego, ze względu na wzrost zatrudnienia, lepsze perspektywy dochodu i przewidywany spadek ryzyka kredytowego[5].

2 Patrz: artykuł zatytułowany „The development of bank lending to the private sector" opublikowany w wydaniu Raportu Miesięcznego Deutsche Bundesbank z października 2002.
3 Patrz też: artykuł zatytułowany „Developments in the debt financing of the euro area private sector" opublikowany w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z listopada 2003.
4 Patrz: np. ramka zatytułowana „Factors underlying the strong acceleration of loans to euro area non-financial corporations" w wydaniu Biuletynu Miesięcznego ze stycznia 2007.
5 W istocie, wyniki ankiety dotyczącej udzielania kredytów bankowych w strefie euro potwierdzają ten mechanizm zachowań banków.

Podsumowując, ramka dowodzi, że w ujęciu historycznym wzrost zadłużenia gospodarstw domowych zmienia się wcześniej w cyklu kredytowym niż wzrost zadłużenia przedsiębiorstw. Wyjaśniła również, że w ciągu ostatnich 25 lat wzrost zadłużenia gospodarstw domowych przyspieszał z wyprzedzeniem w stosunku do wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw o średnio cztery kwartały, a przyspieszenie to odbiegało nieco od średniej w punktach zwrotnych. Pod tym względem spadek dynamiki wzrostu kredytów korporacyjnych, jaki nastąpił w pierwszych miesiącach 2007 r., nie odbiega od tendencji historycznych.

nej koniunktury gospodarczej. Jednocześnie, więcej banków niż miało to miejsce w poprzedniej serii badań uznało perspektywy na rynku nieruchomości mieszkaniowych za czynnik, który przyczynił się zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów na cele mieszkaniowe.

PRZEPŁYWY FINANSOWE

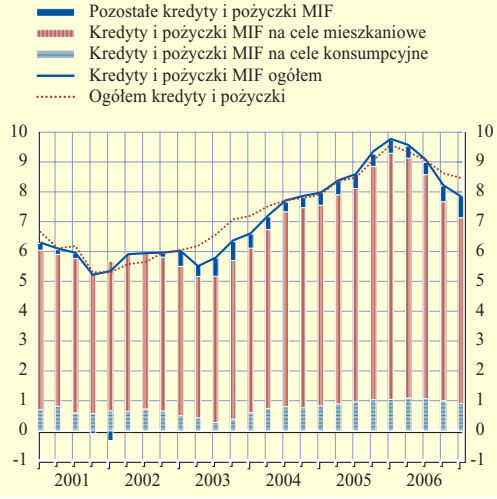
Roczna stopa wzrostu kredytów ogółem udzielanych sektorowi gospodarstw domowych przez wszystkie instytucje finansowe dalej zmniejszała się w czwartym kwartale 2006 r. (to ostatni okres, dla którego dostępne są dane z nowych zintegrowanych kwartalnych rachunków sektorowych strefy euro) z 9,1% w trzecim kwartale do 8,6% (zob. wykres 31). Zaciąganie kredytów przez gospodarstwa domowe pozostawało jednak na wysokim poziomie według standardów historycznych.

Obserwowane spowolnienie w dynamice rocznej stopy wzrostu odzwierciedla niższy udział kredytów udzielonych przez sektor MIF strefy euro, które nadal stanowią główny czynnik stymulujący ogólny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych. Zwiększył się natomiast udział kredytów udzielanych gospodarstwom domowym przez pozostałe instytucje finansowe, co spowodowało, że stopa wzrostu kredytów ogółem udzielanych sektorowi gospodarstw domowych, po raz pierwszy od drugiego kwartału 2004 r., osiągnęła wyższy poziom niż stopa wzrostu kredytów udzielanych przez sektor MIF. Dane szacunkowe za pierwszy kwartał 2007 r. wskazują, że roczna stopa wzrostu kredytów ogółem udzielanych sektorowi gospodarstw domowych jeszcze spadła, chociaż w mniejszym stopniu niż miało to miejsce w poprzednich kwartałach.

Na podstawie danych MIF (dostępne do kwietnia 2007 r.) można stwierdzić, że w drugim kwartale 2007 r. miało miejsce dalsze – obserwowane już od wiosny 2006 r. – obniżanie się rocznej stopy wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. To postępujące spowolnienie wynika głównie z wyhamowania wzrostu kredytów na cele mieszkaniowe, który mimo wszystko utrzymuje wysoką dynamikę i jest nadal wiodącym czynnikiem stymulującym ogólny wzrost zaciągania kredytów przez gospodarstwa domowe (zob. ramka 6 przedstawiająca analizę cyklicznego charakteru wzrostu kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw).

Wykres 31 Kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych ogółem

(roczne stopy wzrostu w procentach; udziały w punktach procentowych; dane na koniec kwartału)

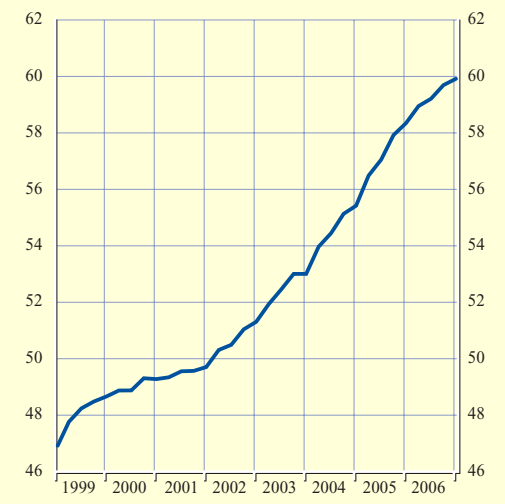


Źródło: EBC.
Uwaga: kredyty i pożyczki ogółem obejmują kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych od pozostałych sektorów instytucjonalnych, uwzględniając resztę świata. W pierwszym kwartale 2007 r. zostały oszacowane na podstawie transakcji ogłoszonych w statystykach pieniężnej i bankowej. Informacje o różnicach w obliczeniach dotyczących tempa wzrostu można znaleźć w odpowiednich uwagach technicznych.

W kwietniu 2007 r. roczna stopa wzrostu MIF na cele mieszkaniowe wyniosła 8,6%, po osiągnięciu poziomu 8,9% w poprzednim miesiącu i średnich wartości 9,4% i 10,2%, odpowiednio w pierwszym kwartale 2007 r. i czwartym kwartale 2006 r. Zmniejszenie popytu na kredyty na cele mieszkaniowe prawdopodobnie odpowiada pewnemu osłabieniu dynamiki cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych przynajmniej w niektórych krajach strefy euro. Znalazło to również swoje odzwierciedlenie w wynikach przeprowadzonych w kwietniu 2007 r. badań akcji kredytowej banków, które wykazały znaczący ujemny wpływ perspektyw rynku nieruchomości mieszkaniowych na popyt gospodarstw domowych na kredyty na cele mieszkaniowe w pierwszym kwartale 2007 r. Ponadto, spowolnienie tempa wzrostu kredytów na cele mieszkaniowe wynika w pewnym stopniu z wyższego oprocentowania kredytów przy wyższych podstawowych stopach procentowych EBC.

Wykres 32 Wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych do PKB

(w procentach)



Źródło: EBC i Eurostat.
Uwaga: zadłużenie gospodarstw domowych obejmuje kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych ogółem od wszystkich sektorów instytucjonalnych, uwzględniając resztę świata.
Dane dotyczące ostatniego kwartału są częściowo danymi szacunkowymi.

Roczna stopa wzrostu kredytów konsumpcyjnych zaczęła ponownie wykazywać tendencję spadkową w kwietniu 2007 r., obniżając się nieznacznie do 6,9%; po tym jak średnie wartości w pierwszym kwartale 2007 r. i czwartym kwartale 2006 r. wynosiły odpowiednio 7,1% i 8,0%. Roczna stopa wzrostu pozostałych kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych, po wzroście w pierwszym kwartale 2007 r. w stosunku do czwartego kwartału 2006 r., w kwietniu nieco spadła do 3,8% w porównaniu do 3,8% w poprzednim miesiącu. Według badań sondażowych akcji kredytowej banków z kwietnia 2007 r., banki nadal wykazywały silny popyt netto na kredyty konsumpcyjne i inne kredyty dla gospodarstw domowych, chociaż już w mniejszym stopniu niż miało to miejsce w poprzednich kwartałach, nadal stymulowany przez sprzyjające warunki polegające na mocnym zaufaniu konsumentów i wydatkach na trwałe dobra konsumpcyjne.

POZYCJA FINANSOWA

Utrzymująca się wysoka dynamika zaciągania kredytów przez sektor gospodarstw domowych znajduje swoje odzwierciedlenie również w wartości wskaźnika całkowitego zadłużenia gospodarstw domowych (obejmującego kredyty udzielane gospodarstwom domowym przez wszystkie instytucje finansowe, również spoza Europy) do PKB, który, jak się szacuje, odnotował dalszy wzrost z 59,7% w czwartym kwartale 2006 r. do 59,9% w pierwszym kwartale 2007 r. (zob. wykres 32) . Pomimo to, utrzymał się on na umiarkowanym poziomie, według standardów międzynarodowych, w szczególności w porównaniu z krajami anglosaskimi, na przykład Stanami Zjednoczonymi oraz Wielką Brytanią. Szacuje się, że po okresie umiarkowanego wzrostu w 2005 r., ciężar obsługi zadłużenia sektora gospodarstw domowych (tzn. płatności odsetkowe brutto plus spłaty kapitałowe jako procent dochodu do dyspozycji) wzrósł w większym stopniu w 2006 r., odzwierciedlając fakt, że skutki ciągłego wzrostu spłat kapitału wzmacniane były przez większe obciążenie spłatą odsetek.

3 CENY I KOSZTY

Szacuje się, że inflacja HICP utrzymywała się w maju 2007 r., tj. przez trzeci miesiąc z kolei, na poziomie 1,9%. Dane HICP za kwiecień 2007 r., sugerują pewne presje na wzrost cen po uwzględnieniu znacznej niestabilności cen za energię. Zwłaszcza roczne wskaźniki składników cząstkowych w zakresie zarówno cen usług jak i cen artykułów nieżywnościowych z wyłączeniem nośników energii wykazywały w ciągu ostatnich miesięcy pewną tendencję zwyżkową, po części związaną ze wzrostem niemieckiego podatku VAT w styczniu 2007 r., ale również sugerującą pewne wewnętrzne presje cenowe w związku z trwałą aktywnością gospodarczą. Obecnie dostępne informacje, takie jak ceny producentów i dane z badań ankietowych również sugerują, że wewnętrzne presje cenowe wynikają z wysokich kosztów pośrednich oraz z poprawiającej się zdolności firm do kształtowania cen. Chociaż wzrost płac został zahamowany pod koniec zeszłego roku, nadal jest on narażony na ryzyko wzrostu, zważywszy na sprzyjające tempo wzrostu gospodarki oraz zaostrzenie warunków na rynku pracy obserwowane w kilku ostatnich kwartałach. Zgodnie z najnowszymi makroekonomicznymi przewidywaniami ekspertów Eurosystemu oczekuje się, że średnia roczna inflacja HICP będzie wynosiła od 1,8% do 2,2% w 2007 r. oraz od 1,4% do 2,6% w 2008 r.. Zagrożenia dotyczące perspektyw inflacji nadal wiążą się głównie z jej wzrostem.

3.1 CENY KONSUMPCYJNE

WSTĘPNE SZACUNKI DOTYCZĄCE MAJA 2007 R.

Według wstępnych szacunków Eurostatu inflacja HICP wynosiła w maju 2007 r., przez trzeci miesiąc z kolei, 1,9% (zob. tabela 6). Szczegółowe dane z maja dotyczące poszczególnych składników cząstkowych inflacji HICP nie są jeszcze dostępne. Wiadomo jednak, że zmiany cen nośników energii, które miały miejsce w przeszłości, nieznacznie obniżyły roczny wskaźnik inflacji HICP, co prawdopodobnie w pewnej mierze zostało skompensowane przez majowy wzrost cen nośników energii.

INFLACJA HICP DO KWIETNIA 2007 R.

Roczna inflacja HICP w strefie euro w kwietniu 2007 r. utrzymywała się na niezmienionym od poprzedniego miesiąca poziomie 1,9%, od początku roku nastąpił jednak wyraźny stopniowy wzrost rocznego wskaźnika, zwłaszcza bardziej stabilnych składników HICP (zob. wykres 33).

Tabela 6 Zmiany cen

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

	2005	2006	2006 gru.	2007 sty.	2007 luty	2007 marz.	2007 kwie.	2007 maj
Wskaźnik HICP i jej składniki								
Indeks ogólny [1]	2.2	2.2	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
Nośniki energii	10.1	7.7	2.9	0.9	0.8	1.8	0.4	.
Żywność nieprzetworzona	0.8	2.8	3.7	3.7	2.8	2.9	3.9	.
Żywność przetworzona	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1	1.9	1.9	.
Artykuły nieżywnościowe z wyłączeniem nośników energii	0.3	0.6	0.9	0.9	1.1	1.2	1.1	.
Usługi	2.3	2.0	2.0	2.3	2.4	2.4	2.5	.
Pozostałe wskaźniki cen								
Ceny producentów	4.1	5.1	4.1	3.1	2.9	2.8	2.4	.
Ceny ropy naftowej (euro za baryłkę)	44.6	52.9	47.4	42.2	44.9	47.3	50.2	50.3
Ceny surowców z wyłączeniem nośników energii	9.4	24.8	17.7	15.6	13.9	17.6	15.3	11.9

Źródła: Eurostat, HWWI i obliczenia EBC na podstawie Thomson Financial Datastream.
1) Inflacja HICP w lutym 2007 r. na podstawie wstępnych szacunków Eurostatu.

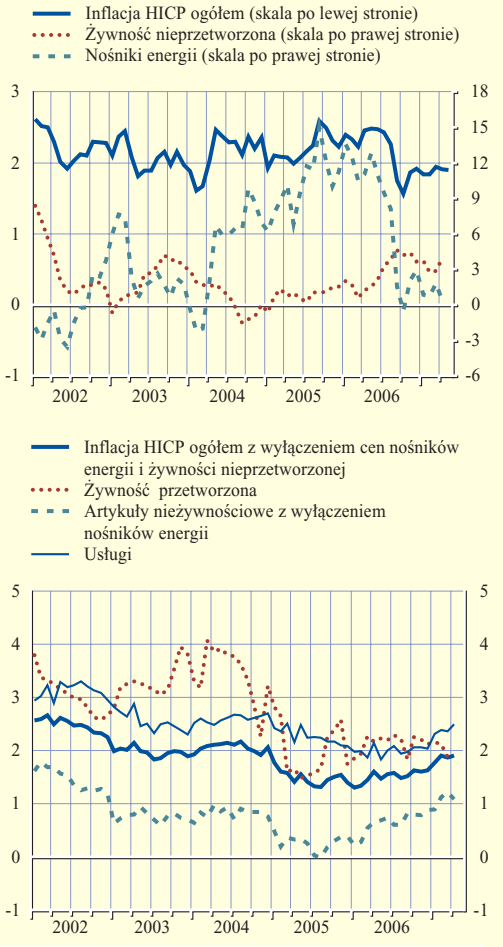
Mimo że wzrost ten częściowo wynika z korekty cen w związku ze wzrostem niemieckiego podatku VAT w styczniu 2007 r., sugeruje on również wewnętrzne presje cenowe w związku z trwałą aktywnością gospodarczą w strefie euro.

Utrzymujące się wahania cen nośników energii wywarły istotny wpływ na inflację HICP w ciągu ostatnich miesięcy. W kwietniu 2007 r. roczny wskaźnik cen energii spadł do 0,4% z poziomu 1,8% utrzymującego się w poprzednim miesiącu z powodu efektu bazy. Z kolei roczny wskaźnik wzrostu cen żywności nieprzetworzonej wzrósł w kwietniu do 3,9% z poziomu 2,9% utrzymującego się w poprzednim miesiącu. W ostatnich miesiącach, ceny nośników energii nadal znacząco wahały się a pewna niestabilność cen żywności nieprzetworzonej prawdopodobnie była skutkiem nietypowych zimowych i wiosennych warunków pogodowych w całej Europie.

Jeśli chodzi o bardziej stabilne składniki HICP, poza pomniejszymi, kontrastującymi ze sobą zmianami rocznych wskaźników cen artykułów nieżywnościowych z wyłączeniem nośników energii (spadek o 0,1 punktu procentowego) oraz cen usług (wzrost o 0,1 punktu procentowego) w kwietniu widoczny jest pewien wzrost rocznego wskaźnika cen obu składników w porównaniu do kilku ostatnich miesięcy.

Wykres 33 Struktura inflacji HICP – główne składniki cząstkowe

(roczne zmiany w procentach; dane miesięczne)

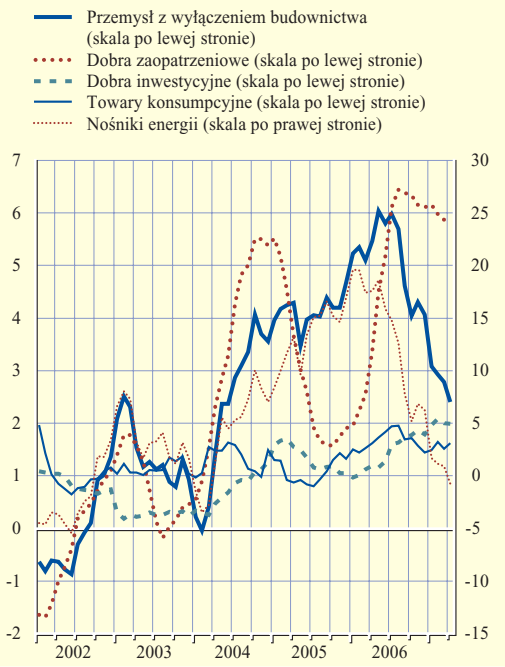


Źródło: Eurostat.

Podczas gdy znaczny, pozytywny wkład cen kontrolowanych poprzez składnik edukacji przyczynił się do wzrostu rocznego wskaźnika cen usług do 2,5% w kwietniu, ceny usług wykazywały raczej oznaki przyspieszonego wzrostu od początku 2007 r. Wiele z tych zjawisk można przypisywać wzrostowi podatku VAT w Niemczech w styczniu 2007 r. chociaż cykliczny wzrost cen usług może również przyczyniać się do wzrostu presji związanej z kosztami oraz wzmacniać zdolność firm usługowych do przerzucania wyższych kosztów zużycia pośredniego na klientów o czym świadczą Badania aktywności gospodarczej. Jeśli chodzi o roczny wskaźnik cen artykułów nieżywnościowych z wyłączeniem nośników energii, pomimo niewielkiego spadku do 1,1% w kwietniu, od połowy 2005 r. można wyraźnie zauważyć przyspieszony wzrost tego wskaźnika. Ten ogólny wzrost może odzwierciedlać zarówno minione jak i bieżące wzrosty cen surowców, a także wpływ umacniającej się wewnętrznej aktywności gospodarczej. Podobnie jak w przypadku cen usług, ostatni wzrost można również przypisać wzrostowi podatku VAT w Niemczech w styczniu 2007 r.

Wykres 34 Struktura cen producentów

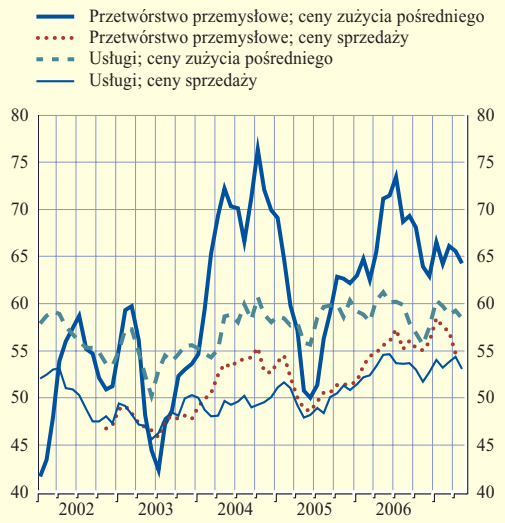
(roczne zmiany w procentach; dane miesięczne)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Wykres 35 Ceny zużycia pośredniego i ceny produkcji sprzedanej – wyniki badań

(indeksy rozproszenia; dane miesięczne)



Źródło: NTC Economics.
Uwaga: wartość indeksu powyżej 50 oznacza wzrost cen, wartość poniżej 50 – spadek.

3.2 CENY PRODUCENTÓW

W kwietniu 2007 r. skutkiem zmian cen nośników energii był dalszy spadek rocznego wskaźnika cen producentów ogółem (z wykluczeniem budownictwa) do 2,4% z 2,8% w marcu 2007 r. (zob. wykres 34). Spadek ten był całkowicie spowodowany efektem bazy oddziałującym na ceny nośników energii, podczas gdy roczny wskaźnik cen producentów, z wykluczeniem nośników energii i budownictwa, pozostał niezmieniony na stosunkowo wysokim poziomie 3,4%.

Widoczny od połowy 2006 r. spadek rocznego wskaźnika cen producentów ogółem, z wyłączeniem budownictwa wynikający głównie z niestabilności cen nośników energii, kontrastuje z wyraźną stabilnością rocznego wskaźnika cen producentów z wyłączeniem budownictwa i nośników energii w tym samym okresie. Prawdopodobnie jest to związane z pewnymi utrzymującymi się presjami zwyżkowymi w dolnej części łańcucha produkcyjnego, wynikającymi zwłaszcza z minionych i bieżących wzrostów cen surowców. Wśród sektorów produkujących artykuły z wyłączeniem nośników energii roczny wskaźnik cen dóbr zaopatrzeniowych utrzymał się na podwyższonym poziomie pomimo umiarkowanego spadku do 5,8% w kwietniu 2007 r., w dużym stopniu odzwierciedlając efekt przeniesienia na te ceny wysokich cen surowców przemysłowych. W sektorze towarów konsumpcyjnych roczny wskaźnik wzrostu osiągnął w kwietniu 2007 r. poziom 1,6%, zbliżony do wyników z ostatnich miesięcy. Roczny wskaźnik cen towarów konsumpcyjnych z wyłączeniem zmiennych cen żywności i tytoniu spadł nieznacznie do 1,2 % w kwietniu 2007 r., co nadal stanowi stosunkowo wysoki poziom w porównaniu ze średnim wskaźnikiem wzrostu z ostatnich pięciu lat. Roczny wskaźnik cen producentów w sektorze dóbr inwestycyjnych, który zasadniczo wzrasta stopniowo od początku 2006 r., wyniósł 2,0% w kwietniu 2007 r.

Najświeższe informacje dotyczące kształtowania cen, uzyskane w wyniku badań sugerują również, że presje cenowe utrzymały się na podwyższonym poziomie zarówno w sektorze przetwórstwa przemysłowego jak i w sektorze usług zmniejszając się jedynie umiarkowanie w ostatnich miesiącach (zob. wykres 35). Dane z badań NTC Economics pokazują, że wysoki wskaźnik cen zużycia pośredniego w przemyśle przetwórczym odzwierciedla wysokie ceny szerokiego wachlarza surowców, zwłaszcza metali, natomiast wskaźnik cen produkcji sprzedanej ostatnio spadł wobec występującej silnej konkurencją między firmami. W sektorze usług dane z badania wskazują

Ramka 7

ZMIANY POZIOMU ZYSKÓW W STREFIE EURO

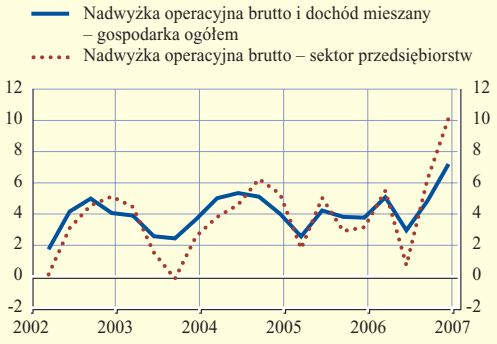
Niniejsza ramka przedstawia informacje o ogólnych zmianach zysków w strefie euro do końca 2006 r., na podstawie danych z rachunków narodowych. Poza ogólnymi zmianami gospodarczymi opisano także zmiany w różnych sektorach działalności[1]. Nacisk położono na wskaźniki zysku obliczane za pomocą całkowitej nadwyżki operacyjnej brutto i mieszanych dochodów w gospodarce zamiast za pomocą nadwyżki operacyjnej brutto przedsiębiorstw. Ten pierwszy wskaźnik uwzględnia zarówno nadwyżkę operacyjną – nadwyżkę (lub deficyt) wartości produkcji przed uwzględnieniem odsetek, czynszów lub opłat uiszczanych lub otrzymywanych za korzystanie z aktywów – jak i dochody mieszane – wynagrodzenie za pracę wykonywaną przez właściciela (lub członków rodziny) przedsiębiorstwa niezarejestrowanego, które określa się jako „dochód mieszany", ponieważ obejmuje on także zysk właściciela przedsiębiorstwa. Mimo że wskaźnik ten obejmuje pewien dochód, który jest prawdopodobnie dochodem z pracy (osób pracujących na własny rachunek), jest on wykorzystany w niniejszej ramce, ponieważ dane są dostępne z dłuższego okresu wraz z podziałem na gałęzie działalności[2]. Jak przedstawiono na wykresie A, wskaźnik zysku dla całej gospodarki i wskaźnik dla przedsiębiorstw wskazują na podobne zmiany poziomu łącznych zysków od 2002 r. i oba uwzględniają poprawę poziomu zysków, obserwowaną od połowy 2005 r.

Aby ułatwić zrozumienie zmian poziomu ogólnych zysków, na wykresie B rozbito zmiany na dwie części: zmiany w produkcji realnej („wielkość produkcji") i zmiany zysku na jednostkę produkcji („marża zysku"). Taki podział pokazuje, że zwiększenie tempa wzrostu zysków, widoczne od połowy 2005 r. spowodowane jest w dużym stopniu rozwojem działalności gospodarczej, chociaż tempo wzrostu zysków na jednostkę produkcji zwiększyło się także gwałtowanie w drugiej połowie 2006 r. Zwiększenie tempa wzrostu zysków na jednostkę produkcji, widoczne w drugiej połowie 2006 r., może odzwierciedlać łączne skutki spadku cen ropy naftowej, stopniowe przenoszenie wzrostu cen surowców w przeszłości, zauważanego na dalszych etapach cyklu produkcyjnego na sytuację obecną, oraz ogólną rosnącą zdolność firm do kształtowania cen. Należy jednakże zauważyć, że zmiany w działalności gospodarczej mogą również wpływać na zmiany poziomu zysków na jednostkę produkcji, przez co koszty jednostkowych nakładów pośrednich mogą być antycykliczne. Trzeba także mieć na uwadze, że chociaż rozkład przedstawiony na wykresie B jest stały i zakłada, że kształtowanie cen i produkcja są niezależne, w rzeczywistości wyniki kształtowania cen i produkcji są wspólnie określane.

1 „Sektory działalności" odnoszą się do budownictwa, przemysłu, usług itd. „Sektory instytucjonalne" oznaczają gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa itp.
2 Zarys makroekonomicznych wskaźników zysku w strefie euro można znaleźć w artykule *Measuring and analysing profit developments in the euro area*, zamieszczonym w wydaniu Biuletynu Miesięcznego ze stycznia 2004 r. Od tego momentu opublikowano dane dotyczące sektora instytucjonalnego (zob. artykuł *Integrated financial and non-financial accounts for the institutional sectors in the euro area*, opublikowany w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z października 2006 r. oraz ramkę 9 w tym wydaniu Biuletynu).

Wykres A Nadwyżka operacyjna brutto – gospodarka ogółem i sektor przedsiębiorstw

(zmiany roczne w procentach; dane nieskorygowane sezonowo i nieskorygowane pod względem dni roboczych)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Wykres B Udział zmian zysków w zmianach produkcji i zmiana zysku na jednostkę produkcji

(roczne zmiany procentowe i punkty procentowe; dane skorygowane sezonowo i pod względem liczby dni roboczych)

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Przyspieszenie tempa wzrostu zysków od połowy 2005 r. nastąpiło pomimo znacznego wzrostu cen ropy naftowej i innych surowców w tym okresie. Ta elastyczność zmian poziomu zysków wynika głównie z poprawy działalności, jako że wskaźnik cen (mierzony deflatorem wartości dodanej) spadał od 2002 r. (zob. poniższa tabela). Jednakże wydaje się, że obecny wysoki poziom łącznego narzutu na zysk w dużej mierze pochodzi z przemysłu i jest spowodowany przede wszystkim wysokim cyklicznym wzrostem wydajności pracy w przemyśle. W przemyśle przeciętne tempo wzrostu deflatora wartości dodanej w 2005 i 2006 r. było umiarkowane, co odzwierciedlało ograniczenie wartości dodanej, spowodowane zewnętrznymi presjami cenowymi. Niemniej jednak wysokość narzutu na zysk w przemyśle zdecydowanie wzrosła, średnio o ponad 2 punkty procentowe w obu latach, ze względu na zmniejszenie się wzrostu jednostkowego kosztu pracy. Należy jednakże zauważyć, że zmiany poziomu zysków w cyklu

Zmiany narzutu zysku według sektora działalności

(roczne zmiany procentowe i punkty procentowe; dane skorygowane sezonowo i pod względem liczby dni roboczych)

		1996-2001 [1]	2002	2003	2004	2005	2006
Gospodarka ogółem	Deflator wartości dodanej	1,6	2,6	2,2	1,8	1,7	1,5
	Jednostkowe koszty pracy	1,1	2,4	1,8	1,1	0,9	0,8
	– wynagrodzenie na pracownika	*2,2*	*2,6*	*2,1*	*2,2*	*1,7*	*2,2*
	– wydajność pracy	*1,1*	*0,2*	*0,3*	*1,1*	*0,8*	*1,4*
	Wskaźnik narzutu zysku	0,5	0,2	0,4	0,7	0,7	0,8
Przemysł	Deflator wartości dodanej	0,6	1,3	-0,2	0,9	1,2	0,6
	Jednostkowe koszty pracy	-0,5	0,9	0,2	0,2	-1,2	-1,7
	– wynagrodzenie na pracownika	*2,0*	*2,2*	*2,1*	*2,7*	*1,5*	*2,5*
	– wydajność pracy	*2,5*	*1,3*	*1,9*	*2,5*	*2,7*	*4,3*
	Wskaźnik narzutu zysku	1,0	0,4	-0,5	0,7	2,4	2,3
Zasadnicze usługi rynkowe	Deflator wartości dodanej	1,6	2,9	2,5	1,9	1,4	1,3
	Jednostkowe koszty pracy	2,1	2,5	1,6	1,0	1,2	1,6
	– wynagrodzenie na pracownika	*2,1*	*2,5*	*2,2*	*1,7*	*1,8*	*2,1*
	– wydajność pracy	*0,6*	*0,2*	*0,4*	*0,7*	*0,9*	*0,7*
	Wskaźnik narzutu zysku	-0,4	0,3	0,9	1,0	0,2	-0,2

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.
Uwaga: narzut zysku jest definiowany jako różnica pomiędzy poziomem zmiany deflatora wartości dodanej a poziomem zmiany jednostkowych kosztów pracy. Z kolei zmiany jednostkowych kosztów pracy można podzielić na zmiany wynagrodzenia na pracownika i zmiany wydajności pracy.
1) Średnie za okres.

produkcyjnym, wynikające z różnic w tempie przenoszenia wzrostu cen surowców oraz stopa wzrostu działalności mogą zostać przysłonięte przez te łączne dane. Natomiast zmiany poziomu narzutu na zysk w gałęziach usług „głównie rynkowych" były stosunkowo niewielkie, w 2006 r. pomimo wyższego wzrostu deflatora wartości dodanej, spowodowanego niższą wydajnością pracy i większym wzrostem jednostkowego kosztu pracy w tych sektorach.[3] Należy jednakże zauważyć, że zarówno w przemyśle, jak i w sektorach usług „głównie rynkowych" ogólne tempo wzrostu zysków było wspierane przez powszechny wzrost działalności („wolumen").

Ogólnie rzecz biorąc, pomimo ciągłych zewnętrznych presji cenowych tempo wzrostu zysków w strefie euro wzrosło od połowy 2005 r., głównie na skutek ciągłego wzrostu gospodarczego. Wzrost rentowności wpłynął na poziom inwestycji, który wzrósł w 2006 r. o około 5% oraz na tworzenie miejsc pracy – zatrudnienie w strefie euro wzrosło w 2006 r. o około 2 mln osób. Chociaż w przyszłości tempo wzrostu zysków może być bardziej umiarkowane na skutek zwiększenia się tempa wzrostu płac, przewiduje się, że ogólnie korzystne zmiany będą w dalszym ciągu miały miejsce, pod warunkiem, że zmiany poziomu płac pozostaną umiarkowane przy trwającym wzroście działalności gospodarczej.

3 Sektor usług „głównie rynkowych" oznacza sektory G-K według klasyfikacji NACE, t.j. handel hurtowy i detaliczny; hotele i restauracje; transport, gospodarka magazynowa i łączność; pośrednictwo finansowe; obsługa nieruchomości, wynajem i usługi związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

na utrzymywanie się silnej presji cen zużycia pośredniego oraz zdolność usługodawców do przenoszenia tej presji na klientów poprzez podwyższanie cen sprzedaży.

W 2006 r. widoczna była tendencja zwyżkowa zysków w strefie euro pomimo utrzymujących się zewnętrznych presji cenowych wynikających przede wszystkim ze stałego wzrostu aktywności gospodarczej (zob. ramka 7). Takie poziomy zyskowności przyczyniły się do poważnego wzrostu inwestycji i zatrudnienia w strefie euro.

Tabela 7 Wskaźniki kosztów pracy

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

	2005	2006	2006 kw. 1	2006 kw. 2	2006 kw. 3	2006 kw. 4	2007 kw. 1
Płace negocjowane	2,1	2,2	2,1	2,4	2,0	2,4	1,9
Całkowite koszty pracy na godzinę	2,4	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	.
Wynagrodzenie na pracownika	1,7	2,2	2,2	2,5	2,4	1,7	.
Memo:							
Wydajność pracy	0,8	1,4	1,3	1,4	1,3	1,7	.
Jednostkowe koszty pracy	0,9	0,8	0,9	1,1	1,1	0,0	.

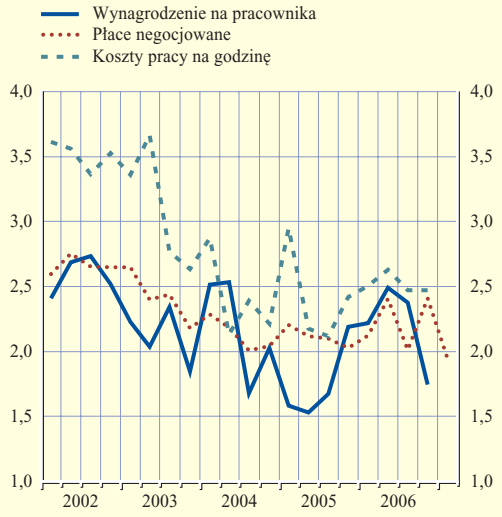
Źródła: Eurostat, dane krajowe oraz obliczenia EBC.
Uwaga: dane dotyczące płac negocjowanych nie obejmują Słowenii.

3.3 WSKAŹNIKI KOSZTÓW PRACY

Dostępne dane dotyczące wskaźników kosztów pracy, takich jak koszty pracy na godzinę, wynagrodzenie na pracownika i płace negocjowane sugerują, że w 2006 r. wzrost płac był umiarkowany uwzględniając korektę z tytułu zmienności spowodowanejpewnymi czynnikami jednorazowymi (zob. tabela 7 i wykres 36). Początkowe i niekompletne informacje dotyczące płac na początku

Wykres 36 Wybrane wskaźniki kosztów pracy

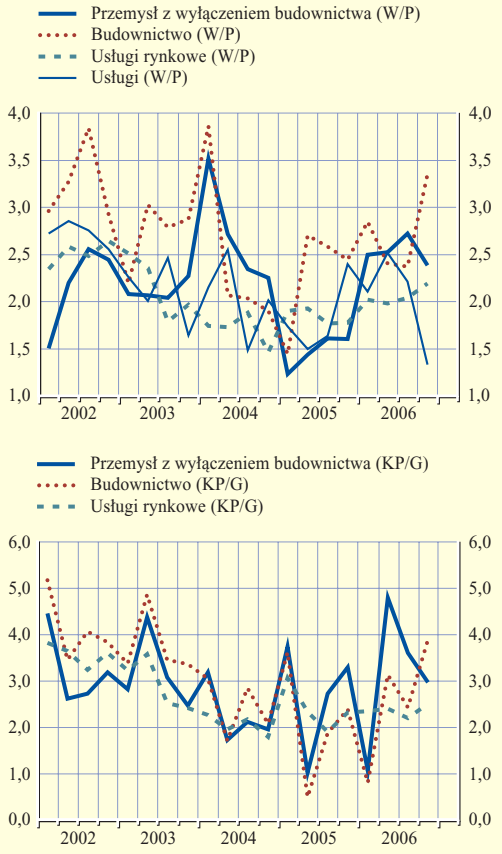
(roczne zmiany w procentach; dane kwartalne)



Źródła: Eurostat, dane krajowe i obliczenia EBC.
Uwaga: dane dotyczące płac negocjowanych nie obejmują Słowenii.

Wykres 37 Koszty pracy w poszczególnych sektorach

(zmiany roczne w procentach; dane kwartalne)



Źródło: Eurostat i obliczenia EBC.
Uwaga: W/P – wynagrodzenie na pracownika, KP/G – koszt pracy na godzinę.

2007 r. sugerują utrzymywanie się umiarkowanych zmian płacowych. W związku z tym może następować przyspieszony wzrost płac ze względu na szybki wzrost aktywności gospodarczej i zaostrzanie się warunków na rynku pracy.

Koszty pracy na godzinę pozostały zasadniczo niezmienione w czwartym kwartale 2006 r., zachowując roczny wskaźnik 2,5%, po trwających przez pierwsze trzy kwartały roku tendencjach zwyżkowych. Ogólnie w 2006 r. koszty pracy na godzinę wzrosły o 2,5%, nieznacznie ponad średni wzrost odnotowany w 2005 r.

Spadek rocznego wskaźnika wzrostu wynagrodzenia na pracownika do 1,8% w czwartym kwartale 2006 r. ze skorygowanego w górę poziomu 2,4% w trzecim kwartale wynikał przede wszystkim z tymczasowych zmian we włoskim sektorze publicznym. Rozpatrywany w kontekście gwałtownego wzrostu wydajności w tym samym kwartale, spadek ten skutkował niezmienionym w stosunku do poprzedniego kwartału jednostkowym kosztom pracy. W 2006 r. jednostkowe koszty pracy wzrosły ogółem o 0,8%, w porównaniu z 0,9% w 2005 r. Podczas gdy niższy wzrost kosztów pracy może w pewnej mierze być spowodowany czynnikami strukturalnymi, takimi jak wpływ globalizacji i powiązanej z nią ostrą konkurencją, a także zmianami w strukturze zatrudnienia zmierzającymi w kierunku wcielania do rynku pracy większej liczby słabiej zarabiających w wyniku przeprowadzonych reform, cykliczna sytuacja zwyżkowa może doprowadzić do rosnącej presji na podwyższenie płac.

Wydaje się, że wzrost płac negocjowanych na początku 2007 r. był umiarkowany. Spadek rocznego wskaźnika wzrostu płac negocjowanych do poziomu 1,9% w pierwszym kwartale 2007 r. z poziomu 2,4% w poprzednim kwartale odzwierciedlał w dużej mierze efekt bazy związany z jednorazowymi wypłatami wynikającymi z nałożenia się terminów uzgodnień w zakresie porozumień płacowych w niektórych sektorach. Przy interpretacji tych informacji należy zachować ostrożność z powodu braku wskaźników uzupełniających dotyczących zmian kosztów pracy na początku 2007 r. W rzeczywistości istnieje duża doza niepewności w związku z wpływem jaki mogą wywierać obecnie trwające negocjacje płacowe, gdyż niektóre z nich będą zakończone dopiero pod koniec tego roku.

Na ujęciu sektorowym niezmienione koszty pracy na godzinę w czwartym kwartale 2006 r. ukryły pewne rozbieżności pomiędzy sektorami, zwłaszcza kompensujący wpływ wzrostów kosztów pracy w sektorze budowlanym i sektorze usług rynkowych oraz zwolnienie tempa wzrostu kosztów pracy w przemyśle (zob. wykres 37). Mimo to średnie roczne płace w przemyśle nadal rosły bardziej intensywnie niż w sektorze usług rynkowych, co prawdopodobnie wiązało się z różnicą we wzroście wydajności pomiędzy tymi sektorami. Dane dotyczące wynagrodzenia na pracownika w ujęciu sektorowym również wskazują na gwałtowne skoki w budownictwie i usługach rynkowych w ostatnim kwartale 2006 r., zrównoważone przez spadki w przemyśle z wyłączeniem budownictwa i innych usług.

3.4 PERSPEKTYWY INFLACJI

Zmienność cen nośników energii zaobserwowana w zeszłym roku wpłynie na inflację HICP w nadchodzących miesiącach, przy czym efekty bazy złagodzą inflację HICP w najbliższych miesiącach, po czym pod koniec 2007 r. zaostrzą ją. Według ostatnich makroekonomicznych przewidywań ekspertów Eurosystemu dotyczących strefy euro średnia roczna inflacja HICP wyniesie między 1,8% a 2,2% w 2007 r. oraz pomiędzy 1,4% a 2,6% w 2008 r. (zob. rozdział zatytułowany „Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurostystemu dla strefy euro"). Perspektywy te narażone są na ryzyko różnych tendencji zwyżkowych, leżących przede wszystkim po stronie sytuacji wewnętrznej. Następuje w szczególności wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce strefy euro i stopniowo poprawia się sytuacja na rynkach pracy. W związku z tym istnieje ryzyko, że zmiany płac będą większe niż się oczekuje, co w znacznym stopniu zagrozi stabilności cen. Ponadto w takich okolicznościach może wzrastać zdolność do kształtowania cen w segmentach rynku charakteryzujących się niską konkurencją. Zagrożenia mogą także powstawać ze strony większego niż dotąd oczekiwano wzrostu cen kontrolowanych. Wreszcie, wśród czynników zewnętrznych należy wymienić zagrożenia wynikające z możliwości dalszego nieoczekiwanego wzrostu cen ropy naftowej.

4 PRODUKCJA, POPYT I RYNEK PRACY

Tempo wzrostu realnego PKB strefy euro, które w pierwszym kwartale 2007 r. wyniosło 0,6%, powinno według najnowszych krótkookresowych wskaźników ekonomicznych utrzymać się na wysokim poziomie również w drugim kwartale. Będą temu sprzyjać korzystne warunki dla popytu krajowego i zagranicznego. Wyniki badań ankietowych dają uspakajające sygnały dla sektora przemysłu i usług, a sytuacja na rynkach pracy w strefie euro poprawia się. Istnieją odpowiednie warunki do tego, by gospodarka strefy euro w dalszym ciągu odnotowywała wzrost. W krótkim okresie bilans czynników ryzyka związanych z tym korzystnym scenariuszem jest zasadniczo zrównoważony, natomiast w dłuższej perspektywie przeważa ryzyko osłabienia wzrostu wynikające przede wszystkim z czynników zewnętrznych.

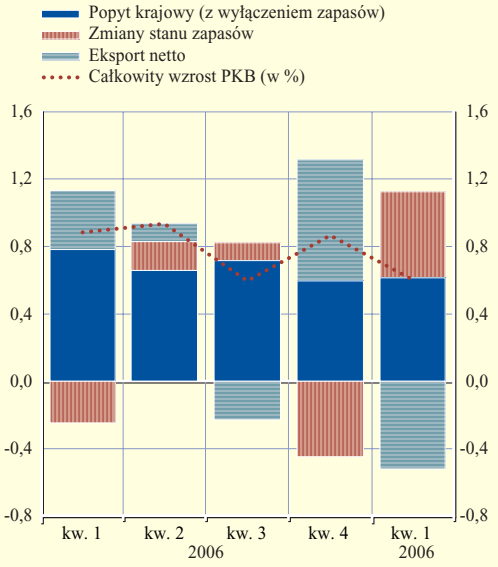
4.1 TENDENCJE W ZAKRESIE PRODUKCJI I POPYTU

SKŁADNIKI REALNEGO PKB I WYDATKÓW

Pierwsze szacunki Eurostatu dotyczące wzrostu realnego PKB w strefie euro w pierwszym kwartale 2007 r. są zgodne ze wstępnymi szacunkami mówiącymi o wzroście wynoszącym 0,6% w ujęciu kwartalnym, wobec 0,9% w pierwszym kwartale. Wzrost PKB jest wynikiem zwiększenia tempa inwestycji do 2,5% oraz silnego wzrostu zapasów po dużym spadku w czwartym kwartale 2006 r. (zob. wykres 38). Spożycie prywatne zmniejszyło się natomiast o 0,1%, co wynikało ze wzrostu stawki VAT w Niemczech w styczniu 2007 r. Jeżeli chodzi o środowisko zewnętrzne, w pierwszym kwartale tempo wzrostu eksportu uległo znaczącemu spowolnieniu (0,3% w ujęciu kwartalnym) po zaskakująco wysokim wyniku odnotowanym w poprzednim kwartale, natomiast dynamika importu pozostała niezmieniona. Należy wreszcie przypomnieć, że na udział poszczególnych czynników we wzroście PKB w pierwszym kwartale 2007 r. wpłynęła znacząca „techniczna" korekta w dół danych dotyczących wzrostu zapasów w czwartym kwartale 2006 r. w Niemczech, mająca na celu uwzględnienie zniekształcenia statystycznego danych o eksporcie w tym samym kwartale, a także krótkoterminowe zmiany pod wpływem wzrostu stawki VAT w Niemczech w styczniu 2007 r. Bardziej szczegółowa ocena głównych czynników

Wykres 38 Wzrost realnego PKB i udział poszczególnych czynników

(kwartalna stopa wzrostu i kwartalne udziały w punktach procentowych; skorygowane sezonowo)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Ramka 8

OCENA OSTATNICH ZDARZEŃ ZWIĄZANYCH Z POZIOMEM ZAPASÓW

W pierwszym kwartale 2007 r. udział zmian poziomu zapasów w kwartalnym wzroście realnego PKB strefy euro był dodatni i wyniósł 0,5 punktu procentowego, z nadwyżką wyrównując ujemny udział wynoszący 0,4 punktu procentowego w czwartym kwartale 2006 r. (zob. wykres A). Oba te zdarzenia miały charakter wyjątkowy. Przykładowo, duży udział w pierwszym kwar-

tale 2007 r. był (w wartościach bezwzględnych) ponad dwukrotnie wyższy niż średnia historyczna. Ponieważ w rachunkach narodowych zapasy stanowią pozycję resztową, jakakolwiek ekonomicznie przekonująca interpretacja niedawnego niestabilnego zachowania byłaby obciążona dużą niepewnością. Omówienie powyższych zdarzeń rozpoczyna się od krótkiego podsumowania znaczenia zapasów w cyklicznych wahaniach produkcji realnej w strefie euro. Następnie przeanalizowano znaczenie czynników nadzwyczajnych, szczególnie w przypadku Niemiec, w celu wyjaśnienia dużego wpływu zmian poziomu zapasów na dynamikę realnego PKB w czwartym kwartale 2006 r. i pierwszym kwartale 2007 r.

Znaczenie zapasów w cyklu koniunkturalnym strefy euro

Udział zmian poziomu zapasów we wzroście realnego PKB jest zwykle bardzo zmienny. W strefie euro wariancja zmian poziomu zapasów od 1996 r. (w stosunku do ich średniego udziału w kwartalnym wzroście realnego PKB) jest piętnaście razy większa niż analogiczna wariancja łącznego udziału pozostałych składników wydatków. Jednak w ostatnich dekadach zmienność wzrostu realnego PKB w strefie euro zmniejszyła się, co było częściowo związane ze spadkiem zmienności poziomów zapasów[1]. Ponadto wydaje się, że zmiany poziomu zapasów stały się bardziej zbieżne z cyklem koniunkturalnym. Do 1990 r. były one wyraźnie opóźnione w stosunku do cyklicznych zmian PKB, natomiast obecnie opóźnienie to prawie zanikło.

W literaturze ekonomicznej dotyczącej tematu zapasów jako główne wytłumaczenie spadku zmienności oraz zbliżenia się trendów zmian zapasów i realnego PKB podaje się tzw. hipotezę wygładzania produkcji. Zgodnie z tą hipotezą motywem utrzymywania zapasów jest chęć uniknięcia ryzyka opóźnienia w produkcji w momencie nieoczekiwanego wzrostu popytu. Jednak w wyniku usprawniania procesów produkcyjnych (stosowania systemu produkcji *just-in-time*) i udoskonalania technik zarządzania zapasami (np. lepszych rozwiązań informatycznych czy sprawniejszego zarządzania transportem dzięki lepszej logistyce)[2] ryzyko to z czasem zmalało.

Ostatnie zdarzenia związane z poziomem zapasów: znaczenie czynników nadzwyczajnych

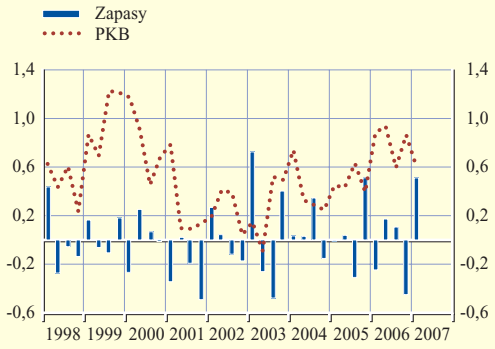
Wyjątkowe zdarzenia związane z poziomem zapasów w strefie euro w czwartym kwartale 2006 r. i w pierwszym kwartale 2007 r. wydają się mieć związek przede wszystkim ze szczególnymi zmianami w Niemczech. Po pierwsze, w czwartym kwartale 2006 r. poziom zapasów w Niemczech mógł zostać uszczuplony przez zwiększony popyt, który wystąpił przed podwyżką stawki podatku VAT przewidzianą na styczeń 2007 r., a na początku 2007 r. mogło nastąpić częściowe odnowienie zapasów w celu przywrócenia zwykłych poziomów. Po drugie, na dane dotyczące zapasów w Niemczech miało wpływ zniekształcenie statystyczne. Na szereg czasowy danych o realnym eksporcie towarów niemieckich do krajów spoza UE wpłynęło opóźnienie w podawaniu tych danych, które spowodowało zawyżenie danych za wrzesień, październik i listopad 2006 r. Jako że opóźnienie to nie dotyczyło danych o realnym imporcie towarów i usług, a niemiecki urząd statystyczny zdecydował, że związany z tym duży udział eksportu netto nie powinien wpłynąć na kwartalną dynamikę realnego PKB w czwartym kwartale 2006 r.,

1 Patrz np. „Kwartalne sprawozdanie na temat strefy euro" („Quarterly report on the euro area") Vol. 6 Nr I, Komisja Europejska, Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych, 2007, str. 37. Podobne wnioski dla Stanów Zjednoczonych formułują M. McConnell i G. Pérez-Quirós w *Output fluctuations in the United States: what has changed since the early 1980s?*, American Economic Review Vol. 90 Nr 5, 2000, str. 1464-1475.

2 Patrz ramka zatytułowana *The contribution of inventory changes to business cycle fluctuations* w Biuletynie Miesięcznym EBC z czerwca 2003 r.

Wykres A PKB i zapasy

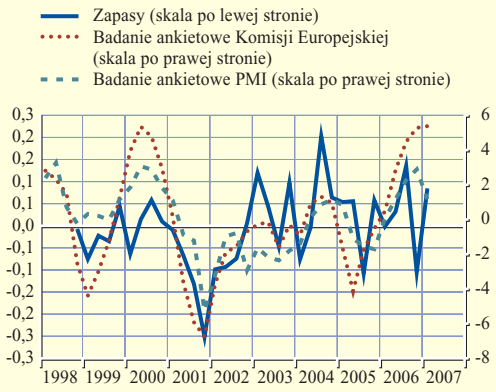
(kwartalne
stopy wzrostu; kwartalny wkład we wzrost PKB w punktach procentowych)



Źródło: Eurostat.

Wykres B Zapasy na tle danych z badań ankietowych

(wkład i wskaźniki w punktach procentowych)



Źródła: Eurostat, NTC Economics, Komisja Europejska i obliczenia EBC.
Uwaga: dane z badania Komisji Europejskiej przyjęły wartości przeciwne, a dane dotyczące obydwu badań zostały uśrednione. Dane dotyczące zapasów zostały przedstawione jako relacja średniej ruchomej wkładów z czterech kwartałów do kwartalnej stopy wzrostu realnego PKB.

wspomniane zniekształcenie danych o wymianie handlowej zostało skompensowane przez odpowiednie skorygowanie w dół wpływu akumulacji zapasów na wzrost realnego PKB[3]. W pierwszym kwartale 2007 r. zniekształcenie takie już nie wystąpiło, przez co udział akumulacji zapasów wykazał wysoką wartość dodatnią.

Ostatnie zdarzenia związane ze stanem zapasów na poziomie całej strefy euro nie były zgodne z oczekiwaniami prywatnych uczestników rynku wynikającymi z badań ankietowych. Dwie instytucje uwzględniają w publikowanych badaniach ankietowych przedsiębiorstw dane dotyczące zmian poziomu zapasów: NTC Economics w badaniu do indeksu PMI (*Purchasing Managers' Index*) oraz Komisja Europejska[4]. Wykres B przedstawia oba badania wraz z czterokwartalną średnią ruchomą udziału zapasów w kwartalnym wzroście realnego PKB. W ciągu ostatnich kilku lat wskaźniki obu tych badań zmieniały się zasadniczo zgodnie z szeregiem dotyczącym samych zapasów. Jednak gwałtowny spadek udziału zapasów w ostatnim kwartale 2006 r. i późniejszy wysoki wzrost w pierwszym kwartale 2007 r. są wyraźnie niezgodne z przebiegiem danych ankietowych. Ten brak zgodności, szczególnie w ostatnim kwartale 2006 r., potwierdza, że ostatnie zdarzenia związane z poziomem zapasów wynikały w dużej mierze z czynników statystycznych.

3 Patrz Federalny Urząd Statystyczny Niemiec (luty 2007); *Detailed results on the economic performance in the 4th quarter of 2006*.
4 Badanie do indeksu PMI dotyczące zapasów towarów nabytych rozpoczęło się w sierpniu 1997 r., a badanie Komisji Europejskiej dotyczące zapasów towarów gotowych w styczniu 1980 r. Różnica między towarami nabytymi a gotowymi polega na tym, że pierwsze z nich obejmują surowce, które będą wykorzystywane w produkcji danego wyrobu, podczas gdy drugie obejmują towary już ukończone, ale jeszcze nie sprzedane ani nie przekazane użytkownikowi końcowemu. Badanie indeksu PMI obejmuje ponadto dane o zapasach towarów gotowych, które nie zostały uwzględnione w niniejszej ramce.

Ramka 9

OSTATNIE ZMIANY W SEKTORACH GOSPODARSTW DOMOWYCH I PRZEDSIĘBIORSTW: DANE Z NOWYCH KWARTALNYCH RACHUNKÓW STREFY EURO WEDŁUG SEKTORÓW

W dniu 1 czerwca 2007 r. EBC i Komisja Europejska (Eurostat) po raz pierwszy opublikowały kwartalne rachunki strefy euro według sektorów instytucjonalnych, obejmujące także rachunki dla reszty świata[1]. W ten sposób zakończył się istotny etap rozwoju statystyki gospodarczej i finansowej strefy euro. Od tej pory co kwartał będą udostępniane prawie kompletne „rachunki narodowe" dla strefy euro, w tym rachunki ogólnogospodarcze (niefinansowe) i rachunki finansowe oraz sprawozdania finansowe. Rachunki te zastąpią tabelę finansowania i inwestycji dotychczas publikowaną przez EBC. Niniejsza ramka wyjaśnia niektóre dane, a następnie opisuje procesy niefinansowe, jakie zaszły ostatnio w sektorach gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Omówienie sytuacji finansowej na podstawie tych danych zawarte jest w rozdziale 2 Biuletynu Miesięcznego.

Kwartalne rachunki strefy euro według sektorów instytucjonalnych

Sytuację makroekonomiczną i finansową kształtują działania podmiotów ekonomicznych. Zgrupowanie podmiotów o podobnych zachowaniach w sektory instytucjonalne (gospodarstwa domowe, instytucje finansowe, przedsiębiorstwa oraz instytucje rządowe i samorządowe) znacząco ułatwia zrozumienie zachodzących zmian. Nowe dane publikowane co kwartał dostarczą znacznie bardziej szczegółowych informacji o procesach niefinansowych – takich jak generowanie i podział dochodu, spożycie, oszczędności, inwestycje – dla każdego sektora[2]. Zwiększą one również spójność statystyk gospodarczych i finansowych w strefie euro, umożliwiając bardziej całościową analizę zmian finansowych i niefinansowych.

Zestawienie kompleksowych i spójnych kwartalnych rachunków strefy euro według sektorów jest wynikiem współdziałania EBC i Komisji (Eurostatu), we współpracy z krajowymi bankami centralnymi i krajowymi instytutami statystycznymi. Pierwszym etapem tego procesu było opracowanie rocznych rachunków według sektorów instytucjonalnych, opublikowanych w maju 2006 r. i prezentujących dane z lat 1999–2004. Nowe rachunki kwartalne obejmują dane od pierwszego kwartału 1999 r. do czwartego kwartału 2006 r. Na razie rachunki te będą udostępniane około 120 dni po zakończeniu kwartału. Ponieważ dane w rachunkach strefy euro według sektorów nie są korygowane sezonowo, niniejsza ramka przedstawia porównania rok do roku. Wszystkie dane podane są w cenach bieżących. Jako że kwartalne rachunki dla sektorów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw zawierają więcej nowych informacji niż te dotyczące sektorów instytucji rządowych i samorządowych, instytucji finansowych oraz reszty świata, poniższy opis koncentruje się na pierwszych dwóch sektorach.

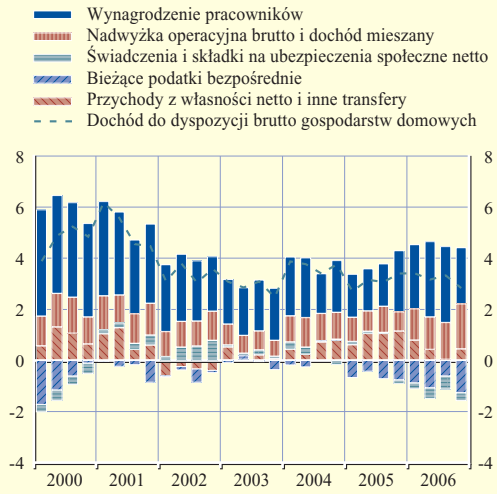
Ostatnie zmiany w sektorze gospodarstw domowych

W ciągu 2006 roku tempo wzrostu nominalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych było nadal umiarkowane; wyniosło ogółem 3,2%, nieco więcej niż w 2005 r. i zasadniczo utrzymało się na poziomie średniego tempa wzrostu od 2002 r. (zob. wykres A). Wynagrodze-

1 Pełne rachunki dla strefy euro są dostępne pod adresem www.ecb.int (EBC). Ponadto niefinansowe rachunki dla Unii Europejskiej są dostępne pod adresem http://ec.europa.eu/eurostat (Eurostat).
2 Szczegółową charakterystykę i definicje pojęć dotyczących rachunków strefy euro według sektorów instytucjonalnych można znaleźć w dokumencie *Quarterly euro area and European Union accounts for institutional sectors (European Sector Accounts)* pod adresem http://www.ecb.int/stats/acc/html/index.en.html oraz w artykule „Zintegrowane rachunki finansowe i niefinansowe strefy euro według sektorów instytucjonalnych" w Biuletynie Miesięcznym z października 2006 r.

Wykres A Przyczyny zmian w dochodzie do dyspozycji brutto gospodarstw domowych

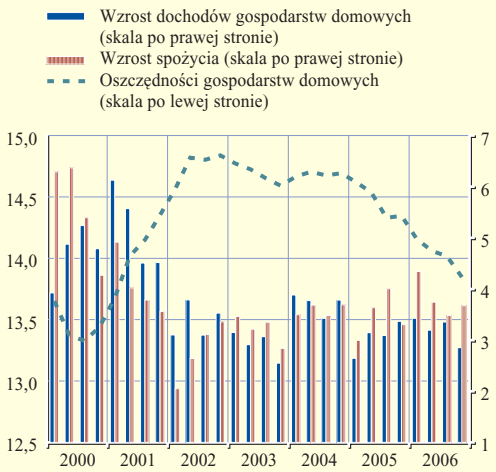
(roczne zmiany w procentach; udział w punktach procentowych)



Źródła: Eurostat i EBC

Wykres B Dochód do dyspozycji gospodarstw domowych, spożycie i oszczędności

(roczne zmiany w procentach; udział w punktach procentowych)



Źródła: Eurostat i EBC

nia pracowników (tj. wynagrodzenia otrzymywane przez gospodarstwa domowe plus składki na ubezpieczenia społeczne odprowadzane przez pracodawców), które stanowią około trzech czwartych nominalnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych brutto, rosły systematycznie w 2005 i 2006 r. wraz ze wzrostem zatrudnienia i płac. „Nadwyżka operacyjna brutto" i „dochody mieszane" uzyskiwane przez osoby pracujące na własny rachunek, stanowiące jedną czwartą dochodów gospodarstw domowych, również dość silnie wzrosły w tym okresie. Zostało to jednak częściowo zniwelowane przez wzrost płatności gospodarstw domowych z tytułu podatków bezpośrednich – głównie podatków dochodowych – oraz składek netto na ubezpieczenia społeczne (np. na ubezpieczenie emerytalne, zdrowotne i od bezrobocia).

Nominalne spożycie w gospodarstwach domowych wzrosło w 2006 r. o 3,8%, najbardziej od 2001 r. Dynamika spożycia w sumie umocniła się, chociaż nieco osłabła w ciągu roku (zob. wykres B). We wszystkich kwartałach spożycie rosło szybciej niż dochód do dyspozycji brutto, więc stopa oszczędności obniżyła się. Od końca 2004 r. stopa ta zmalała o 0,8 punktu procentowego do 13,8%[3]. Inwestycje gospodarstw domowych w aktywa niefinansowe (głównie zakupy nowych nieruchomości i nakłady na środki trwałe zrealizowane przez firmy nieposiadające osobowości prawnej) systematycznie rosły w 2005 i 2006 r. W połączeniu ze spadkiem oszczędności w tym samym okresie spowodowało to spadek wierzytelności netto gospodarstw domowych. W konsekwencji gospodarstwa domowe zredukowały w tym okresie swoje inwestycje w aktywa finansowe (np. akcje). Jednocześnie ich majątek finansowy netto znacząco wzrósł, głównie dzięki zyskom z posiadanych aktywów finansowych.

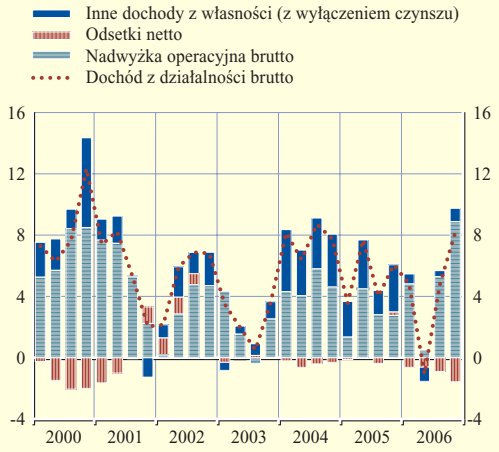
Ostatnie zmiany w sektorze przedsiębiorstw

Tempo wzrostu dochodów z działalności gospodarczej brutto w przedsiębiorstwach obniżyło się i w całym 2006 r. wyniosło 4,0%, w porównaniu z 5,3% w roku poprzednim i 7,7% w 2004 (zob.

3 Stopa oszczędności przedstawiona jest jako odsetek dochodu do dyspozycji brutto i obejmuje korektę o kapitał netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych i ubezpieczeń na życie.

Wykres Czynniki wpływające na dochody z działalności brutto przedsiębiorstw

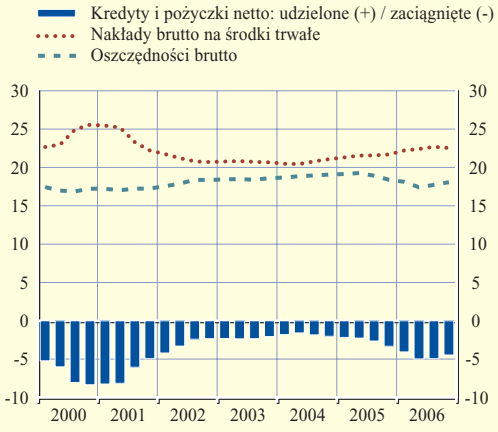
(roczne zmiany w procentach; wkład w punktach procentowych)



Źródła: Eurostat i EBC

Wykres D Dochód, nakłady brutto na środki trwałe i oszczędności przedsiębiorstw

(procenty)



Źródła: Eurostat i EBC
Uwaga: podano jako odsetek wartości dodanej brutto, średnio ruchome z czterech kwartałów

wykres C)[4]. Dane kwartalne wykazują większą zmienność: gwałtowny spadek w drugim kwartale 2006 r., a następnie silne odbicie w trzecim i czwartym kwartale. Zmiany dynamiki wynikały przede wszystkim z wahań w poziomie nadwyżki operacyjnej brutto. Inne dochody z tytułu własności (głównie wpływy z dywidend i zyski z zagranicznych inwestycji bezpośrednich) miały w 2006 r. znaczny udział we wzroście dochodów, chociaż mniejszy niż w 2004 i 2005 r.

Utrzymujący się wzrost dochodów z działalności gospodarczej wywarł korzystny wpływ na inwestycje przedsiębiorstw. Nakłady brutto na środki trwałe, rosnące od połowy 2004 r., odnotowały najwyższą dynamikę od 2001 r. i na koniec 2006 r. osiągnęły blisko 23% wartości dodanej brutto (zob. wykres D). Jako że w tym okresie inwestycje niefinansowe rosły szybciej niż środki własne (i niepodzielone zyski z lat ubiegłych), przedsiębiorstwa pozostały zadłużone w ujęciu netto, tj. finansowały inwestycje poprzez akumulację długu oraz emisję akcji i innych instrumentów kapitałowych.

Nowe kwartalne rachunki strefy euro według sektorów dostarczają informacji o aktywności finansowej i niefinansowej w głównych sektorach instytucjonalnych oraz o relacjach tych sektorów między sobą i z resztą świata. Stanowią dzięki temu cenne uzupełnienie dostępnych danych wykorzystywanych w analizie ekonomicznej i finansowej. Podsumowując, wynika z nich, że na przestrzeni ubiegłego roku gospodarstwa domowe z jednej strony odnotowały wyższe dochody z tytułu wzrostu wynagrodzeń i dochodów z pracy na własny rachunek, ale z drugiej strony poniosły wyższe obciążenia z tytułu podatku dochodowego. Dlatego wzrost nominalnych dochodów do dyspozycji był stosunkowo łagodny, i mimo nieznacznego obniżenia stopy oszczędności spożycie nominalne zwiększyło się umiarkowanie. Natomiast zyskowność przedsiębiorstw w tym samym okresie była wysoka, co wpłynęło na wysoką dynamikę inwestycji.

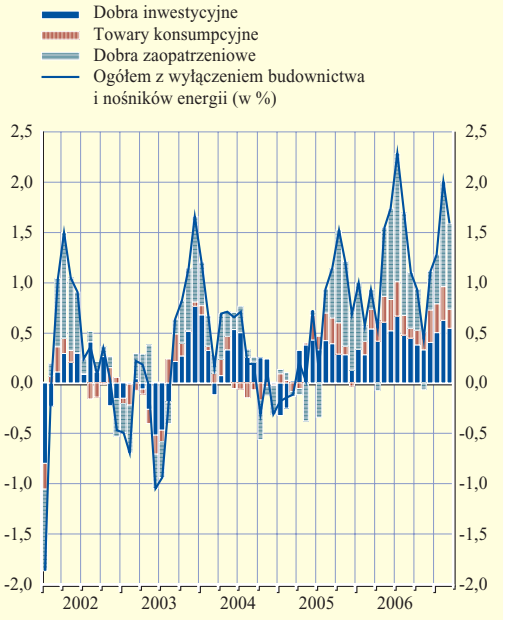
4 Pojęcie dochodu z działalności gospodarczej jest podobne do zysku w księgowości handlowej, gdzie wykazuje się zysk pomniejszony o płatności odsetkowe netto, ale przed płatnością dywidend i podatków. Dochód z działalności obejmuje nadwyżkę operacyjną brutto z tytułu działalności produkcyjnej oraz dochody z tytułu własności krajowych i zagranicznych aktywów finansowych będących w posiadaniu przedsiębiorstw.

wpływających na poziom zapasów w strefie euro w ostatnim okresie jest przedstawiona w ramce 8 zatytułowanej „Ocena ostatnich zdarzeń związanych z poziomem zapasów".

Opublikowane niedawno przez EBC i Komisję Europejską (Eurostat) kwartalne rachunki strefy euro według sektorów instytucjonalnych umożliwiają dokonanie dokładniejszej analizy zmian sytuacji makroekonomicznej w strefie euro. Ukazują one na przykład, jak wzrost wynagrodzeń i dochodów z pracy na własny rachunek został częściowo zniwelowany przez wyższe obciążenia z tytułu podatku dochodowego, co tłumaczy umiarkowany wzrost spożycia prywatnego w ostatnich latach (zob. ramka 9 zatytułowana „Ostatnie zmiany w sektorach gospodarstw domowych i przedsiębiorstw: dane z nowych kwartalnych rachunków strefy euro według sektorów").

Wykres 39 Wzrost produkcji przemysłowej i udział poszczególnych czynników

(stopa wzrostu i udział w punktach procentowych; dane miesięczne skorygowane sezonowo)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.
Uwaga: dane obliczono jako 3-miesięczne średnie ruchome w stosunku do odpowiednich średnich miesięcznych sprzed trzech miesięcy.

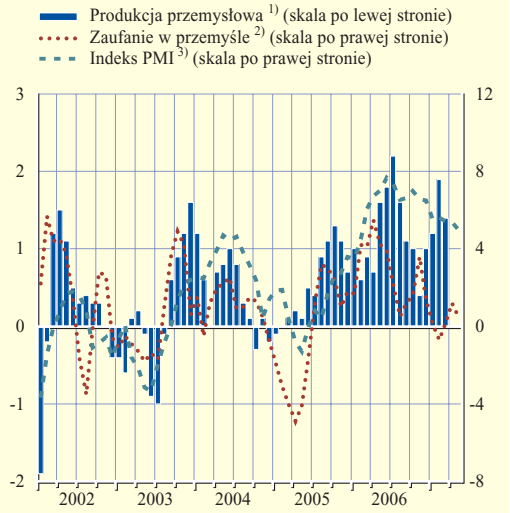
PRODUKCJA W POSZCZEGÓLNYCH SEKTORACH I PRODUKCJA PRZEMYSŁOWA

Wzrost wartości dodanej w 2007 r. dotyczył wszystkich głównych sektorów gospodarki. W dalszym ciągu jego tempo było szczególnie wysokie w przemyśle i budownictwie. Także wartość dodana w usługach rosła w szybkim tempie, choć wolniej niż w pozostałych dwóch sektorach. Wynik ten przesłania jednak zwiększenie tempa wzrostu w usługach finansowych i aktywności gospodarczej. Przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w pierwszym kwartale 2007 r. pozostaje w sprzeczności ze spowolnieniem wzrostu realnego PKB. Wynika to z ujemnego wpływu pozycji „podatki od produktów minus dotacje do produktów", pojęcia łączącego wartość dodaną z PKB. Ten negatywny wpływ może mieć związek z oczekiwaniem na podwyżkę stawki VAT w Niemczech w styczniu 2007 r., które przyczyniło się do zwiększenia wielkości podatków od produktów w ostatnim kwartale 2006 r.

W pierwszym kwartale 2007 r. dynamika produkcji przemysłowej (z wyłączeniem budownictwa) ponownie wzrosła po gwałtownym spadku w drugiej połowie 2006 r., wynikającym przede wszystkim z ujemnego wpływu produkcji energii. Produkcja przemysłowa wzrosła mianowicie o 0,8%, natomiast w czwartym kwartale 2006 r. o 0,6%. Przyspieszenie to wynikło głównie ze wzrostu produkcji dóbr zaopatrzeniowych i inwestycyjnych. Wzrost produkcji dóbr konsumpcyjnych był wolniejszy (zob. wykres 39). Liczba nowych zamówień w przemyśle wzrosła o 1,8% w pierwszym kwartale 2007 r., czyli podobnie jak w czwartym kwartale 2006 r. Po wyłączeniu szczególnie zmiennej pozycji „inny sprzęt transportowy", liczba nowych zamówień wzrosła o 2,3%. Produkcja budowlana zaczęła szybko rosnąć od początku 2006 r., osiągając najwyższe tempo wzrostu od 1994 r. W pierwszym kwartale 2007 r. – już drugi kwartał z rzędu – odnotowała ona wzrost o 2,5%.

Wykres 40 Produkcja przemysłowa, zaufanie w przemyśle i indeks PMI

(dane miesięczne; skorygowane sezonowo)



Źródła: Eurostat, badania sondażowe firm i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską, badania NTC i obliczenia EBC.
1) Przetwórstwo przemysłowe; zmiany procentowe w okresach 3-miesięcznych.
2) Salda procentowe; zmiany w porównaniu ze stanem sprzed trzech miesięcy.
3) PMI (*Purchasing Managers' Index*); odchylenia od wartości indeksowej 50.

Wykres 41 Sprzedaż detaliczna oraz wskaźniki zaufania w sektorach handlu detalicznego i gospodarstw domowych

(dane miesięczne)

Źródła: Badania sondażowe firm i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską oraz Eurostat.
1) Roczne zmiany procentowe; 3-miesięczne średnie ruchome, skorygowane pod względem liczby dni roboczych.
2) Salda procentowe; skorygowane sezonowo i uśrednione. W przypadku zaufania konsumentów wyniki dla strefy euro od stycznia 2004 r. nie są w pełni porównywalne z wynikami z poprzednich okresów z powodu zmian w kwestionariuszu zastosowanym podczas przeprowadzania badań sondażowych we Francji.

DANE Z BADAŃ ANKIETOWYCH PRZEPROWADZONYCH W SEKTORACH PRZETWÓRSTWA PRZEMYSŁOWEGO ORAZ USŁUGOWYM

Dane z badań ankietowych w sektorach przemysłowym i usługowym udostępnione do maja w dalszym ciągu wskazują na wysoki wzrost utrzymujący się w wielu sektorach w drugim kwartale tego roku.

Według przeprowadzonych badań gospodarczych i konsumenckich Komisji Europejskiej, w maju wskaźnik ufności w przemyśle nieznacznie się obniżył, chociaż nadal był na poziomie zbliżonym do najwyższego, odnotowanego w kwietniu. Poziom ufności spadł również w sektorze dóbr zaopatrzeniowych, a w sektorze dóbr konsumpcyjnych i inwestycyjnych pozostał prawie niezmieniony. W maju nieznacznie spadł również indeks PMI (*Purchasing Managers' Index*) dla sektora przetwórstwa przemysłowego, co sugeruje pewne spowolnienie tempa wzrostu, chociaż nadal jest ono dodatnie (zob. wykres 40). W sektorze usług zarówno wskaźnik zaufania Komisji Europejskiej, jak i indeks aktywności gospodarczej PMI w dalszym ciągu wskazują na wysokie tempo wzrostu w drugim kwartale 2007 r. Perspektywy na okres rozpoczynający się po drugim kwartale są również bardzo korzystne, jako że oczekiwany popyt na kolejne 12 miesięcy powinien się utrzymać powyżej długookresowej średniej dla obu wskaźników.

WSKAŹNIKI WYDATKÓW GOSPODARSTW DOMOWYCH

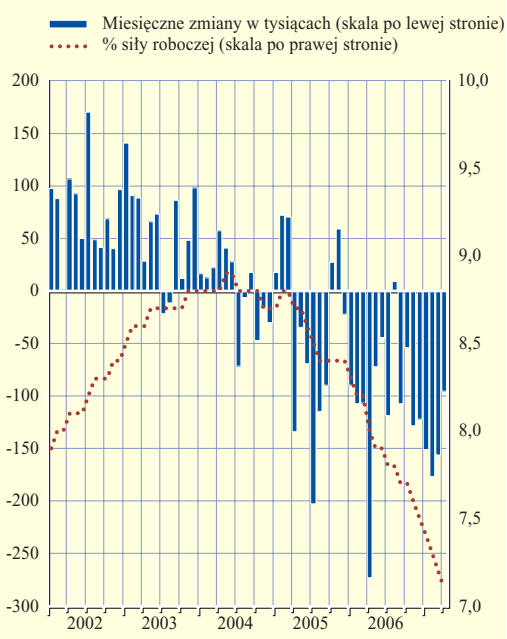
Od początku 2002 r., kiedy rozpoczęło się ożywienie gospodarcze, tempo wzrostu spożycia prywatnego było stosunkowo niewielkie. Jego obecny poziom jest niższy niż notowany pod koniec lat 90-tych. Na podstawie najnowszych dostępnych danych ekonomicznych dotyczących wydatków gospodarstw domowych nadal nie można sformułować jednoznacznej interpretacji dotyczą-

cej spożycia prywatnego w strefie euro w drugim kwartale. Z jednej strony dane makroekonomiczne sugerują, że poziom spożycia pozostaje niski, a z drugiej wyniki badań ankietowych cały czas wskazują na jego wzrost.

W pierwszym kwartale 2007 r. spożycie prywatne w strefie euro zmniejszyło się o 0,1% w ujęciu kwartalnym, po wzroście o 0,4% w czwartym kwartale 2006 r., co odzwierciedla wpływ podwyżki stawki VAT w Niemczech. Liczba zarejestrowanych nowych samochodów osobowych, po spadku w pierwszym kwartale, także w kwietniu wyraźnie spadła (o 5,3% w ujęciu miesięcznym). Według najnowszych danych Eurostatu, wielkość sprzedaży detalicznej była również niska. Natomiast poziom ufności konsumentów w strefie euro wzrósł znacząco w maju i utrzymuje się aktualnie na poziomie zbliżonym do najwyższego, odnotowanego w 2000 r. (zob. wykres 41). W przyszłości zwiększanie się realnych dochodów do dyspozycji wynikające z dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy powinno pobudzić wzrost spożycia prywatnego.

Wykres 42 Bezrobocie

(dane miesięczne; skorygowane sezonowo)



Źródło: Eurostat.

4.2 RYNEK PRACY

Najnowsze dostępne dane potwierdzają stałą poprawę sytuacji na rynkach pracy w strefie euro. Oczekiwania dotyczące zatrudnienia utrzymują się na wysokim poziomie i potwierdzają ocenę, że perspektywy na rynku pracy są korzystne. W badaniach ankietowych pojawiają się pierwsze oznaki pewnej sztywności na rynkach pracy.

Tabela 8 Wzrost zatrudnienia

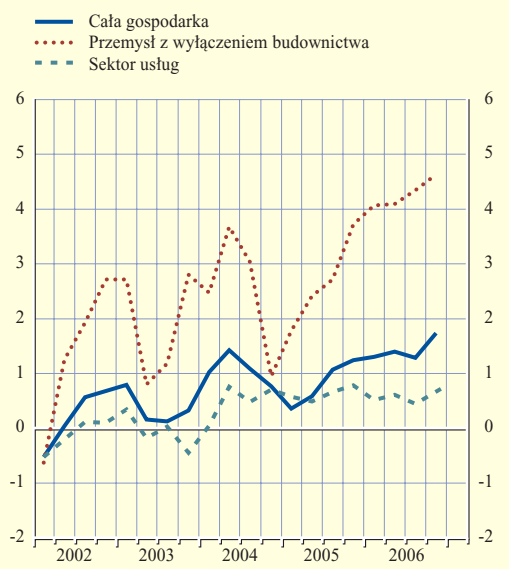
(zmiany procentowe w porównaniu z poprzednim okresem; skorygowane sezonowo)

	Zmiany roczne		Zmiany kwartalne				
	2005	2006	2005 kw. 4	2006 kw. 1	2006 kw. 2	2006 kw. 3	2006 kw. 4
Gospodarka ogółem	0,8	1,4	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3
w tym:							
Rolnictwo i rybołówstwo	-1,4	-0,1	0,1	0,2	0,7	-1,8	-0,4
Przemysł	-0,1	0,7	0,3	0,1	0,3	0,2	0,3
Z wyłączeniem budownictwa	-1,2	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,0	-0,2
Budownictwo	2,7	2,7	0,9	0,6	0,7	0,9	1,6
Usługi	1,3	1,8	0,3	0,6	0,5	0,4	0,4
Handel i transport	0,7	1,2	0,3	0,5	0,5	0,1	0,4
Finanse i obsługa firm	2,1	3,5	1,1	0,9	0,9	1,0	0,7
Administracja publiczna	1,3	1,4	-0,1	0,6	0,4	0,4	0,2

Źródła: Eurostat oraz obliczenia EBC.

Wykres 43 Wydajność pracy

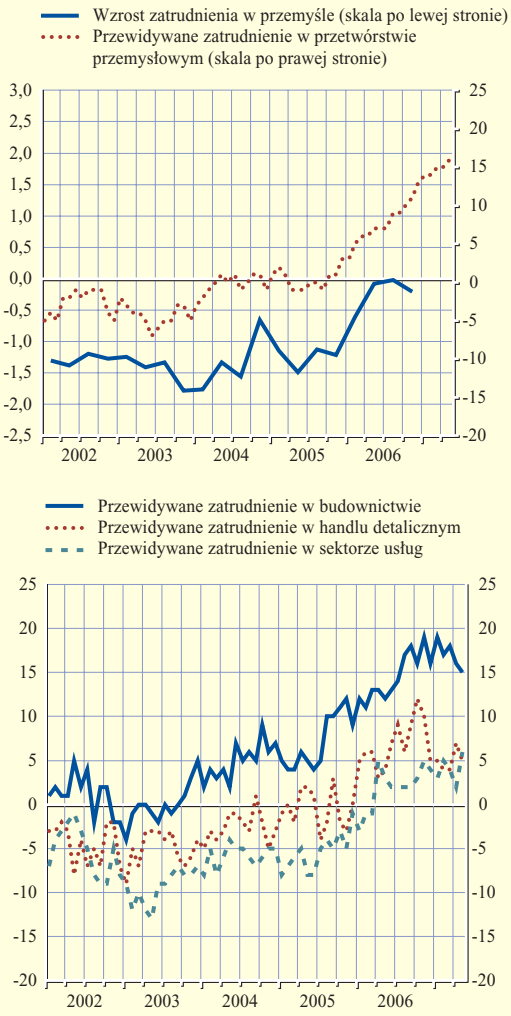
(roczne zmiany w procentach)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.

Wykres 44 Wzrost zatrudnienia i prognozy w tym zakresie

(roczne zmiany procentowe; salda procentowe; skorygowane sezonowo)



Źródła: Eurostat oraz badania sondażowe firm i konsumentów przeprowadzone przez Komisję Europejską.
Uwaga: salda procentowe są uśrednione.

BEZROBOCIE

Od początku 2005 r. stopa bezrobocia w strefie euro wykazuje tendencję spadkową. W kwietniu 2007 r. nastąpił dalszy jej spadek do poziomu 7,1%, tj. o 0,1 punktu procentowego w porównaniu z wartością odnotowaną w marcu (zob. wykres 42). Liczba bezrobotnych zmniejszyła się w kwietniu o około 95 000, nieco poniżej średniej miesięcznej za pierwszy kwartał, która wyniosła 150 000.

Dane ankietowe dotyczące ograniczeń produkcji w sektorze przemysłowym wykazują na rosnący niedobór podaży pracy, który jednak nie osiągnął jeszcze tak wysokiego poziomu, jak odnotowany pod koniec 2000 r. W większości państw strefy euro zaobserwować można wstępne oznaki sztywności na rynku pracy. Nie należy jednak pomijać potencjalnej roli globalizacji i imigracji w zmniejszaniu tych ograniczeń.

ZATRUDNIENIE

Wzrost zatrudnienia w strefie euro w czwartym kwartale 2006 r. był nadal wysoki w wyniku zmian w sektorze usług i budownictwa (zob. tabela 8), w których poziom zatrudnienia wzrósł o odpowiednio 352 000 i 170 000. Spadek zatrudnienia w rolnictwie (o 26 000) i przemyśle z wyłączeniem budownictwa (o 51 000) spowodował, że całkowity kwartalny wzrost zatrudnienia w strefie euro wyniósł 445 000.

W czwartym kwartale 2006 r. wzrost wydajności pracy w skali rocznej osiągnął poziom 1,7%, najwyższy od drugiego kwartału 2000 r. (zob. wykres 43). Ostatnie oszacowania trendu wzrostu wydajności pracy w strefie euro wskazują, że rzeczywiście mogło nastąpić zatrzymanie obserwowanej w ostatnich dziesięciu latach tendencji spadkowej. Należy zachować jednak dużą ostrożność z uwagi na fakt, że złożony indeks wydajności PMI odnotował w kwietniu 2007 r. dalszy spadek do najniższej wartości w ciągu 20 miesięcy, chociaż nadal utrzymuje się on powyżej poziomu 50, wskazując tym samym na dodatnie tempo wzrost wydajności.

W maju oczekiwania dotyczące zatrudnienia były nadal pozytywne, wskazując na wzrost zatrudnienia w strefie euro w pierwszej połowie 2007 r. (zob. wykres 44). Oczekiwania te w badaniach ankietowych Komisji Europejskiej silnie wzrosły w sektorze usług, osiągając najwyższy poziom od połowy 2001 r. Wzrosły również, chociaż w dużo mniejszym stopniu, oczekiwania dotyczące zatrudnienia w sektorze przemysłowym. Oczekiwania dotyczące zatrudnienia na podstawie indeksu PMI pozostały w tym miesiącu na tym samym poziomie.

4.3 PERSPEKTYWY DLA AKTYWNOŚCI GOSPODARCZEJ

Najnowsze dane gospodarcze potwierdzają perspektywy silnego i obejmującego wszystkie sektory gospodarki wzrostu w strefie euro będącego odzwierciedleniem korzystnych warunków związanych z wysokim popytem krajowym i zagranicznym. Sytuacja na rynku pracy nadal ulega poprawie i powinna przyczynić się do szybszego wzrostu spożycia prywatnego. Obiecujące są również perspektywy inwestycyjne, jeśli weźmie się pod uwagę zakumulowane i bieżące wysokie zyski przedsiębiorstw, korzystne warunki finansowania oraz konieczność odnowienia środków trwałych wynikającą z wysokiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych w sektorze przetwórstwa przemysłowego, które obecnie jest najwyższe od ponad 15 lat. Chociaż dane krótkookresowe zostały zniekształcone przez efekt statystyczny, w którego wyniku zawyżony został wzrost eksportu w Niemczech w czwartym kwartale 2006 r., wysoki wzrost gospodarczy na świecie powinien w dalszym ciągu korzystnie wpływać na eksport.

Zgodnie z tą oceną, najnowsze projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu dla strefy euro przewidują realne tempo wzrostu PKB w przedziale pomiędzy 2,3% a 2,9% w 2007 r. i pomiędzy 1,8% a 2,8% w 2008 r. (patrz część zatytułowana „Projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurostystemu dla strefy euro").

W krótkim okresie bilans czynników ryzyka związanych ze wspomnianym scenariuszem jest zasadniczo zrównoważony. Natomiast w perspektywie średnio– i długookresowej przeważa ryzyko osłabienia wzrostu wynikające głównie z czynników zewnętrznych. Dotyczą one przede wszystkim obaw przed nasileniem presji protekcjonistycznych, a także możliwości dalszego wzrostu cen ropy naftowej, niekorzystnego rozwoju sytuacji w zakresie nierównowagi na świecie i zmian w nastrojach na rynkach finansowych.

5 SYTUACJA FISKALNA

Po znacznej poprawie sytuacji budżetowej, jaka została odnotowana w 2006 r., najnowsze prognozy zapowiadają dalszą redukcję stosunku deficytu do PKB w strefie euro w latach 2007–2008 spowodowaną utrzymującą się wysoką skutecznością gromadzenia dochodów i umiarkowanym wzrostem wydatków w kontekście sprzyjających perspektyw makroekonomicznych. Jednakże, po uwzględnieniu działań tymczasowych i czynników cyklicznych, poprawa strukturalna jest mniejsza niż wskazuje na to nominalny bilans budżetowy. W tym kontekście obecny „korzystny okres" w gospodarce stwarza nowe szanse szybkiej naprawy pozostałych zaburzeń równowagi budżetowej oraz przyspieszenia działań na rzecz realizacji celów średniookresowych (MTO), które mają zostać osiągnięte w jak najkrótszym czasie, najpóźniej do 2010 r.

SYTUACJA FISKALNA W 2006 R. ORAZ PERSPEKTYWY NA LATA 2007 i 2008

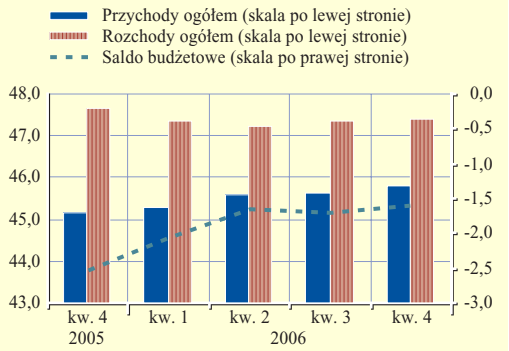
W 2006 r. sytuacja fiskalna w strefie euro okazała się lepsza niż przewidywano. Dotyczy to również programów stabilizacyjnych rozpoczętych przez państwa członkowskie należące do strefy euro pod koniec 2006 r. i na początku 2007 r. Ogólny deficyt budżetowy strefy euro obniżył się z 2,5% PKB w 2005 r. do 1,6% w 2006 r. (zob. tabela 9). Odzwierciedla to stały wzrost wskaźnika dochodów w sektorze instytucji rządowych i samorządowych w ciągu czterech kwartałów roku i umiarkowany spadek wskaźnika wydatków (zob. wykres 45). Na obniżenie tego ostatniego wpływ miały dwa jednorazowe znaczne wzrosty wydatków we Włoszech związane z orzeczeniem Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości w sprawie VAT i przejęciem długu kolejowego w drugiej połowie roku.

Po znacznej poprawie sytuacji budżetowej odnotowanej w 2006 r. sytuacja finansów publicznych w strefie euro powinna nadal się poprawiać w 2007 i 2008 r. Zgodnie z prognozami z wiosny 2007 r. opublikowanymi przez Komisję Europejską, zakładającymi utrzymanie się aktualnych polityk fiskalnych, oczekuje się, że średni wskaźnik deficytu do PKB w sektorze instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro obniży się do 1,0% w 2007 r. i 0,8% w 2008 r. (zob. tabela 9). Podobne przewidywania zawierał Przegląd Gospodarczy OECD z maja 2007 r. W odniesieniu do krajów podlegających obecnie procedurze nadmiernego deficytu (Włochy i Portugalia, po ostatnim uchyleniu procedury nadmiernego deficytu dla Niemiec i Grecji), oczekuje się, że jedynie Portugalia odnotuje deficyt powyżej wartości referencyjnej na poziomie 3% PKB zarówno w 2007 r., jak i 2008 r., podczas gdy Komisja przewiduje, że deficyt Włoch spadnie poniżej 3% PKB w 2007 r.

W przypadku krajów, których deficyt nie jest nadmierny, ale które nie osiągnęły jeszcze swoich celów średniookresowych (Belgia, Niemcy, Grecja, Francja, Austria, Słowenia), przewiduje się jedynie niewielką poprawę sald budżetowych lub nawet ich pogorszenie w 2007 r. i 2008 r. Spośród krajów, które już osiągnęły swoje cele średniookresowe (Irlandia, Hiszpania, Luxemburg, Holandia, Finlandia), oczekuje się, że Irlandia i Holandia zredukują znacznie swoje salda budżetowe. W przypadku Holandii spodziewany jest czaso-

Wykres 45 Kwartalne statystyki finansowe sektora rządowego w strefie euro

(suma ruchoma z czterech kwartałów jako procent PKB)



Źródło: obliczenia EBC na podstawie danych Eurostatu i danych krajowych.

Tabela 9 Sytuacja fiskalna w strefie euro

(jako procent PKB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Prognozy gospodarcze Komisji Europejskiej, wiosna 2007 r.						
a. Dochody ogółem	45,1	44,8	45,1	45,7	45,5	45,4
b. Wydatki ogółem	48,2	47,6	47,6	47,3	46,5	46,2
w tym:						
c. Wydatki odsetkowe	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9	2,8
d. Wydatki pierwotne (b - c)	44,9	44,5	44,6	44,5	43,6	43,3
Saldo budżetowe (a - b)	-3,0	-2,8	-2,5	-1,6	-1,0	-0,8
Saldo pierwotne budżetu (a - d)	0,2	0,3	0,5	1,3	1,9	2,0
Cyklicznie skorygowane saldo budżetowe	-2,7	-2,4	-1,8	-1,2	-0,8	-0,7
Zadłużenie brutto	69,2	69,7	70,5	69,0	66,9	65,0
Pozycja pozabilansowa: realny PKB (zmiana roczna w procentach)	0,8	2,0	1,4	2,7	2,6	2,5
Programy stabilizacyjne: wartości średnie dla strefy euro na podstawie zaktualizowanych programów stabilizacyjnych z lat 2006-2007[1)]						
Saldo budżetowe			-2,4	-2,1	-1,4	-1,1
Saldo pierwotne budżetu			0,6	1,0	1,5	1,8
Cyklicznie skorygowane saldo budżetowe			-1,8	-1,7	-1,1	-0,8
Zadłużenie brutto			70,6	69,4	67,8	66,4
Pozycja pozabilansowa: realny PKB (zmiana roczna w procentach)			1,4	2,6	2,2	2,2

Źródła: Komisja Europejska, zaktualizowane programy stabilizacyjne z lat 2006–2007 i obliczenia EBC.
Uwaga: Dane nie zawierają wpływów ze sprzedaży licencji UMTS i mogą się nie sumować ze względu na zaokrąglenia.
1) Dane dostępne według stanu na maj 2007 r. Wartości średnie dla strefy euro za rok 2005 obejmują dane dla Francji z programu stabilizacyjnego z lat 2005–2006.

wy deficyt w 2007 r. przed powrotem do równowagi budżetowej w 2008 r. Również w przypadku Hiszpanii przewiduje się niższą nadwyżkę budżetową.

W porównaniu z celami wytyczonymi podczas ostatniej aktualizacji programów stabilizacyjnych, Komisja Europejska przewiduje poprawę sytuacji budżetowej. Dlatego też przewidywane wskaźniki deficytowe na rok 2007 i 2008 w strefie euro są odpowiednio niższe o 0,4 i 0,3 punktu procentowego PKB od średnich krajowych wartości docelowych określonych w ostatniej wersji programów stabilizacyjnych. To odzwierciedla spodziewany efekt przeniesienia w dużej mierze niezaplanowanego wzrostu dochodów z podatków w 2006 r., a także poprawę sytuacji makroekonomicznej. Jednocześnie przewiduje się ograniczenie działań konsolidacyjnych w 2007 r., których skutki mają być widoczne w budżetach na rok 2008 r.

Po redukcji odnotowanej w 2006 r., wskaźnik zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro ma nadal obniżać się i osiągnąć 65,0% PKB w 2008 r. To z kolei jest odzwierciedleniem spadku oczekiwanego wskaźnika zadłużenia we wszystkich krajach z wyjątkiem Portugalii, podczas gdy stosunek długu do PKB będzie nadal wzrastał. Niemniej jednak, siedmiu członków strefy euro (Belgia, Niemcy, Grecja, Francja, Włochy, Austria i Portugalia) powinno odnotować wskaźnik zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych na poziomie przekraczającym lub bardzo bliskim 60% PKB w 2008 r.

CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA SYTUACJĘ BUDŻETOWĄ

Prognoza poprawy sytuacji budżetowej na poziomie strefy euro jest zgodna z przewidywanymi sprzyjającymi warunkami gospodarczymi, takimi jak wzrost realnego PKB na poziomie znacznie powyżej potencjalnych wartości w 2007 r., oraz w mniejszym stopniu w 2008 r. (zob. wykres 46a). Obejmuje to cykliczny, pozytywny wpływ na salda budżetowe. Do tego należy dodać dosyć umiarkowane działania konsolidacyjne widoczne we wzroście cyklicznie dostosowywanych sald pierwotnych, o 0,4% PKB w 2007 r. i 0,1% w 2008 r. Ponadto taka korekta jest wynikiem określonych czynników przejściowych, natomiast zmniejszenie wskaźnika wydat-

ków odsetkowych jest nieistotne (zob. wykres 46b i c). Na poziomie krajowym, umiarkowana poprawa cyklicznie korygowanego salda pierwotnego w strefie euro w znacznym stopniu obrazuje spodziewane korekty w Niemczech, Francji i we Włoszech, które mogą zrównoważyć pogorszenie przewidywane w szczególności w Irlandii i w Holandii.

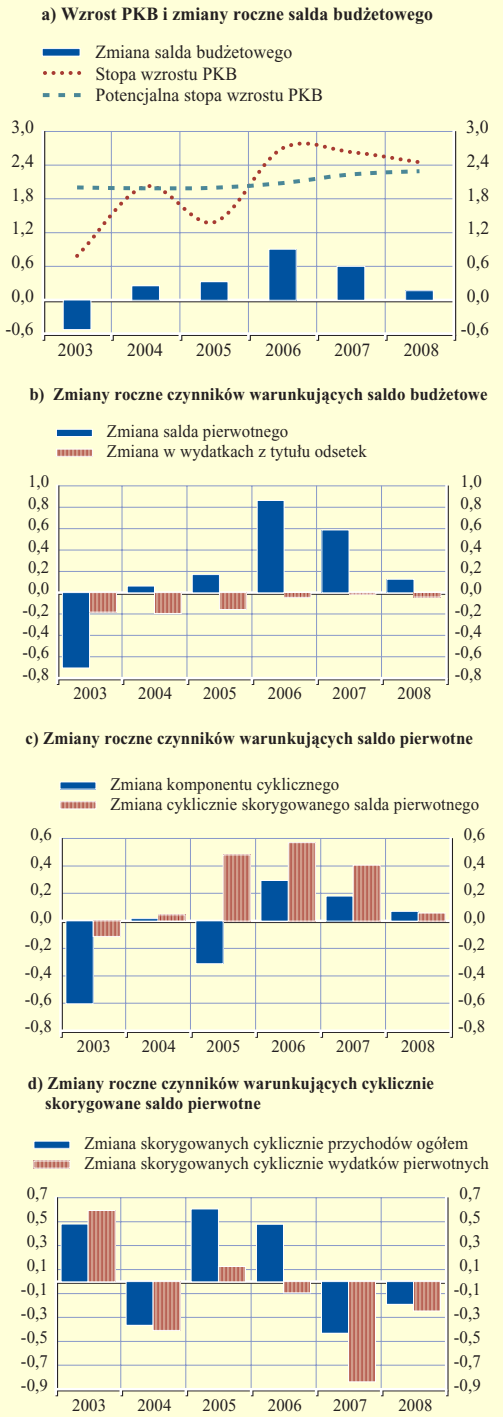
Umiarkowane zaostrzenie polityki fiskalnej spodziewane w strefie euro w 2007 r. może być wynikiem przewidywanego spadku cyklicznie korygowanego wskaźnika wydatków, co powinno zrównoważyć redukcje cyklicznie korygowanych dochodów (zob. wykres 46d). Zakładając brak zmian w polityce, w 2008 r. cyklicznie korygowane dochody i wskaźniki wydatków będą nadal się obniżać, ale w wolniejszym tempie. Zgodnie z szacunkami Komisji obniżenie się wskaźnika dochodów odzwierciedla głównie wolniejszy wzrost wartości podatku w stosunku do wzrostu PKB, podczas gdy stan wydatków w dużej mierze wynika z utrzymujących się tendencji wzrostu wydatków wobec wyższego niż wcześniej zakładano wzrostu PKB. Ponadto zakończenie jednorazowych transferów kapitałowych we Włoszech w znacznym stopniu tłumaczy redukcję wydatków strefy budżetowej w 2007 r. (osiągającej prawie 0,4 punktu procentowego PKB).

OCENA

Lepsza niż prognozowana sytuacja fiskalna w 2006 r. oraz korzystne perspektywy gospodarcze stwarzają nowe szanse naprawy utrzymujących się zaburzeń równowagi budżetowej. Kraje powinny w pełni wykorzystać obecny wzrost gospodarczy oraz lepsze niż oczekiwane przychody z tytułu podatku w dążeniu do realizacji bardziej ambitnych działań konsolidacyjnych oraz do unikania prowadzenia polityki procyklicznej. Taka strategia byłaby zgodna z przepisami Paktu Stabilności i Wzrostu oraz ze zobowiązaniem Eurogrupy z dnia 20 kwietnia 2007 r. Zgodnie z powyższym, Ministrowie Finansów krajów strefy euro potwierdzili swoje poparcie dla Paktu Stabilności i Wzrostu i przyznali, że strefa euro doświadcza obecnie korzystne-

Wykres 46 Czynniki warunkujące zmiany budżetowe w strefie euro

(w punktach procentowych PKB; zmiany w procentach)



Źródła: Komisja Europejska (prognozy ekonomiczne na wiosnę 2007 r.) i obliczenia EBC.

go okresu oraz zobowiązali się do osiągnięcia określonych celów polityki budżetowej w nadchodzących latach.

Przede wszystkim znacznie lepsze od oczekiwanych wyniki polityki budżetowej w 2006 r. muszą zostać przełożone na bardziej ambitne cele budżetowe na 2007 r. oraz na kolejne lata. Kraje doświadczające problemów z utrzymaniem równowagi budżetowej powinny przeznaczyć całość nadzwyczajnych dochodów na zmniejszenie deficytu i oprzeć się presji liberalizacji polityki budżetowej. Taka polityka przyczyni się do odpowiedniego zredukowania wskaźników zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych, które wciąż utrzymują się na tym samych poziomach lub nawet je przekraczają na początku trzeciego etapu UGW.

Kraje o nadmiernym deficycie muszą zapewnić jego jak najszybszą redukcję, najpóźniej w terminie wyznaczonym przez Radę ECOFIN. Wymogi dotyczące konsolidacji określone w zaleceniach i uwagach Rady powinny zostać przynajmniej spełnione lub przekroczone, jeżeli warunki gospodarcze okażą się korzystniejsze niż przewidywano. W tym kontekście ważne jest, aby kraje te utrzymały działania konsolidacyjne również po skorygowaniu nadmiernego deficytu.

W przypadku krajów bez nadmiernego deficytu budżetowego, ale które jeszcze nie zrealizowały swoich celów średniookresowych, Pakt Stabilności i Wzrostu przewiduje roczną poprawę bilansu budżetowego wynoszącą 0,5 % PKB, oczekując jednocześnie intensyfikacji działań konsolidacyjnych w korzystnym okresie. Prognozy Komisji Europejskiej na 2007 r. i 2008 r. sugerują że 0,5% wartość referencyjna zostanie osiągnięta przez te kraje tylko w bardzo nielicznych przypadkach. Przewiduje się raczej, że działania konsolidacyjne utrzymają się poniżej wartości referencyjnej w prawie wszystkich przypadkach, podczas gdy istnieje duże prawdopodobieństwo przekroczenia tej wartości w obecnym korzystnym okresie. Dlatego wiele krajów powinno wdrożyć bardziej ambitne strategie konsolidacyjne na rok 2007 oraz powinny one przyjąć dodatkowe, bardziej zaostrzone środki w swoich budżetach na 2008 r. w celu osiągnięcia celów konsolidacji. W kontekście ogólnie sprzyjających warunków makroekonomicznych większość krajów strefy euro powinna osiągnąć swoje cele średniookresowe do 2008 i 2009 r. Najpóźniej powinny tego dokonać przed rokiem 2010. Jest to również zgodne ze zobowiązaniem Eurogrupy.

Kraje, które zrealizowały już swoje cele średniookresowe powinny unikać procyklicznej liberalizacji polityki fiskalnej i jednocześnie umożliwić działanie automatycznych stabilizatorów budżetowych. Jednakże prognozy Komisji na 2007 r. przewidują w niektórych przypadkach znaczną liberalizację fiskalną w niektórych krajach z tej grupy. Wezwanie do zachowania ostrożności dotyczy w szczególności krajów, w których szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy brak równowagi makroekonomicznej (np. związany ze wzrostem podaży kredytu lub znacznym deficytem na rachunku obrotów bieżących). W takich krajach wprowadzenie automatycznych stabilizatorów może przyczynić się do utrzymania znacznych nadwyżek budżetowych w ujęciu nominalnym, co zapewniłoby dodatkowy margines bezpieczeństwa na wypadek nagłej zmiany klimatu gospodarczego.

Zgodnie ze szczegółowymi informacjami przedstawionymi w ramce poniżej, polityka płacowa rządu może raczej pogłębić aniżeli przyczynić się do wyrównania fluktuacji makroekonomicznych. Mając to na uwadze, publiczne polityki płacowe krajów strefy euro pełnią ważną funkcję ostrzegawczą w obecnej sytuacji gospodarczej. Poprawa jakości rządowych danych finansowych utrzymuje swoje kluczowe znaczenie w skutecznym monitorowaniu polityk budżetowych. W tym kontekście należy wspierać wszystkie działania mające na celu poprawę stanu danych finansowych i wzmocnienie wiarygodności tych danych.

STRATEGIE MAJĄCE NA CELU OSIĄGNIĘCIE DŁUGOTERMINOWEJ RÓWNOWAGI FISKALNEJ

W większości krajów strefy euro długoterminowa równowaga finansów publicznych ciągle nie została osiągnięta. Starzenie się społeczeństwa doprowadzi do zwiększenia presji wydatkowej w zakresie emerytur, opieki zdrowotnej i opieki długoterminowej[1]. Osiągnięcie i utrzymanie zrównoważonych budżetów lub nadwyżek budżetowych w celu szybkiego zredukowania wskaźnika zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych i/lub stworzenia rezerw budżetowych, stanowiłoby znaczny wkład w poprawę równowagi budżetowej. Jednakże w większości krajów strefy euro dalsze reformy systematyczne i/lub parametryczne systemu emerytalnego i dostosowania systemy opieki zdrowotnej oraz polityki długoterminowej opieki są nadal bardzo ważne. Ponadto reformy systemów podatków i świadczeń przyczynią się do zwiększenia równowagi budżetowej poprzez zwiększenie zatrudnienia i wzrost produktywności. Działania mające poprawić jakość wydatków publicznych, zwłaszcza poprzez poprawę skuteczności usług publicznych, również stanowiłyby ważny wkład. W tym kontekście obecne korzystne warunki gospodarcze stanowią doskonałe środowisko do przyspieszenia reform fiskalnych i wprowadzenia odpowiednich krajowych przepisów i procedur budżetowych w celu lepszego zarządzania wydatkami publicznymi.

1 Zob. *OECD Economic Outlook* No. 81, maj 2007.

Ramka 10

ZMIANY WYSOKOŚCI PŁAC W SEKTORZE RZĄDOWYM W STREFIE EURO

Zmiany wysokości płac w sektorze państwowym w państwach należących do strefy euro stanowią ważny czynnik odpowiedzialny za zmianę płac w całej gospodarce, jednostkowe koszty pracy oraz inflację. Jest to widoczne na podstawie następującego faktu: płace w sektorze państwowym w przeliczeniu na wynagrodzenia pracowników sektora instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro osiągały średnio ponad 20% całkowitej wysokości wynagrodzeń pracowników w latach 1999–2006 (zob. ostatnia kolumna w poniższej Tabeli), z pewnymi wahaniami w zależności od państwa strefy euro[1]. Tak więc negocjacje płac i zmiany poziomu zatrudnienia w sektorze rządowym oraz ich potencjalne skutki uboczne dla innych sektorów gospodarki mogą mieć wyraźny wpływ na jednostkowe koszty pracy i presję inflacyjną (w tym poprzez zmiany cen kontrolowanych[2]) w całej strefie euro, jak również na konkurencyjność kosztów i cen w poszczególnych państwach strefy euro. W tym kontekście niniejsza ramka przedstawia analizę dynamiki wysokości płac w sektorze rządowym w strefie euro oraz ich zmiany wobec płac w sektorze prywatnym.

Od czasu powstania UGW całkowite wynagrodzenia pracowników sektora rządowego i prywatnego w strefie euro rosły w bardzo podobnym tempie[3]. Mimo że sytuacja różni się znacznie w poszczególnych państwach strefy euro, w całej strefie euro wzrost całkowitych wynagrodzeń pracowników sektora rządowego pozostał niższy od nominalnego PKB. Oznacza to, że udział wydatków na płace sek-

1 Należy zwrócić uwagę na pewne metodologiczne zastrzeżenia co do miar, porównywalności wynagrodzeń w sektorze rządowym dla różnych krajów, jak i poziomów zatrudnienia w tym sektorze. Niektóre różnice tych dwóch zmiennych fiskalnych zaobserwowane w krajach strefy euro związane są z kwestiami instytucjonalnymi, takimi jak różnice organizacji sektora publicznego. Na przykład w krajach, gdzie szpitale są w posiadaniu i pod zarządem państwa (władz centralnych, regionalnych lub lokalnych), koszty związane z opieką zdrowotną ponoszone przez rząd to płace bezpośrednie pracowników, zakup leków i inne nakłady. W krajach, gdzie szpitale zarządzane są przez sektor prywatny lub przedsiębiorstwo publiczne sklasyfikowane jako pozarządowa, koszty poniesione przez rząd zaliczane będą do kategorii innych wydatków publicznych. Różnica w organizacji świadczenia usług może prowadzić do różnej oceny zmian płac w sektorze rządowym.
2 Zob.: Biuletyn Miesięczny EBC, maj 2007, ramka „Measuring and assessing the impact of administered prices on HICP inflation", str. 38-41.
3 Wynagrodzenia pracowników sektora prywatnego obliczane są jako różnica ogólnych wynagrodzeń i wynagrodzeń pracowników sektora rządowego. Wynagrodzenie jednego pracownika sektora prywatnego obliczamy dzieląc ogólne wynagrodzenia sektora prywatnego przez liczbę zatrudnianych w nim osób (wszyscy pracownicy minus pracownicy sektora rządowego i minus samozatrudnieni).

Wynagrodzenie na pracownika w sektorze rządowym i prywatnym w strefie euro

	Nominalny wzrost w % w latach 1999-2006						Udział wynagrodzenia pracowników sektora publicznego w wynagrodzeniach pracowników ogółem, średnia z lat 1999-2006 (%)
	Wynagrodzenie pracowników sektora publicznego	Wynagrodzenie na pracownika w sektorze publicznym	Wynagrodzenie pracowników sektora prywatnego	Wynagrodzenie na pracownika w sektorze prywatnym	Nominalny PKB	Inflacja HICP	
Strefa euro	**27,5**	**21,6**	**27,0**	**14,7**	**31,0**	**16,3**	**21,4**
Belgia	33,6	25,3	27,4	18,8	32,0	15,9	23,3
Niemcy	0,5	8,3	9,0	7,5	15,2	11,7	14,9
Irlandia	131,7	67,0	84,7	42,2	92,1	28,0	22,5
Grecja	74,0	64,9	66,3	44,7	68,8	26,3	35,5
Hiszpania	56,0	22,1	57,8	12,2	67,8	25,4	20,8
Francja	27,1	20,4	31,8	23,0	29,9	14,7	25,6
Włochy	36,7	33,8	36,0	14,8	30,8	18,3	26,8
Luksemburg	59,8	34,6	64,3	43,7	66,6	22,7	16,7
Holandia	37,6	24,8	27,8	26,2	35,3	19,5	19,4
Austria	3,7	16,0	23,8	15,8	28,1	13,7	19,6
Portugalia	39,3	25,3	44,5	31,9	33,4	24,0	28,2
Finlandia	36,2	28,2	36,5	28,0	35,8	11,6	27,7

Agregat strefy euro z wyłączeniem Słowenii – analiza obejmuje lata 1999–2006.
Źródło: baza danych OECD Economic Outlook, wydanie z grudnia 2006 r. Brakujące dane nt. zatrudnienia w sektorze rządowym w Niemczech, Grecji i Austrii zaczerpnięto z wydania z czerwca 2006 r. Koncepcja ogólnych wynagrodzeń pracowników sektora rządowego w zgodzie z ESA 95. Kwestie statystyczne dotyczące definicji zatrudnienia publicznego znaleźć można w publikacji OECD zatytułowanej *Measuring public employment in OECD countries: sources, methods and results*, OECD, 1997 r. Biorąc pod uwagę fakt, że mogą pojawić się różnice spowodowane zróżnicowaniem źródeł danych, należy z pewną ostrożnością podchodzić do danych OECD dotyczących liczby pracowników sektora rządowego w niektórych krajach (szczególnie Hiszpanii, Grecji i Portugalii).

tora rządowego malał z czasem w stosunku do PKB, zgodnie ze spadkiem udziału dochodów w całej gospodarce i wysokości płac w sektorze prywatnym w strefie euro.

Natomiast wynagrodzenie na pojedynczego pracownika w latach 1999–2006 rosło znacznie szybciej w sektorze rządowym niż w sektorze prywatnym, co odzwierciedla różny rozwój zatrudnienia w obu sektorach. Chociaż rozwój zatrudnienia różnił się znacznie w poszczególnych państwach strefy euro, w kilku z nich płace na pracownika w sektorze rządowym rosły szybciej niż płace na pracownika w sektorze prywatnym. Zjawisko to wynika z kilku czynników, w tym z różnic w dominującym rodzaju umów o wynagrodzenie w sektorze publicznym i prywatnym, struktury kwalifikacji pracowników w obu sektorach, względnego braku pracowników, przewagi zatrudnienia w niepełnym wymiarze godzin i zatrudnienia tymczasowego oraz, co jest równie ważne, z ograniczeń budżetów państwowych w porównaniu do presji wynikającej z konkurencji na rynku w sektorze prywatnym.

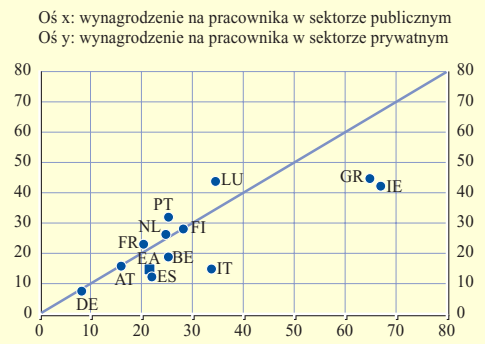
Dynamika wysokości płac w sektorze rządowym jest szczególnie ważna przy analizowaniu globalnych fluktuacji gospodarczych. Obecne dowody przemawiają za wnioskiem, że w ciągu ostatnich 30 lat w strefie euro oraz w państwach tej strefy wydatki na płace w sektorze rządowym, wynagrodzenie na pracownika i zatrudnienie zazwyczaj ulegały cyklicznym zmianom (z opóźnieniami wynoszącymi rok lub dwa lata)[4]. Jest to zgodne z poglądem ekonomii politycznej na temat wysokości płac w sektorze publicznym, zgodnie z którym w korzystnych warunkach gospodarczych trudniej jest państwom oprzeć się presji zwiększenia poziomu zatrudnienia, płac, a więc i wydatków na płace. Podobnie w przypadku tendencji zniżkowej w gospodarce wydatki na płace w sektorze rządowym wydają się być jednym z narzędzi uznaniowego zaostrzenia w celu ograniczenia wzrostów deficytu.

Aby ocenić jaki wpływ mają na gospodarkę zmiany wysokości płac w sektorze rządowym, ważne jest także uwzględnienie potencjalnych skutków ubocznych dla płac w sektorze publicznym i prywatnym. W la-

4 Zob.w : A. Lamo, J. J. Pérez and L. Schuknecht, *The cyclicality of consumption, wages and employment of the public sector in the euro area*, Dokument Roboczy EBC nr 757, maj 2007.

Wykres A Wynagrodzenie na pracownika w sektorze rządowym i prywatnym w strefie euro

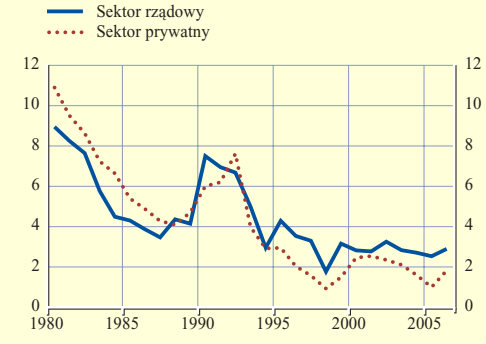
(nominalne stopy wzrostu w procentach, 1999–2006)



Źródło: zob. tabela w tej ramce.
Uwaga: zagregowane dane dla strefy euro nie obejmują Słowenii, która nie należała w tym okresie do strefy euro.

Wykres B Wynagrodzenie na pracownika w strefie euro w latach 1980–2006

(roczne nominalne średnie stopy wzrostu w procentach)



Źródło: zob. tabela w tej ramce.
Uwaga: zagregowane dane dla strefy euro nie obejmują Słowenii.

tach 1999–2006 widoczna była pozytywna korelacja między płacami na pracownika w sektorze rządowymi prywatnym w państwach strefy euro (Wykres A). Również w perspektywie długoterminowej wynagrodzenie na pracownika w sektorze rządowym i prywatnym w strefie euro podlegało podobnym tendencjom – płace w sektorze rządowym rosły wolniej w latach 80., a szybciej od połowy lat 90. (Wykres B).

Ten wzorzec korelacji nie ukazuje jednak związku przyczynowego i na jego podstawie nie da się ustalić, czy zarobki w sektorze publicznym powodowały podwyższenie zarobków w sektorze prywatnym, czy też następowały po nich. Z czysto teoretycznego punktu widzenia, zarobki w sektorze publicznym mogą pełnić rolę czynnika powodującego wzrost zarobków w sektorze prywatnym oraz vice versa, a ich realne powiązania zależą zwykle od charakteru danego kraju. W tym ujęciu ważną rolę odgrywać może wielkość sektora rządowego, a co za tym idzie, udział zatrudnienia w sektorze rządowym w krajowym rynku pracy. Im wyższe są płace w sektorze publicznym, tym większy jest wpływ ich wysokości na zmiany płac w sektorze prywatnym i na poziomie gospodarki ogółem. Zwiększałoby to prawdopodobieństwo, że płace w sektorze publicznym mają charakter decydujący. W opracowaniach akademickich występuje niewiele przykładów z krajów uprzemysłowionych, sugerujących (niewielką) rolę płac w sektorze prywatnym jako czynnika wpływającego na wzrost zarobków w sektorze rządowym. Jednak w przypadku strefy euro płace pracowników sektora rządowego w latach 1999–2006 rosły szybciej niż sektora prywatnego, co może stanowić przynajmniej pośredni dowód na to, że w tym okresie zarobki w sektorze publicznym mogły mieć wpływ na sektor prywatny. Jednak w latach 80., gdy wiele krajów strefy euro musiało ograniczyć wysokie deficyty budżetowe, ograniczenia zatrudnienia i zarobków w sektorze publicznym mogły stać się bodźcem dla podobnych ograniczeń w sektorze prywatnym.

W obecnej fazie wzrostu rządy powinny zwrócić szczególną uwagę na powyższe spostrzeżenia co do cykliczności poziomu zatrudnienia i zarobków w sektorze publicznym, jak i wpływu tych zarobków na zmiany zarobków ogółem w strefie euro . Każde odejście od wcześniejszych planów utrzymania ograniczeń zatrudnienia i zarobków w sektorze publicznym wiąże się z ryzykiem podsycenia ogólnej presji popytowej, co obciąża budżet państwa dodatkowymi zobowiązaniami, które utrzymują się przy następnym spowolnieniu wzrostu i mogą również wywołać presję płacowe w sektorze prywatnym. Polityka płacowa dotycząca sektora publicznego w krajach strefy euro jest w obecnej sytuacji ekonomicznej swego rodzaju sygnalizatorem i odgrywa ważną rolę w we wspieraniu wspólnej polityki pieniężnej – pomaga zachować stabilność cen i chronić przed nieuzasadnionymi różnicami płac i inflacji w ramach UGW.

6 PROJEKCJE MAKROEKONOMICZNE EKSPERTÓW EUROSYSTEMU DLA STREFY EURO

Na podstawie informacji dostępnych na dzień 24 maja 2007 r. eksperci Eurosystemu opracowali projekcje rozwoju sytuacji makroekonomicznej w strefie euro[1]. Przewidują one, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie w 2007 r. między 2,3% a 2,9%, zaś w 2008 r. – między 1,8% a 2,8%. Średnia stopa wzrostu zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP) ogółem przewidywana jest na poziomie między 1,8% a 2,2% w 2007 r. oraz między 1,4% a 2,6% w 2008 r.

Ramka 11

ZAŁOŻENIA TECHNICZNE

Projekcje ekspertów Eurosystemu opierają się na szeregu założeń dotyczących stóp procentowych, kursów walutowych, cen ropy naftowej oraz polityki fiskalnej.

Podstawą założeń technicznych dotyczących stóp procentowych oraz cen surowców – zarówno ropy naftowej, jak i surowców nieenergetycznych – są oczekiwania rynkowe. W projekcjach uwzględniono dane za okres kończący się datą graniczną, która przypadła na 11 maja 2007 r. Podstawą założeń co do krótkoterminowych stóp procentowych, mierzonych trzymiesięczną stopą EURIBOR, są stopy *forward* odzwierciedlające oczekiwania rynku i stanowiące migawkowe ujęcie krzywej dochodowości w dacie granicznej. Na tej podstawie można oczekiwać wzrostu stóp z poziomu 4,0% w połowie maja do średnio 4,2% w 2007 r., oraz dalszego wzrostu do średnio 4,5% w 2008 r. Oczekiwania rynku co do nominalnej rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych strefy euro wskazują na to, że utrzyma się ona na stałym poziomie bliskim wartości 4,2% z połowy maja i będzie wynosić średnio 4,2% w 2007 r. oraz 4,3% w 2008 r. Biorąc pod uwagę tendencję obserwowaną na rynkach terminowych w okresie dwóch tygodni przed datą graniczną, przyjęto założenie, że w 2007 r. średnioroczne ceny ropy naftowej wyniosą 65,0 USD za baryłkę, a w 2008 r. – 69,9 USD za baryłkę. Zakłada się, że średnioroczny wzrost cen surowców nieenergetycznych liczony w dolarach amerykańskich wyniesie 22,0% w 2007 r. i 4,9% w 2008 r.

Przyjęto założenie techniczne, że w analizowanym okresie dwustronne kursy walutowe nie zmienią się i pozostaną na średnim poziomie z okresu dwóch tygodni przed datą graniczną. Z takiego założenia wynika, że kurs EUR/USD wyniesie 1,36, a efektywny kurs euro będzie o 3,7% wyższy niż średnia za rok 2006.

Założenia dotyczące polityki fiskalnej opierają się na planach budżetowych poszczególnych państw strefy euro. Uwzględniają one wszystkie te posunięcia w zakresie polityki fiskalnej, które zostały już zatwierdzone przez parlamenty krajowe lub też zostały sprecyzowane przez rządy, a ich przyjęcie w procesie legislacyjnym jest prawdopodobne.

OTOCZENIE MIĘDZYNARODOWE

Oczekuje się, że w analizowanym okresie warunki zewnętrzne strefy euro pozostaną korzystne. Można się wprawdzie spodziewać, że dynamika realnego PKB w Stanach Zjednoczonych i Japonii będzie nieco niższa niż w ostatnich latach, ale we wschodzących gospodarkach azjatyckich

1 Projekcje ekspertów Eurosystemu są opracowywane co pół roku przez specjalistów z EBC i z krajowych banków centralnych strefy euro. Stanowią one wkład do formułowanej przez Radę Prezesów oceny kształtowania się sytuacji gospodarczej oraz zagrożeń dla stabilności cen. Więcej informacji o zastosowanych procedurach i metodach można znaleźć we wskazówkach metodycznych zawartych w *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, EBC, czerwiec 2001 r. Aby oddać niepewność, jaką obarczone są projekcje, wartości wszystkich zmiennych przedstawiono w postaci przedziałów. Przedziały te określono na podstawie różnic pomiędzy rzeczywistymi wynikami a projekcjami opracowywanymi w poprzednich latach. Rozpiętość przedziałów stanowi dwukrotność średniej wartości bezwzględnej tych różnic.

Tabela 10 Projekcje makroekonomiczne dla strefy euro

(średnie roczne zmiany w procentach)[1), 2)]

	2006	2007	2008
HICP	2,2	1,8-2,2	1,4-2,6
Realny PKB	2,9	2,3-2,9	1,8-2,8
Spożycie indywidualne	1,8	1,7-2,1	1,6-2,8
Spożycie publiczne	2,0	1,0-2,0	1,0-2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	5,1	3,8-6,0	1,9-5,1
Eksport (towary i usługi)	8,5	4,8-7,6	4,0-7,2
Import (towary i usługi)	8,0	4,6-8,0	3,9-7,3

1) Przedziały wartości poszczególnych zmiennych w każdym horyzoncie czasowym wyznaczono na podstawie średniej wartości bezwzględnej różnic pomiędzy poprzednimi projekcjami banków centralnych strefy euro a rzeczywistymi wynikami. Projekcje realnego PKB i jego składników podawane są w ujęciu skorygowanym o liczbę dni roboczych. Projekcje wysokości eksportu i importu uwzględniają wymianę handlową pomiędzy krajami strefy euro.
2) Podane liczby uwzględniają Słowenię od 2006 r. włącznie, wyjąwszy dane HICP, które obejmują Słowenię dopiero od 2007 r. Udział Słowenii w PKB strefy euro wynosi około 0,3%.

powinna utrzymać się na poziomie znacznie powyżej średniej światowej. Również w większości innych dużych gospodarek wzrost gospodarczy powinien w dalszym ciągu być dynamiczny. Oczekuje się, że także kraje, które przystąpiły do Unii Europejskiej 1 maja 2004 r., nadal będą odnotowywać wysoką dynamikę wzrostu.

Ogólnie szacuje się, że roczna dynamika realnego PKB na świecie z wyłączeniem strefy euro w 2007 r. wyniesie średnio około 5,1%, zaś w 2008 r. – 5,0% (w 2006 r. osiągnęła 6,0%). Projekcje przewidują, że stopa wzrostu zewnętrznych rynków eksportu strefy euro wyniesie około 5,6% w 2007 r. oraz 6,9% w 2008 r.

PROJEKCJE WZROSTU REALNEGO PKB

Zgodnie z pierwszymi szacunkami Eurostatu kwartalna dynamika realnego PKB w strefie euro w pierwszym kwartale br. wyniosła 0,6%, wobec 0,9% w czwartym kwartale roku ubiegłego. Przewiduje się, że w analizowanym okresie realny PKB będzie nadal rosnąć w tempie około 0,6% w ujęciu kwartalnym. Na tej podstawie szacuje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie między 2,3% a 2,9% w 2007 r. oraz między 1,8% a 2,8% w 2008 r.

Składniki PKB po stronie wydatków wewnętrznych powinny kształtować się następująco. Spożycie indywidualne powinno z naddatkiem pokryć wzrost podatków pośrednich z początku 2007 r. dzięki stałemu wzrostowi dochodów do dyspozycji. Wzrost ten będzie możliwy w związku z poprawą sytuacji na rynku pracy, a także w pewnym stopniu dzięki wzrostowi dochodów innych niż z pracy wynikający z wysokiej zyskowności przedsiębiorstw. Oczekuje się, że stopa oszczędności w analizowanym okresie będzie raczej stabilna, a średnioroczna dynamika spożycia indywidualnego ma wynieść między 1,7% a 2,1% w 2007 r. oraz między 1,6% a 2,8% w 2008 r. Spożycie publiczne ma rosnąć w umiarkowanym tempie: między 1,0% a 2,0% zarówno w 2007, jak i 2008 r.

Inwestycjom przedsiębiorstw powinny nadal sprzyjać dobre perspektywy popytowe, wysokie zyski notowane przez przedsiębiorstwa oraz niezmiennie korzystne warunki finansowania. Także stopa wzrostu inwestycji rządowych ma nadal rosnąć szybciej niż PKB. Oczekuje się natomiast spowolnienia w analizowanym okresie prywatnych inwestycji mieszkaniowych wskutek dalszego wyhamowania aktywności na tym rynku. Ogólnie szacuje się, że średnioroczna stopa wzrostu całkowitych nakładów na środki trwałe wyniesie między 3,8% a 6,0% w 2007 r. oraz między 1,9% a 5,1% w 2008 r.

Popyt zewnętrzny ma nadal rosnąć w szybkim tempie, a zatem wzrost eksportu będzie w dalszym ciągu wpływać korzystnie na aktywność gospodarczą. Oczekuje się jednak, że ze względu na zwiększoną konkurencję na świecie oraz opóźnione skutki wcześniejszego spadku konkurencyjności cenowej udziały w rynkach eksportu poza strefą euro nieco spadną w analizowanym okresie. W sumie szacuje się, że średnioroczna dynamika eksportu ogółem (z uwzględnieniem wymiany handlowej wewnątrz strefy euro) wyniesie w 2007 r. między 4,8% a 7,6%, zaś w 2008 r. – między 4,0% a 7,2%. Średnioroczna dynamika importu ogółem ma wynieść między 4,6% a 8,0% w 2007 r. oraz między 3,9% a 7,3% w 2008 r. Zatem wpływ netto wymiany handlowej na wzrost gospodarczy w analizowanym okresie będzie mniej więcej zerowy.

Należy spodziewać się kontynuacji obserwowanych ostatnio korzystnych tendencji na rynku pracy. Zgodnie z przewidywaniami zatrudnienie ogółem będzie w analizowanym okresie równomiernie rosnąć, do czego przyczyni się wzrost zagregowanego popytu oraz umiarkowany – zgodnie z założeniami – wzrost kosztów pracy. Jednocześnie oczekuje się wzrostu podaży pracy, wynikającego z poprawy perspektyw zatrudnienia oraz strukturalnych reform rynku pracy w kilku krajach strefy euro. Przewiduje się także dalszy spadek stopy bezrobocia w analizowanym okresie.

PROJEKCJE KSZTAŁTOWANIA SIĘ CEN I KOSZTÓW

Od września 2006 r., dzięki korzystnym trendom cenowym na rynku energii, roczna stopa inflacji utrzymuje się na poziomie nieco poniżej 2%. Projekcje inflacji w dalszej perspektywie są w dużej mierze kształtowane przez zmieniający się w poszczególnych latach wpływ podatków pośrednich i jednostkowych kosztów pracy. W 2007 r. wzrost podatków pośrednich ma znacznie wpłynąć na inflację HICP (zagregowany efekt dla całej strefy euro ma wynieść 0,5 punktu procentowego), natomiast zmiany w podatkach na 2008 r. zapowiedziane dotychczas powinny się *per saldo* wzajemnie zneutralizować. W projekcjach uwzględniono także wzrost płac w całej gospodarce, który zgodnie z oczekiwaniami w analizowanym okresie nieco przyspieszy. Jako że wzrost wydajności pracy ma być stosunkowo stabilny, należy przyjąć, że w analizowanym okresie jednostkowe koszty pracy będą umiarkowanie rosnąć. Projekcje HICP uwzględniają także oczekiwany stały – choć nieco wolniejszy – wzrost marż oraz brak większej presji cenowej związanej z importem dóbr niesurowcowych, a także dalszy inflacjogenny wpływ cen kontrolowanych. Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe czynniki, przewiduje się, że w 2007 r. średnia stopa wzrostu wskaźnika HICP ogółem wyniesie między 1,8% a 2,2%, zaś w 2008 r. – między 1,4% a 2,6%.

PORÓWNANIE Z PROJEKCJAMI Z MARCA 2007 R.

Zakres wartości dynamiki realnego PKB prognozowany obecnie na 2007 r. mieści się w górnej części przedziału wskazanego w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC opublikowanych w Biuletynie Miesięcznym z marca 2007 r. Przedział przewidywany na 2008 r. został nieznacznie skorygowany w dół, zgodnie z oczekiwaniami nieco wyższych cen energii oraz silniejszego niż wcześniej zakładano kursu euro. Zakres wartości wskaźnika HICP prognozowany na 2007 r. przesunął się w górę, głównie dlatego, że zakładany obecnie poziom cen energii jest nieco wyższy niż przyjęty w poprzednich projekcjach. Prognoza HICP na 2008 r. pozostała niezmieniona.

Tabela 11 Porównanie z projekcjami z marca 2007 r.

(średnie roczne zmiany w procentach)

	2006	2007	2008
Realny PKB – marzec 2007	2,8	2,1-2,9	1,9-2,9
Realny PKB – czerwiec 2007	2,9	2,3-2,9	1,8-2,8
HICP – marzec 2007	2,2	1,5-2,1	1,4-2,6
HICP – czerwiec 2007	2,2	1,8-2,2	1,4-2,6

Ramka 12

PROGNOZY INNYCH INSTYTUCJI

Wiele instytucji – zarówno organizacji międzynarodowych, jak i podmiotów prywatnych – sporządza prognozy dla strefy euro. Jednakże prognozy te nie są w pełni porównywalne ani miedzy sobą, ani z projekcjami makroekonomicznymi ekspertów Eurosystemu, ponieważ są finalizowane w różnych terminach, przez co są częściowo nieaktualne. Ponadto stosuje się w nich różne (czasem niesprecyzowane) metody określania założeń dla zmiennych fiskalnych, finansowych i zewnętrznych, w tym cen ropy naftowej. W poszczególnych prognozach stosuje się przy tym różne podejście do korygowania danych o liczbę dni roboczych (zob. tabela).

Według aktualnie dostępnych prognoz innych instytucji wzrost realnego PKB w strefie euro wyniesie w 2007 r. między 2,3% a 2,7%, zaś w 2008 r. między 2,2% a 2,5%. Prognozy te przewidują, że w 2007 r. średnioroczna inflacja HICP wyniesie między 1,8% a 2,0%, zaś w 2008 r. między 1,9 a 2,0%. Wszystkie te wartości mieszczą się w przedziałach podanych w projekcjach ekspertów Eurosystemu.

Zestawienie prognoz wzrostu realnego PKB i inflacji HICP dla strefy euro

(średnie roczne zmiany w procentach)

	Data publikacji	Wzrost PKB			Inflacja HICP		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
MFW	kwiecień 2007	2,6	2,3	2,3	2,2	2,0	2,0
Komisja Europejska	maj 2007	2,7	2,6	2,5	2,2	1,9	1,9
OECD	maj 2007	2,8	2,7	2,3	2,2	1,8	2,0
Consensus Economics Forecasts	maj 2007	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9	1,9
Survey of Professional Forecasters	maj 2007	2,8	2,5	2,3	2,2	1,9	1,9
Projekcje ekspertów Eurosystemu	czerwiec 2007	2,9	2,3-2,9	1,8-2,8	2,2	1,8-2,2	1,4-2,6

Źródła: *European Commission Economic Forecasts*, wiosna 2007; *IMF World Economic Outlook*, kwiecień 2007; *OECD Economic Outlook* No. 81; *Preliminary Edition*, *Consensus Economics Forecasts oraz ECB's Survey of Professional Forecasters*.
Uwaga: projekcje makroekonomiczne ekspertów Eurosystemu oraz prognozy OECD podają roczne stopy wzrostu skorygowane o liczbę dni roboczych w roku, natomiast Komisja Europejska i MFW nie korygują swoich prognoz o ten czynnik. Pozostałe prognozy nie podają, czy zawarte w nich dane uwzględniają liczbę dni roboczych w roku.

7 KURSY WALUTOWE I BILANS PŁATNICZY

7.1 KURSY WALUTOWE

Po okresie względnej stabilizacji kursu wymiany euro w połowie 2006 r., pod koniec roku nastąpiła jego aprecjacja. Pomimo pewnej zmienności cen w 2007 r. wartość euro nadal wzrastała, osiągając 5 czerwca poziom o 3,6% wyższy niż średnia za rok 2006.

EFEKTYWNY KURS EURO

W ostatnich miesiącach wzrósł efektywny kurs euro. Po okresie ogólnej stabilności, między majem i październikiem 2006 r., nominalny efektywny kurs wymiany euro – mierzony względem walut 24 ważnych partnerów handlowych krajów strefy euro – wzrósł gwałtownie w listopadzie 2006 r. Pomimo, że euro nieco straciło na wartości w styczniu 2007 r., to później nastąpił względnie silny wzrost, który zwiększył się pod koniec kwietnia 2007 r. Nominalny efektywny kurs wymiany euro obniżał się od kwietnia, kiedy to osiągnął swoją szczytową wartość, do 5 czerwca, jednakże nadal był o 1,2% wyższy niż na koniec lutego 2007 r. oraz o 3,6% wyższy od średniego poziomu w 2006 r. (zob. wykres 47). Pod względem wskaźników międzynarodowej konkurencyjności cen i kosztów strefy euro, opartych na zmianach cen konsumpcyjnych i producentów, realny efektywny kurs walutowy euro wynosił w kwietniu 2007 r. około 3% powyżej średniej za rok 2006 (zob. wykres 48).

Wykres 47 Efektywny kurs wymiany euro i jego struktura [1)]

(dane dzienne)

Źródło: EBC.
Uwaga: obszar zacieniowany dotyczy okresu od 28 lutego do 5 czerwca 2007 r.
1) Wzrost wskaźnika obrazuje wzrost kursu euro wobec walut najważniejszych partnerów handlowych strefy euro oraz wszystkich państw członkowskich UE spoza strefy euro.
2) Udział w zmianach EER-24 przedstawiono indywidualnie dla walut sześciu głównych partnerów handlowych strefy euro. Kategoria „OMS" (*Other Member States*) oznacza łączny udział walut państw członkowskich UE spoza strefy euro (z wyjątkiem GBP i SEK). Kategoria „Inne" oznacza łączny udział walut pozostałych sześciu partnerów handlowych strefy euro uwzględnionych w indeksie EER-24. Zmiany obliczono przy użyciu odpowiednich wag całkowitej wymiany handlowej w indeksie EER-24.

DOLAR AMERYKAŃSKI/EURO

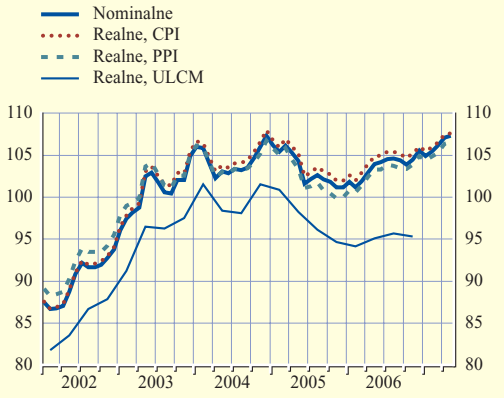
Wzrost wartości efektywnego kursu wymiany euro wynika w znacznym stopniu ze zmian względem dolara amerykańskiego. Po okresie ogólnej stabilności w połowie 2006 r., w ostatnim kwartale 2006 r. euro zaczęło się umacniać w stosunku do dolara amerykańskiego. Po gwałtownym wzroście wartości w listopadzie, i po odnotowanej prawie odwrotnej tendencji na początku 2007 r., euro stale się umacniało, ale w bardziej umiarkowanym w tempie, aż do końca kwietnia 2007 r. 25 kwietnia euro osiągnęło najwyższą w historii wartość wobec dolara amerykańskiego, wynoszącą 1,365 dolara, nieznacznie powyżej poprzedniej najwyższej wartości z grudnia 2004 r. Wydaje się, że aprecjacja euro w stosunku do dolara, odnotowywana od końca 2006 r., jest związana ze zmianą oceny uczestników rynku odnośnie do względnych perspektyw gospodarczych obu stref ekonomicznych. Podczas gdy obawy w odniesieniu do perspektyw gospodarki amerykańskiej, a zwłaszcza sektora budownictwa mieszkaniowego oraz rynku kredytów hipotecznych podwyższonego ryzyka stały się

powszechne wśród uczestników rynku, publikacje danych ekonomicznych strefy euro miały dostarczyć dalszych dowodów na wiarygodność i siłę rozwoju obszaru wspólnej waluty.

W maju wartość euro nieco spadła, jako że wskaźniki gospodarki amerykańskiej wypadły pomyślniej niż oczekiwali tego uczestnicy rynku, następnie zostały podniesione stopy dla kontraktów terminowych dla funduszy Rezerwy Federalnej. Jednocześnie ceny walutowych instrumentów pochodnych wskazywały na to, że oczekiwania dalszego umacniania się euro ustąpiły oczekiwaniom krótkoterminowej stabilizacji euro względem dolara. Dnia 5 czerwca 2007 r. kurs euro wyniósł 1,35 dolara, tj. 2.4% powyżej poziomu z końca lutego oraz o 7,8% powyżej średniej za rok 2006 (zob. wykres 49).

Wykres 48 Nominalne i realne efektywne kursy wymiany euro [1)]

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



Źródło: EBC.
1) Wzrost indeksów EER-24 oznacza wzrost kursu euro. Najnowsze dane miesięczne pochodzą z maja 2007 r. W przypadku opartych na ULCM realnych kursów EER-24 najnowsze dane dotyczą czwartego kwartału 2006 r. i są częściowo danymi szacunkowymi.

JEN JAPOŃSKI/EURO

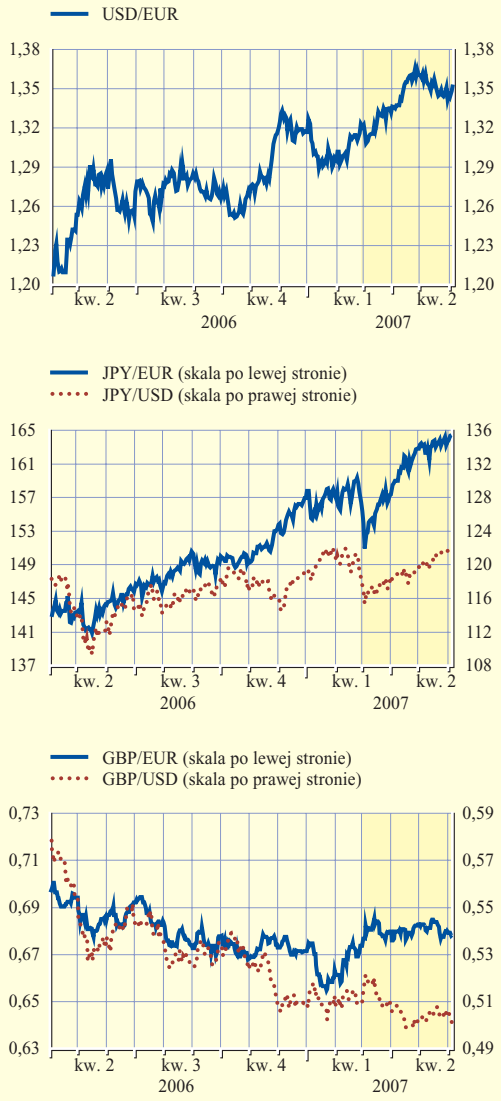
W ostatnich miesiącach także jen japoński odnotował znaczny spadek wartości w stosunku do euro, tym samym przyczynił się wyraźnie do wzrostu efektywnego kursu walutowego euro. Od połowy 2005 r. nadal występuje ogólna tendencja wzrostowa euro, przerwana jedynie przejściowo na początku marca 2007 r. w związku z ogólnymi zawirowaniami na rynku. Do początku kwietnia 2007 r. euro odrobiło straty poniesione podczas zawirowań, osiągając 5 czerwca najwyższą wartość w historii wynoszącą 164,42 jeny. Umacnianie się euro wobec jena japońskiego może być częściowo związane z postrzeganiem przez rynek względnej cykliczności sytuacji rynkowej obu stref, jako że dane strefy euro wydawały się być lepsze niż dane gospodarki japońskiej. Zmiany te odzwierciedlone zostały, przynajmniej częściowo, w dalszym powiększaniu się różnic w wysokości stóp procentowych pomiędzy aktywami strefy euro i japońskimi. W połączeniu z oczekiwanym niskim poziomem zmienności oraz wysokim poziomem akceptacji ryzyka przez międzynarodową wspólnotę inwestorów, skutkowało to prawdopodobnie znaczną aktywnością w przeprowadzaniu transakcji typu *carry trade*, przy czym jen japoński, będąc walutą niżej oprocentowaną, służy często jako waluta finansująca. Ta działalność spekulacyjna, odzwierciedlona w pewnym stopniu w znacznych krótkich niekomercyjnych pozycjach netto [od tłum.: na rynku transakcji terminowych] w odniesieniu do japońskiego jena, mogła zintensyfikować umacnianie się euro w stosunku do jena związane z cyklem koniunkturalnym. Dnia 5 czerwca kurs euro wynosił 5,1% powyżej poziomu z końca lutego oraz 12,6% powyżej średniej za rok 2006 (zob. wykres 49).

WALUTY PAŃSTW CZŁONKOWSKICH UNII EUROPEJSKIEJ

Jak to miało miejsce w 2006 r., w pierwszych miesiącach 2007 r. większość walut uczestniczących w mechanizmie ERM II pozostawała na stabilnym poziomie, a ich kursy pozostawały na poziomie równym lub bliskim ich odpowiednich kursów centralnych (zob. wykres 50). Na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy, euro zanotowało duże zmiany w stosunku do łata łotewskiego (tracąc na wartości 1,4% pomiędzy końcem lutego a 5 czerwca) oraz w stosunku do korony słowackiej (osłabienie o 1,2%). Po deprecjacji zbliżonej do dolnej granicy skali i zakresu interwencji wynoszącej ±1%, która została jednostronnie ustanowiona przez Latvijas Banka, w kwietniu nastąpiła aprecjacja łata łotewskiego, którego kurs zbliżał się w maju do górnej części tej skali i zakresu interwencji. 5 czerwca, kurs łata łotewskiego w stosunku do euro wynosił 0,697, tj. był wyższy o 0,9% od kursu centralnego.

Wykres 49 Zmiany kursów walut

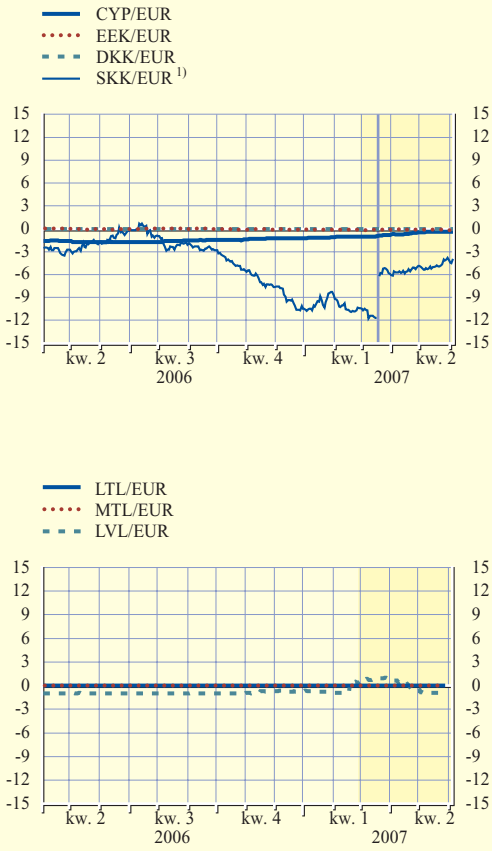
(dane dzienne)



Źródło: EBC.
Uwaga: obszar zacieniowany dotyczy okresu od 28 lutego do 5 czerwca 2007 r.

Wykres 50 Zmiany kursów walut w ERM II

(dane dzienne; odchylenia od parytetu centralnego w punktach procentowych)



Źródło: EBC.
Uwaga: dodatnie/ujemne odchylenie od parytetu centralnego oznacza, że waluta jest po słabszej/silniejszej stronie pasma. Dla korony duńskiej pasmo wahań wynosi ±2,25%, a dla wszystkich pozostałych walut obowiązuje standardowe pasmo ±15%.
1) Linia pionowa oznacza datę 19 marca 2007 r., kiedy kurs centralny korony słowackiej został obniżony z 38,4550 na 35,4424 SKK/EUR.

W odniesieniu do walut innych państw członkowskich Unii Europejskiej, po okresie ogólnej stabilizacji, na początku 2007 r. euro podlegało kilku mocniejszym wahaniom w stosunku do funta szterlinga. Od końca lutego kurs wymiany funta względem euro szterlinga jest ustabilizowany i wynosi, przy nieznacznych wahaniach, około 0,68. Pozycję funta szterlinga umacniają oczekiwania uczestników rynku dotyczące dalszego zaostrzenia polityki monetarnej przez Bank of England. Dnia 5 czerwca 2007 r. kurs funta wyniósł 0,68, tj. 0.7% powyżej poziomu z końca lutego oraz o 0,5% poniżej średniej za rok 2006. W przypadku walut innych większych państw członkowskich, nastąpiła deprecjacja euro wobec polskiego złotego oraz węgierskiego forinta pomiędzy końcem lutego a 5 czerwca (odpowiednio o 2,7% i 1,6%). Dodatkowo, nastąpiła deprecjacja

euro o 4,1 % wobec leja rumuńskiego. Między końcem lutego a 5 czerwca nie nastąpiły większe zmiany kursu w stosunku do korony czeskiej.

INNE WALUTY

Między końcem lutego a 5 czerwca 2007 r. kurs euro wzrósł o około 2,2% względem franka szwajcarskiego, kontynuując tendencję zwyżkową trwającą od połowy 2006 r. Umocnienie to być może miało związek, przynajmniej w części, z działalnością typu *carry-trade*, gdzie frank szwajcarski służy jako waluta finansująca. Dnia 21 maja kurs wymiany euro osiągnął najwyższą wartość w historii i wyniósł 1,656 CHF. W tym samym okresie euro umocniło się również wobec walut głównych partnerów azjatyckich strefy euro, w szczególności wobec dolara singapurskiego (o 2,5%) i dolara hongkońskiego (o 2,4%). Jednocześnie, euro uległo wyraźnemu osłabieniu w stosunku do dolara kanadyjskiego (o 7,2%), w związku z korzyściami, jakie czerpał dolar kanadyjski z utrzymujących się wysokich cen towarów oraz dobrej kondycji gospodarki kanadyjskiej.

7.2 BILANS PŁATNICZY

Dane bilansu płatniczego za pierwszy kwartał 2007 r. wskazywały na zmniejszenie tempa wzrostu importu i eksportu towarów w porównaniu z czwartym kwartałem roku ubiegłego. Pomimo zmniejszenia tempa nadwyżka towarów stale wzrastała w ciągu 12 miesięcy do marca 2007 r., co znalazło odzwierciedlenie w nadwyżce na rachunku obrotów bieżących strefy euro za ten sam okres. We wspólnym rachunku finansowym inwestycji bezpośrednich i portfelowych odnotowano w tym okresie napływ netto 229,3 miliardów EUR, w porównaniu z odpływem netto 46,2 miliardów EUR w odpowiednim okresie 12 miesięcy wcześniej. Zmiana kierunku napływów kapitału w tym okresie odzwierciedliła głównie większe napływy netto w inwestycjach portfelowych.

OBROTY HANDLOWE I RACHUNEK OBROTÓW BIEŻĄCYCH

W przeciwieństwie do zmian zachodzących w czwartym kwartale 2006 r., w pierwszym kwartale 2007 r. spadło tempo wzrostu eksportu i importu z krajów spoza strefy euro. Wartość eksportu towarów i usług wzrosła o 0,9% (w ujęciu kwartalnym, na podstawie korekty sezonowej), co nastąpiło po okresie silnego wzrostu (o 4,1%) w czwartym kwartale 2006 r. Jednocześnie import towarów i usług wzrósł o 0,8%, co oznaczało spadek w porównaniu z czwartym kwartałem 2006 r. kiedy wzrósł o 1,2% (zob. tabela 12). Podczas gdy zmniejszenie tempa wzrostu importu odnosiło się zarówno do towarów, jak i usług, spadek eksportu odzwierciedlał jedynie zmiany w obrocie towarowym. Eksport usług natomiast wykazywał silny wzrost, zwiększając się o 3,1% w pierwszym kwartale 2007 r.

Analiza obrotów handlowych towarami pod kątem wielkości i cen, dostępna do lutego 2007 r., pokazuje, że wielkości eksportu wydają się być głównym czynnikiem odpowiedzialnym za spadek wartości eksportu towarów. Po okresie silnego wzrostu przypadającego na trzeci kwartał 2006 r. wielkości eksportu wykazały oznaki osłabienia pod koniec 2006 r., zanim odnotowały wyraźny spadek w styczniu i lutym 2007 r. Może to z jednej strony być interpretowane jako normalizacja po okresie wyjątkowo silnego wzrostu w poprzedzających miesiącach, który podlegał korzystnym wpływom efektów statystycznych (tj. opóźnione deklaracje eksportu ze strony Niemiec), z drugiej strony, nieco słabszy, aczkolwiek nadal dość silny, popyt zagraniczny może również częściowo tłumaczyć ostatnie zmiany w strefie euro dotyczące eksportu towarów. Ceny eksportowe wzrosły jedynie umiarkowanie.

W przypadku importu, wzrost cen importowych pozostaje głównym czynnikiem determinującym stłumiony wzrost wartości importu w pierwszym kwartale. Aprecjacja euro wydaje się więc

Tabela 12 Najważniejsze pozycje bilansu płatniczego strefy euro

(o ile nie zaznaczono inaczej, skorygowane sezonowo)

			3-miesięczna średnia ruchoma na koniec miesiąca				Dane 12-miesięczne skumulowane na koniec miesiąca	
	2007 luty	2007 marz.	2006 czer.	2006 wrze.	2006 gru.	2007 marz.	2006 marz.	2007 marz.
	W mld euro							
Saldo rachunku bieżącego	-3,7	5,4	-1,5	-1,5	3,6	1,7	-18,5	7,0
Saldo obrotów towarowych	3,7	7,2	1,5	1,4	5,8	5,3	30,5	41,9
Eksport	123,5	123,9	113,5	116,8	122,2	122,5	1.265,9	1.425,1
Import	119,8	116,7	112,0	115,4	116,4	117,3	1.235,4	1.383,2
Saldo usług	4,2	4,2	3,1	2,9	3,0	3,8	36,1	38,1
Eksport	37,3	38,7	35,8	35,7	36,5	37,6	411,1	436,5
Import	33,2	34,5	32,7	32,8	33,5	33,8	375,0	398,5
Saldo dochodów	-4,9	-0,9	-0,6	0,7	1,1	-2,0	-17,0	-2,5
Saldo transferów bieżących	-6,7	-5,1	-5,5	-6,4	-6,2	-5,4	-68,0	-70,5
Saldo rachunku finansowego [1]	-9,2	-37,9	13,0	17,0	-9,6	-1,7	89,7	56,2
Inwestycje portfelowe i bezpośrednie netto łącznie	13,8	63,6	25,9	-7,2	24,2	33,5	-46,2	229,3
Inwestycje bezpośrednie netto	-12,4	-8,1	-6,7	-14,6	-19,1	-10,9	-214,3	-154,1
Inwestycje portfelowe netto	26,2	71,7	32,5	7,4	43,3	44,5	168,1	383,3
Instrumenty udziałowe	18,2	41,7	17,0	8,4	20,4	31,4	162,6	231,7
Instrumenty dłużne	8,0	30,1	15,5	-0,9	22,9	13,1	5,5	151,7
Długoterminowe papiery dłużne	6,1	43,6	22,8	4,3	33,3	14,0	7,2	223,4
Instrumenty rynku pieniężnego	1,9	-13,5	-7,3	-5,2	-10,4	-0,9	-1,7	-71,7
	Zmiany procentowe w poprzednim okresie							
Towary i usługi								
Eksport	2,5	1,1	1,6	2,2	4,1	0,9	10,8	11,0
Import	2,7	-1,1	1,7	2,4	1,2	0,8	15,5	10,6
Towary								
Eksport	2,8	0,3	1,9	3,0	4,6	0,2	11,1	12,6
Import	4,0	-2,6	1,8	3,1	0,9	0,7	17,1	12,0
Usługi								
Eksport	1,4	3,7	0,8	-0,3	2,3	3,1	10,1	6,2
Import	-1,8	4,1	1,5	0,2	2,3	0,9	10,4	6,3

Źródło: EBC.
Uwaga: wyniki mogą nie sumować się ze względu na zaokrąglenia.
1) Dane dotyczą sald (przepływów netto). Znak plus (minus) oznacza napływ (odpływ). Dane nie są skorygowane sezonowo.

w znacznym stopniu równoważyć efekty ponownego wzrostu cen ropy naftowej. Dodatkowo, postępujący wzrost wolumenu importu porównywalnie tańszych produktów z krajów ponoszących niskie koszty wytwarzania, takich jak Chiny, ma również ciągły spowalniający wpływ na ceny importowe (w celu uzyskania bardziej szczegółowych informacji, zob. ramka 13).

Ramka 13

CZY SŁABNIE SPADKOWY WPŁYW GLOBALIZACJI NA CENY IMPORTOWE?

Po wyraźnym spadku zanotowanym pomiędzy 2001 r. a 2004 r., ceny importowe wyrażone w euro na towary przemysłowe strefy euro wykazują ponownie tendencję wzrostową. Wcześniejsza analiza, opisana w ramce 6 w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z sierpnia 2006 r., wykazała, że większe powiązanie wzrostu wymiany handlowej z rynkami wschodzącymi i gospodarkami rozwijającymi się, w znacznym stopniu przyczyniłao się do złagodzenia cen importowych w strefie euro. Ostatni wzrost cen wywołał debatę mającą na celu określenie,

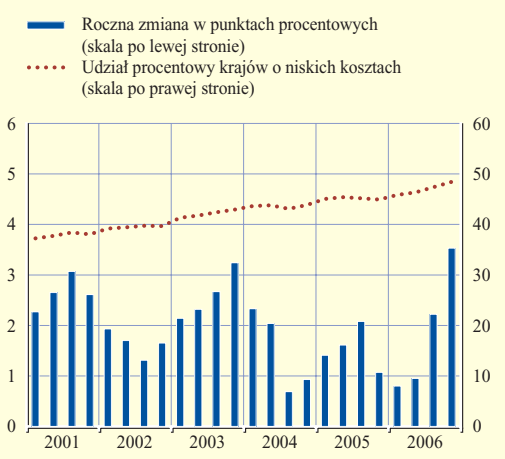
czy słabnie spadkowy wpływ krajów ponoszących niskie koszty wytwarzania (ang. *low-cost countries*)[1] na ceny importowe krajów strefy euro, zwłaszcza jeżeli wzrost ten został odnotowany w okresie aprecjacji euro, co *a priori* mogło mieć efekt równoważący. Wobec tego, niniejsza ramka prezentuje krótki przegląd oddziaływania efektu globalizacji na ceny importowe poprzez rozpatrzenie dwóch głównych wymiarów wpływu wzrostu importu z krajów ponoszących niskie koszty wytwarzania, czyli „efekt udziałowy" oraz „efekt cenowy".

Po pierwsze, gdy ceny importowe z krajów ponoszących niskie koszty wytwarzania pozostają na znacznie niższym poziomie od cen importowych z krajów ponoszących wysokie koszty wytwarzania, rozmiar i trwałość spadkowego wpływu na ceny importowe strefy euro zależy w głównej mierze od tzw. „efektu udziałowego", tj. stopień, do którego udział importu z krajów ponoszących niskie koszty wytwarzania do strefy euro będzie się zwiększał. W latach 2001–2006 penetracja strefy euro przez towary importowane z krajów ponoszących niskie koszty wytwarzania wzrosła z 37% do niespełna 50%. W czwartym kwartale 2006 r. odnotowano kolejny gwałtowny wzrost udziału importu z tych krajów, który wyniósł 3,5 punktów procentowych, co stanowiło najwyższą zmianę tego wskaźnika w porównaniu do roku poprzedniego, jaka nastąpiła od 2001 r. (zob. wykres A). Nie ma więc konkretnego dowodu, który sugerowałby, że zatrzymano proces zastępowania importu od partnerów ponoszących wysokie koszty wytwarzania eksporterami ponoszącymi niskie koszty wytwarzania.

Po drugie, spadkowy wpływ na inflację cen importowych strefy euro zależy także od różnic w inflacji cen importowych pomiędzy krajami o wysokich i niskich kosztach wytwarzania („efekt cenowy"). W odróżnieniu od znaczącego spadku odnotowanego w latach 2001–2004 inflacja cen importowych z Chin oraz krajów ASEAN zwiększyła się pod koniec 2005 r. Inflacja cen importowych z państw członkowskich, które przystąpiły do Unii Europejskiej w 2004 r., zaczęła wzrastać już w 2004 r. Jednakże, mimo że wzrastające ceny importowe z krajów ponoszących niskie koszty wytwarzania mogłyby oznaczać, że zasadniczo spadkowy wpływ globalizacji na ceny słabnie, wydaje się, że w tym wypadku tak nie jest. Dynamika cen importowych z pozostałych dostawców strefy euro, zarówno z państw ponoszących wysokie koszty wytwarzania, jak i państw ponoszących niskie koszty wytwarzania, podlegała tym samym trendom zwyżkowym (zob. wykres B). Ogólna podstawa obserwowanego

Wykres A Import do strefy euro z krajów o niskich kosztach

(w euro; dane kwartalne)



Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.
Uwaga: Ostatnie obserwacje odnoszą się do czwartego kwartału 2006 r. Rozkład krajów został objaśniony w przypisie 1.

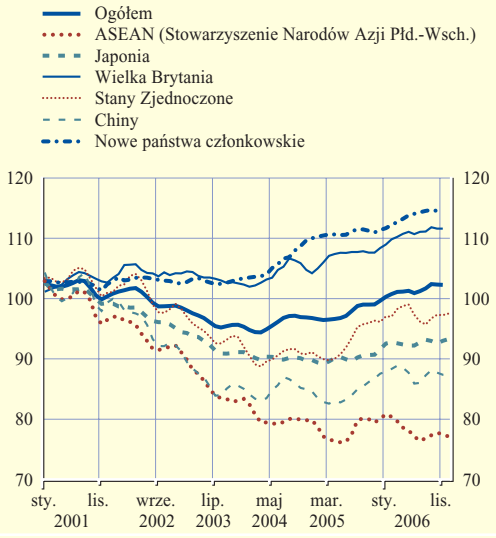
1 W rozkładzie państw uwzględniono 29 państw (i regionów), głównych partnerów handlowych strefy euro, z których pochodzą importowane towary. Zostały on podzielone na dwie grupy („kraje ponoszące wysokie koszty wytwarzania" oraz „kraje ponoszące niskie koszty wytwarzania") na podstawie PKB na jednego mieszkańca. W skład grupy „kraje ponoszące wysokie koszty wytwarzania" wchodzą Kanada, Dania, Hongkong, Izrael, Japonia, Korea Południowa, Norwegia, kraje OPEC, Singapur, Szwecja, Szwajcaria, Tajwan, Wielka Brytania oraz Stany Zjednoczone. W skład grupy „kraje ponoszące niskie koszty produkcji" wchodzi 15 krajów i regionów: Algieria, Argentyna, kraje ASEAN, Brazylia, Chile, Ameryka Centralna oraz Karaiby, WNP, Chiny, Indie, kraje wschodnioeuropejskie, które przystąpiły do UE 1 maja 2004 r., pozostałe kraje północnoafrykańskie, pozostałe kraje afrykańskie, pozostałe kraje azjatyckie, pozostałe kraje Ameryki Południowej oraz Turcja.

wzrostu cen importowych w strefie euro wskazuje na możliwość powiązania ich z czynnikami kosztotwórczymi, wspólnymi dla wszystkich partnerów handlowych strefy euro. Ogólnie wysoka i jednoznaczna korelacja pomiędzy zmianami globalnych cen energii oraz zmianami cen eksportowych wśród większości dostawców do strefy euro, która plasuje się pomiędzy 0,5 a 0,8, sugeruje, że wyższe koszty nakładów, w postaci wyższych cen energii i surowców, są ważnym czynnikiem odpowiedzialnym za wzrost cen przetwórstwa przemysłowego.

Należy również zaznaczyć, że w drugiej połowie 2006 r. ceny importowe przetwórstwa przemysłowego z krajów ASEAN ponownie odnotowały tendencję spadkową, tymczasem zmiany cen importowych z Chin również uległy złagodzeniu. Podczas gdy inflacja cen importowych przetwórstwa przemysłowego z Chin oraz krajów ASEAN była stale niższa od średniej inflacji cen importowych ze wszystkich pozostałych państw partnerów handlowych strefy euro, negatywny wpływ „efektu cenowego" pozostawał niezmienny.

Wykres B Ceny importu produktów do strefy euro z wybranych krajów i regionów

(ceny jednostkowe w euro; 1 kw. 2001 = 100)



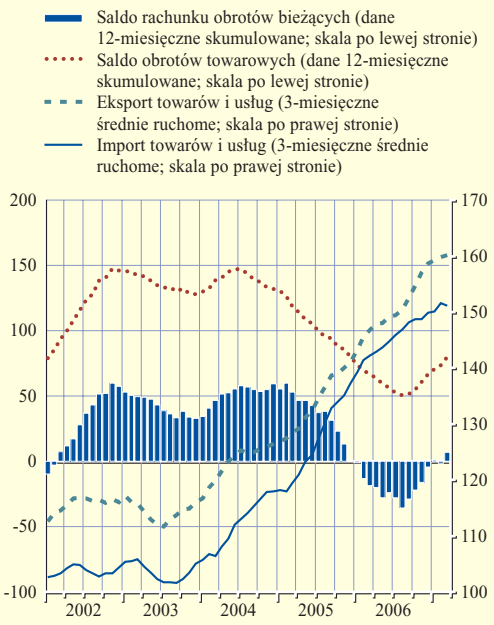
Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.
Uwagi: ostatnie obserwacje odnoszą się do grudnia 2006 r., za wyjątkiem strefy euro i Wielkiej Brytanii (listopad) oraz nowych państw członkowskich UE (październik). Wykres przedstawia ceny importu ogółem dla nowych państw członkowskich ze względu na niedostępność cen importu produktów. Nowe państwa członkowskie obejmują kraje Europy Wschodniej, które przystąpiły do UE dnia 1 maja 2004 r.

W przyszłości należy pamiętać, że spadkowy wpływ globalizacji na ceny importowe w strefie euro zależy w pierwszej kolejności od umiejętności dostawców ponoszących niskie koszty wytwarzania kontynuowania eksportu dużych ilości towarów po cenach wyraźnie niższych od średniej światowej. Rozwój ekonomiczny, wzrost płac oraz pogorszenie warunków wymiany w wielu krajach ponoszących niskie koszty wytwarzania doprowadzają do wzrostu cen eksportowych w tych krajach. Jednakże istotne różnice pomiędzy poziomem cen importowych z krajów o niskich kosztach wytwarzania a krajów o wysokich kosztach wytwarzania, połączone z nieprzerwaną tendencją do osiągania zysków z udziału rynku eksportowego przez te pierwsze, oraz silna specjalizacja tych krajów w dziedzinie i eksportu różnych produktów o niskich cenach, mogą wskazywać na to, że presja spadek cen importowych strefy euro, wynikająca z globalizacji, jeszcze nie słabnie.

Z perspektywy długoterminowej wynika, że na 12-miesięcznym skumulowanym rachunku obrotów bieżących do marca 2007 r. zarejestrowana została nadwyżka w wysokości 7 miliardów euro (około 0,1% PKB), w porównaniu do deficytu w wysokości 18,5 miliardów euro rok wcześniej (zob. wykres 51). Wynika to po części z dalszego wzrostu nadwyżki towarów o około 11,4 miliarda euro. Dodatkowo, deficyt dochodów zmniejszył się o około 14,5 miliarda euro, co jest odzwierciedleniem wyższych wpływów, które jedynie w części zostały zrównoważone przez wzrost wypłat z dochodu. Dla kontrastu, saldo usług oraz bieżących transferów ogólnie pozostało niezmienione.

Wykres 51 Salda rachunku obrotów bieżących i obrotów towarowych strefy euro

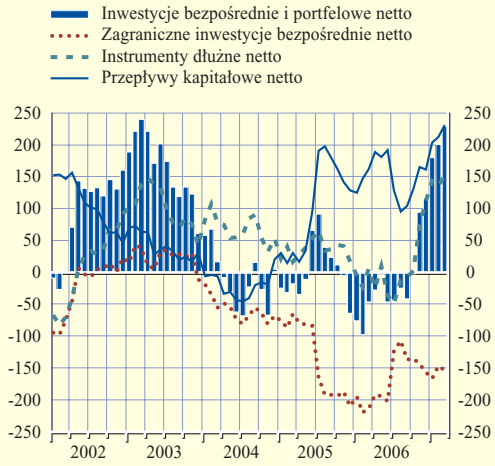
(w mld euro, dane miesięczne, skorygowane sezonowo)



Źródło: EBC.

Wykres 52 Inwestycje bezpośrednie i portfelowe w strefie euro

(w mld euro; dane miesięczne; 12-miesięczne przepływy skumulowane)



Źródło: EBC.

RACHUNEK FINANSOWY

W pierwszym kwartale 2007 r. zanotowano miesięczne napływy netto inwestycji bezpośrednich i portfelowych w wysokości 33,5 miliarda EUR . Powodem tego były głównie napływy netto inwestycji portfelowych (44,5 miliarda EUR), które przekroczyły poziom zrównoważenia odpływów inwestycji bezpośrednich (10,9 miliarda EUR). Inwestycje portfelowe wykazały duże napływy netto udziałowych papierów wartościowych, a także obligacji i papierów dłużnych, podczas gdy zanotowano odpływy netto instrumentów rynku pieniężnego (zob. tabela 12).

Przez okres 12 miesięcy do marca 2007 r., skumulowane napływy netto inwestycji bezpośrednich i portfelowych wyniosły 229,3 miliarda EUR, w porównaniu z odpływami netto w wysokości 46,2 miliarda EUR rok wcześniej. Zmiana kierunku napływu kapitału wynikała głównie z większych napływów netto inwestycji portfelowych oraz niższych odpływów netto inwestycji bezpośrednich (zob. wykres 52).

Zmiany w inwestycjach portfelowych w dużej mierze odzwierciedlają wzrost napływów netto obligacji i papierów dłużnych, które prawie w całości wynikały z większych zakupów netto obligacji i papierów wartościowych strefy euro przez nierezydentów. Natomiast wyższe napływy netto udziałowych papierów wartościowych miały miejsce głównie ze względu na mniejsze zakupy netto zagranicznych udziałowych papierów wartościowych przez rezydentów strefy euro. Wyraźne różnice pomiędzy rentownością obligacji i udziałowych papierów wartościowych w strefie euro oraz, przykładowo, w Stanach Zjednoczonych, oraz oczekiwany korzystny względny wzrost dochodów przedsiębiorstw strefy euro mogły wesprzeć te zmiany. Co więcej, korzystne perspektywy gospodarcze w strefie euro zdają się być kluczowym czynnikiem determinującym spadek odpływów netto inwestycji bezpośrednich, odzwierciedlający głównie zwiększone inwestycje bezpośrednie w strefie euro.

STATYSTYKA STREFY EURO

SPIS TREŚCI[1)]

PRZEGLĄD STREFY EURO

Zestawienie wskaźników ekonomicznych strefy euro S5

1 STATYSTYKA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

1.1 Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Eurosystemu S6
1.2 Podstawowe stopy procentowe EBC S7
1.3 Operacje polityki pieniężnej Eurosystemu przydzielone w ramach przetargów S8
1.4 Statystyka rezerwy obowiązkowej i płynności S9

2 PIENIĄDZ, BANKOWOŚĆ I FUNDUSZE INWESTYCYJNE

2.1 Bilans zagregowany monetarnych instytucji finansowych (MIF) strefy euro S10
2.2 Bilans skonsolidowany MIF strefy euro S11
2.3 Statystyka monetarna S12
2.4 Kredyty i pożyczki MIF, struktura S14
2.5 Depozyty w MIF, struktura S17
2.6 Papiery wartościowe w posiadaniu MIF, struktura S20
2.7 Zmiana stanów wybranych pozycji bilansowych MIF S21
2.8 Struktura walutowa wybranych pozycji bilansowych MIF S22
2.9 Bilans zagregowany funduszy inwestycyjnych strefy euro S24
2.10 Aktywa funduszy inwestycyjnych strefy euro; struktura według polityki inwestycyjnej oraz rodzaju inwestora S25

3 RACHUNKI STREFY EURO

3.1 Zintegorwane rachunki gospodarcze i finansowe wg sektora instytucjonalnego S26
3.2 Rachunki niefinansowe strefy euro S30
3.3 Gospodarstwa domowe S32
3.4 Przedsiębiorstwa S33
3.5 Towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne S34

4 RYNKI FINANSOWE

4.1 Dłużne papiery wartościowe w podziale według terminu pierwotnego, siedziby emitenta i waluty emisji S35
4.2 Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez rezydentów strefy euro w podziale według sektora emitenta i rodzaju instrumentu S36
4.3 Roczne stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro S38
4.4 Akcje dopuszczone do obrotu wyemitowane przez rezydentów strefy euro S40
4.5 Oprocentowanie depozytów i kredytów MIF denominowanych w euro dla rezydentów strefy euro S42
4.6 Stopy procentowe rynku pieniężnego S44
4.7 Rentowność obligacji skarbowych S45
4.8 Wskaźniki giełdowe S46

1) W celu uzyskania dalszych informacji prosimy o kontakt pod adresem: statistics@ecb.int. W odniesieniu do dłuższych okresów i bardziej szczegółowych danych – patrz strona internetowa EBC (ww.ecb.int).

5 CENY, PRODUKCJA, POPYT I RYNKI PRACY

5.1 HICP, inne ceny i koszty S47
5.2 Produkcja i popyt S50
5.3 Rynki pracy S54

6 FINANSE SEKTORA INSTYTUCJI RZĄDOWYCH

6.1 Dochody, wydatki i deficyt/nadwyżka S55
6.2 Zadłużenie S56
6.3 Zmiana stanu długu publicznego S57
6.4 Kwartalne dochody, wydatki i deficyt/nadwyżka S58
6.5 Zadłużenie kwartalne i zmiana zadłużenia S59

7 TRANSAKCJE I POZYCJE ZAGRANICZNE

7.1 Bilans płatniczy S60
7.2 Bilans płatniczy w ujęciu monetarnym S65
7.3 Struktura geograficzna bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej S66
7.4 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna włączając rezerwy międzynarodowe S68
7.5 Obroty towarowe S70

8 KURSY WALUTOWE

8.1 Efektywne kursy walutowe S72
8.2 Kursy walutowe S73

9 KIERUNKI ROZWOJU POZA STREFĄ EURO

9.1 W innych państwach UE S74
9.2 W Stanach Zjednoczonych i Japonii S75

SPIS WYKRESÓW S76

UWAGI TECHNICZNE S77

UWAGI OGÓLNE S83

1 STYCZNIA 2007 R. – POWIĘKSZENIE STREFY EURO O SŁOWENIĘ

O ile nie zaznaczono inaczej, wszystkie szeregi danych zawierające obserwacje dotyczące 2007 r. odnoszą się do strefy euro 13 (Euro 13, tj. obejmującej Słowenię) dla wszystkich szeregów czasowych. W przypadku stóp procentowych, statystyki monetarnej oraz HiCP (oraz – zachowując konsekwencję – składniki i czynniki kreacji M3 oraz składniki indeksu HiCP), szeregi statystyczne odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Jest to odpowiednio zaznaczone w przypisach do tabel. W takich przypadkach, gdy dostępne są dane dotyczące tych zagadnień, zmiany dotyczące 2001 r. oraz 2007 r. wyliczone w stosunku do 2000 r. i 2006 r. zarówno w ujęciu absolutnym, jak i procentowym, wykorzystują szeregi, które uwzględniają wpływ przystąpienia odpowiednio Grecji i Słowenii do strefy euro. Dane historyczne dotyczące strefy euro przed przystąpieniem Słowenii są dostępne na stronie internetowej EBC http://www.ecb.int/stats/services/downloads/html/index.en.html.

Oznaczenia stosowane w tabelach

„-“	brak danych/nie dotyczy
„.“	dane nie sa jeszcze dostępne
„miliard“	10^9
„...“	zero lub wartość znikoma
(p)	dane wstępne
s.s.	skorygowane sezonowo
n.s.	nie skorygowane sezonowo

PRZEGLĄD STREFY EURO

Zestawienie wskaźników ekonomicznych strefy euro

(zmiany procentowe w ujęciu rocznym, chyba że zaznaczono inaczej)

1. Zmiany na rynku pieniężnym i stopy procentowe

		M1 [1]	M2 [1]	M3 [1),2)]	M3 [1),2)] 3-miesięczna średnia ruchoma (scentrowana)	Kredyty MIF dla rezydentów strefy euro z wyjątkiem MIF oraz instytucji rządowych i samorządowych [1)]	Dłużne papiery wartościowe denominowane w euro emitowane przez instytucje spoza sektora MIF [1)]	3-miesięczna stopa procentowa (EURIBOR, % rocznie, średnie za okres)	Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (% w skali roku, średnie za okres)
		1	2	3	4	5	6	7	8
2005		10,4	7,9	7,4	-	8,1	12,6	2,18	3,44
2006		8,6	8,7	8,4	-	10,9	16,2	3,08	3,86
2006	2 kw.	9,8	9,2	8,6	-	11,2	15,9	2,90	4,05
	3 kw.	7,6	8,4	8,1	-	11,2	15,5	3,22	3,97
	4 kw.	6,7	8,6	9,0	-	11,2	17,1	3,59	3,86
2007	1 kw.	6,8	9,0	10,0	-	10,5	16,5	3,82	4,08
2006	gru.	7,4	9,3	9,8	9,6	10,8	16,4	3,68	3,90
2007	sty.	6,6	8,9	9,8	9,8	10,6	16,2	3,75	4,10
	luty	6,6	8,8	9,9	10,2	10,3	16,1	3,82	4,12
	mar.	7,0	9,5	10,9	10,4	10,5	18,0	3,89	4,02
	kwie.	6,2	8,9	10,4	.	10,3	.	3,98	4,25
	maj	.	.	.	.	.	.	4,07	4,37

2. Ceny, produkcja, popyt i rynki pracy

		HICP	Ceny producentów przemysłowych	Koszty pracy na godzinę	Realny PKB	Produkcja przemysłowa (z wyłączeniem budownictwa)	Wykorzystanie mocy wytwórczych w przetwórstwie przemysłowym (w procentach)	Zatrudnienie	Bezrobocie (% siły roboczej)
		1	2	3	4	5	6	7	8
2005		2,2	4,1	2,4	1,5	1,3	81,2	0,8	8,6
2006		2,2	5,1	2,5	2,7	4,0	83,3	1,4	7,9
2006	2 kw.	2,5	5,8	2,6	2,9	4,3	83,0	1,5	7,9
	3 kw.	2,1	5,4	2,5	2,8	4,2	83,8	1,5	7,8
	4 kw.	1,8	4,1	2,4	3,3	4,0	84,2	1,6	7,6
2007	1 kw.	1,9	2,9	.	3,0	3,6	84,6	.	7,3
2006	gru.	1,9	4,1	-	-	4,8	-	-	7,5
2007	sty.	1,8	3,1	-	-	3,3	84,4	-	7,4
	luty	1,8	2,9	-	-	3,9	-	-	7,3
	mar.	1,9	2,8	-	-	3,7	-	-	7,2
	kwie.	1,9	2,4	-	-	.	84,8	-	7,1
	maj	1,9	.	-	-	.	-	-	.

3. Bilans płatniczy, aktywa rezerwowe i kursy walutowe

(w miliardach EUR, chyba że zaznaczono inaczej)

		Bilans płatniczy (transakcje netto)				Aktywa rezerwowe (pozycje na koniec okresu)	Efektywne kursy walutowe euro: wąska grupa [3)] (wskaźnik, 1 kw. 1999 = 100)		Kurs walutowy USD/EUR
		Rachunki bieżący i kapitałowy	Towary	Inwestycje bezpośrednie	Inwestycje portfelowe		Nominalne	Realne (CPI)	
		1	2	3	4	5	6	7	8
2005		10,3	45,4	-210,0	146,1	320,1	103,3	104,1	1,2441
2006		5,3	30,5	-156,7	273,1	325,8	103,6	104,4	1,2556
2006	2 kw.	-5,8	6,8	-20,0	97,6	323,8	103,8	104,6	1,2582
	3 kw.	-3,6	7,5	-43,9	22,3	325,0	104,5	105,3	1,2743
	4 kw.	27,3	19,7	-57,3	130,0	325,8	104,6	105,3	1,2887
2007	1 kw.	4,1	7,9	-32,8	133,4	331,6	105,5	106,0	1,3106
2006	gru.	17,9	5,9	-28,8	32,8	325,8	105,5	106,0	1,3213
2007	sty.	-2,0	-3,0	-12,3	35,4	338,6	104,9	105,5	1,2999
	luty	-4,3	2,5	-12,4	26,2	337,5	105,4	105,9	1,3074
	mar.	10,4	8,5	-8,1	71,7	331,6	106,1	106,5	1,3242
	kwie.	.	.	.	.	330,0	107,1	107,5	1,3516
	maj	.	.	.	.	.	107,3	107,6	1,3511

Źródła: EBC, Komisja Europejska (Eurostat oraz Dyrekcja Generalna do Spraw Gospodarczych i Finansowych) i Reuters.
Uwaga: dalsza część tej sekcji zawiera bardziej szczegółowe dane.

1) Procentowe zmiany danych miesięcznych (w stosunku rocznym) dotyczą końca miesiąca podczas gdy zmiany danych kwartalnych i rocznych są obliczone jako średnia dla danego okresu. Celem uzyskania danych szczegółowych patrz: Uwagi techniczne.
2) M3 i jego składniki nie obejmują jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego i dłużnych papierów wartościowych z terminem pierwotnym do 2 lat w posiadaniu nierezydentów strefy euro.
3) Definicja grupy krajów-partnerów handlowych oraz inne informacje znajdują się w Uwagach ogólnych.

STATYSTYKA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

I.1 Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Eurosystemu

(w milionach EUR)

1. Aktywa

	11 maj 2007	18 maj 2007	25 maj 2007	1 czerwiec 2007
Złoto i należności w złocie	180.495	180.215	180.024	179.995
Należności od nierezydentów strefy euro denominowane w walutach obcych	142.421	142.286	142.506	143.270
Należności od rezydentów strefy euro denominowane w walutach obcych	25.002	24.569	25.006	25.379
Należności od nierezydentów strefy euro denominowane w euro	14.996	15.098	14.941	15.353
Kredyty w euro dla instytucji kredytowych ze strefy euro	426.145	431.243	445.739	434.509
Podstawowe operacje refinansujące	276.001	281.000	295.503	284.501
Dłuższe operacje refinansujące	149.999	149.999	150.000	150.002
Operacje dostrajające z przyrzeczeniem odkupu	0	0	0	0
Strukturalne operacje z przyrzeczeniem odkupu	0	0	0	0
Kredyt z banku centralnego na koniec dnia	145	244	235	6
Aktywa związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	0	0	1	0
Denominowane w euro pozostałe zobowiązania instytucji kredytowych strefy euro	14.120	13.782	14.135	14.415
Denominowane w euro papiery wartościowe rezydentów strefy euro	93.454	93.424	94.505	94.861
Denominowany w euro dług instytucji rządowych i samorządowych	37.656	37.657	37.657	37.643
Pozostałe aktywa	229.956	230.719	232.539	233.014
Aktywa ogółem	1.164.245	1.168.993	1.187.052	1.178.439

2. Pasywa

	11 maj 2007	18 maj 2007	25 maj 2007	1 czerwiec 2007
Banknoty w obiegu	623.066	624.065	623.383	626.775
Denominowane w euro zobowiązania wobec instytucji kredytowych strefy euro	186.085	189.855	187.400	188.221
Rachunki bieżące (obejmujące system rezerwy obowiązkowej)	185.937	189.612	187.221	188.025
Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	148	238	178	196
Lokaty terminowe	0	0	0	0
Operacje dostrajające z przyrzeczeniem odkupu	0	0	0	0
Depozyty związane ze zmianą wartości depozytu zabezpieczającego	0	5	1	0
Denominowane w euro pozostałe zobowiązania wobec instytucji kredytowych ze strefy euro	130	139	201	196
Wyemitowane certyfikaty dłużne	0	0	0	0
Denominowane w euro zobowiązania wobec pozostałych rezydentów strefy euro	49.302	49.854	68.777	54.555
Denominowane w euro zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro	19.484	20.106	20.135	20.254
Denominowane w walutach obcych zobowiązania wobec rezydentów strefy euro	160	159	155	156
Denominowane w walutach obcych zobowiązania wobec nierezydentów strefy euro	16.151	14.789	15.474	16.418
Zobowiązania wobec MFW z tytułu specjalnych praw ciągnienia (SDR)	5.578	5.578	5.578	5.578
Pozostałe pasywa	70.439	70.598	72.098	72.435
Różnice z aktualizacji wyceny	125.521	125.521	125.521	125.521
Kapitał i rezerwy	68.329	68.329	68.330	68.330
Pasywa ogółem	1.164.245	1.168.993	1.187.052	1.178.439

Źródło: EBC.

1.2 Podstawowe stopy procentowe EBC

(oprocentowanie w ujęciu rocznym; zmiany w punktach procentowych)

Z mocą obowiązującą od [1]		Depozyt w banku centralnym na koniec dnia		Podstawowe operacje refinansujące			Kredyt z banku centralnego na koniec dnia	
				Przetargi o stałej stopie procentowej	Przetargi o zmiennej stopie procentowej			
				Stała stopa procentowa	Minimalna oferowana stopa			
		Poziom	Zmiana	Poziom	Poziom	Zmiana	Poziom	Zmiana
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 stycznia	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 [2]	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 kwietnia	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 listopada	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 lutego	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 marca	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 kwietnia	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 czerwca	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 [3]	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 września	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 października	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 maja	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 sierpnia	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 września	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 listopada	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 grudnia	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 marca	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 czerwca	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005	6 grudnia	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8 marca	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15 czerwca	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 sierpnia	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 października	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 grudnia	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 marca	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 czerwca	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25

Źródło: EBC.

1) W okresie od 1 stycznia 1999 r. do 9 marca 2004 r., data odnosi się do depozytów i kredytów w/z banku centralnego na koniec dnia. Dla podstawowych operacji refinansujących zmiany stóp obowiązują od pierwszej operacji dokonanej po wskazanej dacie. Zmiana z 18 września 2001 r. obowiązywała tego samego dnia. O ile nie zostanie to inaczej oznaczone, począwszy od 10 marca 2004 r. data odnosi się do depozytów i kredytów w/z banku centralnego oraz podstawowych operacji refinansujących (zmiany obowiązują od pierwszej podstawowej operacji refinansującej zawartej po decyzji Rady Prezesów).

2) 22 grudnia 1998 r. EBC ogłosił, że na zasadzie wyjątku, od 4 do 21 stycznia 1999 r. pomiędzy stopą procentową kredytu i depozytu z/w banku centralnym na koniec dnia będzie stosowany wąski korytarz 50 punktów bazowych, mający ułatwić uczestnikom rynku przejście do nowego schematu monetarnego.

3) 8 czerwca 2000 r. EBC ogłosił, że poczynając od operacji, które zostaną rozliczone 28 czerwca 2000 r., podstawowe operacje refinansujące Eurosystemu będą dokonywane w trybie przetargów o zmiennej stopie procentowej. Minimalna oferowana stopa oznacza minimalną stopę procentową, przy której kontrahenci mogą składać swoje oferty.

I.3 Operacje polityki pieniężnej Eurosystemu przydzielone w ramach przetargów [1) 2)]

(w milionach EUR; stopy procentowe w ujęciu rocznym)

1. Podstawowe i dłuższe operacje refinansujące [3)]

Data rozliczenia	Kwota ofert	Liczba uczestników	Kwota przydzielonych środków	Przetargi o zmiennej stopie procentowej			Ważna przez (...) dni
				Minimalna oferowana stopa	Stopa krańcowa [4)]	Średnia ważona stopa z przydzielonych środków	
	1	2	3	4	5	6	7
	Podstawowe operacje refinansujące						
2007 7 lutego	381.952	346	279.500	3,50	3,54	3,55	7
14	402.912	363	286.500	3,50	3,55	3,56	8
22	425.650	361	301.500	3,50	3,55	3,56	6
28	380.816	343	289.000	3,50	3,56	3,56	7
7 marca	364.245	333	280.000	3,50	3,55	3,56	7
14	375.459	352	271.500	3,75	3,81	3,81	7
21	372.414	370	282.000	3,75	3,80	3,81	7
28	365.416	357	283.500	3,75	3,82	3,83	7
4 kwietnia	382.753	356	291.500	3,75	3,83	3,83	7
11	364.037	346	280.000	3,75	3,81	3,82	7
18	397.484	366	281.500	3,75	3,81	3,82	7
25	392.541	350	288.500	3,75	3,82	3,83	7
2 maja	371.510	306	279.500	3,75	3,82	3,83	7
9	353.181	325	276.000	3,75	3,81	3,82	6
15	360.720	307	281.000	3,75	3,82	3,82	8
23	364.192	359	295.500	3,75	3,82	3,82	7
30	360.182	331	284.500	3,75	3,82	3,83	7
6 czerwca	331.056	322	279.000	3,75	3,75	3,77	7
	Długoterminowe operacje refinansujące						
2006 1 czerwca	59.771	161	40.000	-	2,87	2,88	91
29	57.185	167	40.000	-	3,00	3,01	91
27 lipca	54.824	158	40.000	-	3,08	3,09	91
31 sierpnia	51.079	148	40.000	-	3,20	3,21	91
28 września	49.801	136	40.000	-	3,30	3,32	84
26 października	62.854	159	40.000	-	3,48	3,50	98
30 listopada	72.782	168	40.000	-	3,58	3,58	91
21 grudnia	74.150	161	40.000	-	3,66	3,67	98
2007 1 lutego	79.099	164	50.000	-	3,72	3,74	85
1 marca	80.110	143	50.000	-	3,80	3,81	91
29	76.498	148	50.000	-	3,87	3,87	91
27 kwietnia	71.294	148	50.000	-	3,96	3,97	90
31 maja	72.697	147	50.000	-	4,06	4,07	91

2. Inne operacje przydzielone w ramach przetargów

Data rozliczenia	Typ operacji	Kwota ofert	Liczba uczestników	Kwota przydzielonych środków	Przetargi o stałej stopie procentowej	Przetargi o zmiennej stopie procentowej			Ważna przez (…) dni
					Stała stopa procentowa	Minimalna oferowana stopa	Stopa krańcowa [4)]	Średnia ważona stopa z przydzielonych środków	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 5 grudnia	Przyjęte depozyty terminowe	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1
2006 17 stycznia	Transakcja z przyrzeczeniem odkupu	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1
7 lutego	Przyjęte depozyty terminowe	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1
7 marca	Przyjęte depozyty terminowe	2.600	3	2.600	2,25	-	-	-	1
11 kwietnia	Transakcja z przyrzeczeniem odkupu	47.545	29	26.000	-	2,50	2,55	2,58	1
9 maja	Transakcja z przyrzeczeniem odkupu	15.810	16	11.500	2,50	-	-	-	1
14 czerwca	Przyjęte depozyty terminowe	4.910	8	4.910	2,50	-	-	-	1
11 lipca	Transakcja z przyrzeczeniem odkupu	9.000	9	8.500	2,75	-	-	-	1
8 sierpnia	Przyjęte depozyty terminowe	19.860	21	18.000	2,75	-	-	-	1
5 września	Przyjęte depozyty terminowe	13.635	17	11.500	3,00	-	-	-	1
10 października	Przyjęte depozyty terminowe	36.120	26	9.500	-	3,00	3,05	3,06	1
12 grudnia	Przyjęte depozyty terminowe	21.565	25	2.500	-	3,25	3,32	3,33	1
2007 13 marca	Przyjęte depozyty terminowe	2.300	2	2.300	3,50	-	-	-	1
17 kwietnia	Transakcja z przyrzeczeniem odkupu	42.245	35	22.500	3,75	-	-	-	1
14 maja	Transakcja z przyrzeczeniem odkupu	2.460	7	2.460	3,75	-	-	-	1

Źródło: EBC.

1) Podane kwoty mogą się nieco różnić od kwot z części 1.1, z uwagi na dokonany już przydział środków w ramach operacji, które nie zostały jeszcze rozliczone.

2) Od kwietnia 2002 r. dokonywane są równolegle ze standardowymi, tj. 14-dniowymi, operacje z jednotygodniowym terminem zapadalności (tzw. *split tender operations*). Oba typy operacji są klasyfikowane jako podstawowe operacje refinansujące. Wykaz operacji dokonanych przed tym miesiącem uwzględnia Tabela 2 w części 1.3.

3) 8 czerwca 2000 r. EBC ogłosił, że poczynając od operacji, które zostaną rozliczone 28 czerwca 2000 r., podstawowe operacje refinansujące Eurosystemu będą przeprowadzone w formie przetargu o zmiennej stopie procentowej. Minimalna oferowana stopa odnosi się do minimalnej stopy procentowej, przy której kontrahenci mogą składać swoje oferty,

4) W przypadku operacji zasilających (absorbujących) płynność, stopa krańcowa odnosi się do najniższej (najwyższej) stopy, przy której oferty zostały przyjęte.

1.4 Statystyka rezerwy obowiązkowej i płynności

(w miliardach EUR, średnie dzienne pozycje w ciągu okresu, o ile nie zaznaczono inaczej; stopy procentowe jako oprocentowanie w skali roku)

1. Podstawa rezerw instytucji kredytowych, które podlegają obowiązkowi utrzymywania rezerwy

Podstawa rezerw na [1]:	Ogółem	Zobowiązania, do których stosuje się stopę rezerwy obowiązkowej wynoszącą 2%		Zobowiązania, w stosunku do których stosuje się stopę rezerwy obowiązkowej wynoszącą 0%		
		Depozyty (bieżące, oraz z pierwotnym terminem zapadalności i terminem wypowiedzenia do 2 lat)	Dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do 2 lat	Depozyty (z terminem pierwotnym zapadalności i wypowiedzenia powyżej 2 lat)	Operacje z przyrzeczeniem odkupu	Dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym powyżej 2 lat
	1	2	3	4	5	6
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6
2006 1 kw.	14.500,2	7.604,7	550,2	1.825,1	1.241,5	3.278,8
2 kw.	14.712,2	7.764,5	550,9	1.877,1	1.174,4	3.345,3
3 kw.	15.261,0	8.064,9	584,0	1.931,6	1.269,7	3.410,8
4 kw.[2]	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007 styczeń	15.889,0	8.478,5	638,8	1.984,4	1.278,8	3.508,5
luty	16.033,9	8.490,3	645,9	1.990,6	1.350,2	3.556,9
marzec	16.253,0	8.634,2	657,4	2.009,8	1.358,8	3.592,8

2. Utrzymywanie rezerwy

Koniec okresu utrzymywania:	Rezerwa obowiązkowa	Rachunki bieżące instytucji kredytowych	Nadwyżka rezerwy	Niedobór rezerwy	Oprocentowanie rezerw obowiązkowych
	1	2	3	4	5
2005	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007 16 stycznia[3]	174,3	175,3	1,0	0,0	3,57
13 lutego	175,8	176,5	0,8	0,0	3,55
13 marca	179,8	180,6	0,8	0,0	3,55
17 kwietnia	181,8	182,6	0,8	0,0	3,81
14 maja	182,2	183,2	1,0	0,0	3,82
12 czerwca	185,3	.	.	.	.

3. Płynność

Koniec okresu utrzymywania:	Czynniki zasilające w płynność					Czynniki absorbujące płynność					rachunki bieżące instytucji kredytowych	Baza monetarna
		Pozycja płynności Eurosystemu										
	Aktywa netto Eurosystemu w złocie i walutach obcych	Podstawowe operacje refinansujące	Dłużne operacje refinansujące	Kredyt z banku centralnego na koniec dnia	Pozostałe operacje zasilające w płynność	Depozyt w banku centralnym na koniec dnia	Pozostałe operacje absorbujące płynność [4]	Bankonoty w obiegu	Depozyty instytucji rządowych szczebla centralnego w Eurosystemie	Pozostałe czynniki (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007 16 stycznia	325,8	322,3	120,0	0,1	0,0	0,2	1,0	619,5	45,0	-72,7	175,3	794,9
13 lutego	322,1	300,5	124,6	0,1	0,1	0,1	1,5	604,6	47,9	-83,1	176,5	781,2
13 marca	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2
17 kwietnia	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	0,9	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7
14 maja	326,1	281,6	150,0	0,3	0,0	0,5	0,1	620,0	51,3	-97,2	183,2	803,8

Źródło: EBC.

1) Koniec okresu.

2) Podstawy naliczania rezerwy dla instytucji kredytowych Słowenii. W okresie przejściowym, instytucje kredytowe zlokalizowane w krajach strefy euro mogły zdecydować o pomniejszeniu własnej podstawy naliczania rezerwy o zobowiązania wobec instytucji kredytowych zlokalizowanych w Słowenii. Poczynając od podsawy naliczania rezerwy z końca stycznia 2007, ma tu zastosowanie standardowe podejście (zob. Rozporządzenie (WE) nr 1637/2006 EBC z 2 listopada 2006 r. dotyczące przepisów przejściowych w zakresie stosowania rezerw obowiązkowych przez Europejski Bank Cenralny po wprowadzeniu waluty euro w Słowenii (EBC/2006/15)).

3) Z powodu przyjęcia euro przez Słowenię 1 stycznia 2007 r. rezerwa obowiązkowa jest średnią – ważoną liczbą dni kalendarzowych – rezerw obowiązkowych 12 krajów należących do strefy euro w okresie 13-31 grudnia 2006 r. oraz rezerw obowiązkowych dla 13 krajów obecnych członków strefy euro w okresie 1-6 stycznia 2007 r.

4) Począwszy od 1 stycznia 2007 r., obejmuje operacje polityki pieniężnej w formie przyjętych depozytów terminowych utrzymywanych przez Banka Slovenije przed 1 stycznia 2007 r. i nadal znajdowały się na stanie po tej dacie.

PIENIĄDZ, BANKOWOŚĆ I FUNDUSZE INWESTYCYJNE

2.1 Bilans zagregowany monetarnych instytucji finansowych (MIF) strefy euro[1]

(w miliardach EUR, stany na koniec okresu)

1. Aktywa

		Ogółem	Kredyty i pożyczki dla rezydentów strefy euro				Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez rezydentów strefy euro				Jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego [2]	Papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały wyemitowane przez rezydentów strefy euro	Aktywa zagraniczne	Aktywa trwałe	Pozostałe aktywa
			Ogółem	Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostali rezydenci strefy euro	MIF	Ogółem	Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostali rezydenci strefy euro	MIF					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
		Eurosystem													
2005		1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006		1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	sty.	1.540,4	663,7	19,7	0,6	643,3	224,7	194,4	2,4	27,9	-	17,2	361,4	14,8	258,6
	luty	1.582,1	682,5	19,7	0,6	662,1	234,6	202,8	2,4	29,5	-	17,2	365,7	14,8	267,4
	mar.	1.576,6	693,3	19,7	0,6	673,0	238,0	205,5	2,1	30,4	-	17,4	359,6	14,8	253,5
	kwi.[p]	1.588,8	700,1	19,1	0,6	680,4	243,5	210,2	2,2	31,1	-	17,7	355,8	15,3	256,4
		MFI z wyłączeniem Eurosystemu													
2005		23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006		25.973,9	14.904,2	810,5	9.160,3	4.933,4	3.555,2	1.276,5	645,8	1.632,8	83,5	1.194,5	4.330,1	172,6	1.733,9
2007	sty.	26.402,3	15.074,2	806,2	9.275,8	4.992,2	3.602,0	1.296,1	644,4	1.661,5	84,6	1.219,5	4.489,5	171,8	1.760,7
	luty	26.619,9	15.159,1	803,2	9.337,0	5.018,9	3.626,6	1.293,2	658,2	1.675,1	87,4	1.219,6	4.575,7	171,8	1.779,7
	mar.	27.084,2	15.332,7	801,4	9.439,2	5.092,1	3.661,0	1.281,6	686,6	1.692,9	92,2	1.238,0	4.683,3	195,0	1.881,9
	kwi.[p]	27.474,3	15.503,6	802,3	9.524,5	5.176,8	3.670,1	1.258,0	706,8	1.705,2	96,9	1.308,4	4.799,6	199,4	1.896,3

2. Pasywa

		Ogółem	Pieniądz gotówkowy w obiegu	Depozyty rezydentów strefy euro				Jednostki uczestictwa w funduszach rynku pieniężnego [3]	Wyemitowane dłużne papiery wartościowe [4]	Kapitał i rezerwy	Pasywa zagraniczne	Pozostałe pasywa
				Ogółem	Instytucje rządowe szczebla centarlnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe/ pozostali rezydenci strefy euro	MIF					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
		Eurosystem										
2005		1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006		1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	sty.	1.540,4	621,2	433,3	48,1	18,8	366,4	-	0,8	214,9	36,9	233,2
	luty	1.582,1	623,2	466,5	51,4	19,8	395,3	-	0,4	218,2	39,1	234,7
	mar.	1.576,6	632,5	455,6	44,8	17,5	393,4	-	0,3	216,3	39,5	232,4
	kwi.[p]	1.588,8	641,6	455,5	42,0	19,8	393,7	-	0,1	213,6	43,1	234,9
		MFI z wyłączeniem Eurosystemu										
2005		23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006		25.973,9	-	13.257,2	123,2	7.891,6	5.242,4	697,7	4.242,4	1.449,7	3.996,4	2.330,5
2007	sty.	26.402,3	-	13.297,9	122,3	7.888,2	5.287,4	726,1	4.306,6	1.459,3	4.188,8	2.423,6
	luty	26.619,9	-	13.358,7	138,0	7.899,4	5.321,2	739,9	4.364,4	1.478,3	4.239,1	2.439,5
	mar.	27.084,2	-	13.591,9	138,8	8.046,9	5.406,2	758,6	4.423,0	1.520,0	4.253,5	2.537,3
	kwi.[p]	27.474,3	-	13.700,7	131,6	8.097,3	5.471,8	778,9	4.447,8	1.537,3	4.402,3	2.607,4

Źródło: EBC.

1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
2) Kwoty wyemitowane przez rezydentów strefy euro. Kwoty wyemitowane przez nierezydentów strefy euro są włączone do aktywów zagranicznych.
3) Kwoty w posiadaniu rezydentów strefy euro.
4) Kwoty wyemitowane z terminem pierwotnym do 2 lat w posiadaniu nierezydentów strefy euro są włączone do pasywów zagranicznych.

2.2 Bilans skonsolidowany MIF strefy euro[1)]

(w miliardach EUR, stany na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

1. Aktywa

		Ogółem	Kredyty i pożyczki dla rezydentów strefy euro			Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez rezydentów strefy euro			Papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały wyemitowane przez rezydentów strefy euro	Aktywa zagraniczne	Aktywa trwałe	Pozostałe aktywa
			Ogółem	Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostali rezydenci strefy euro	Ogółem	Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostali rezydenci strefy euro				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
		Stany										
2005		17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006		19.743,5	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,3	1.464,0	648,3	829,9	4.681,5	187,3	1.941,4
2007	sty.	20.097,2	10.102,4	826,0	9.276,4	2.137,3	1.490,5	646,8	846,3	4.850,9	186,6	1.973,7
	luty	20.284,1	10.160,6	822,9	9.337,6	2.156,7	1.496,0	660,6	836,4	4.941,3	186,6	2.002,6
	mar.	20.630,4	10.261,0	821,1	9.439,9	2.175,8	1.487,0	688,7	849,9	5.042,9	209,8	2.091,2
	kwi.[p)]	20.909,2	10.346,6	821,4	9.525,2	2.177,2	1.468,2	709,0	909,5	5.155,4	214,7	2.105,8
		Transakcje										
2005		1.608,6	708,9	12,8	696,0	156,2	76,2	79,9	53,2	448,5	1,4	240,4
2006		2.003,1	873,0	-14,4	887,3	10,6	-96,8	107,4	98,5	795,7	6,4	218,9
2007	sty.	292,3	84,4	-4,0	88,4	22,9	21,2	1,7	12,9	143,6	-0,9	29,3
	luty	221,7	63,2	-3,0	66,1	17,8	4,2	13,6	-10,6	123,8	0,0	27,6
	mar.	348,1	104,5	-1,2	105,7	22,4	-7,3	29,6	10,0	123,5	1,2	86,5
	kwi.[p)]	319,8	92,7	0,4	92,3	2,8	-17,3	20,2	58,9	152,7	0,9	11,8

2. Pasywa

		Ogółem	Pieniądz w obiegu	Dpozyty instytucji rządowych szczebla centralnego	Depozyty instytucji rządowych i samorządowych/ pozostałych rezydentów strefy euro	Jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego[2)]	Wyemitowane dłużne papiery wartościowe[3)]	Kapitał i rezerwy	Pasywa zagraniczne	Pozostałe pasywa	Saldo operacji wzajemnych MIF
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
		Stany									
2005		17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006		19.743,5	592,2	156,9	7.907,5	614,1	2.582,7	1.276,5	4.031,7	2.566,1	15,7
2007	sty.	20.097,2	575,6	170,4	7.907,0	641,5	2.618,1	1.283,7	4.225,7	2.656,8	18,4
	luty	20.284,1	578,7	189,4	7.919,2	652,5	2.660,3	1.296,2	4.278,2	2.674,2	35,4
	mar.	20.630,4	588,3	183,5	8.064,4	666,4	2.700,0	1.330,7	4.293,0	2.769,6	34,5
	kwi.[p)]	20.909,2	594,7	173,6	8.117,0	681,9	2.711,6	1.334,2	4.445,4	2.842,3	8,4
		Transakcje									
2005		1.608,6	64,4	10,9	495,7	-3,0	213,5	96,2	448,0	333,8	-50,8
2006		2.003,1	59,4	-16,2	684,3	27,0	280,4	56,7	604,6	263,8	43,1
2007	sty.	292,3	-17,0	12,2	-21,6	28,9	28,0	0,2	168,8	95,8	-3,1
	luty	221,7	3,1	19,0	16,3	11,5	49,7	6,9	85,1	6,6	23,6
	mar.	348,1	9,6	-5,7	147,3	14,2	43,2	17,5	31,1	88,2	2,7
	kwi.[p)]	319,8	6,4	-9,9	57,4	17,4	21,8	0,2	187,9	55,3	-16,7

Źródło: EBC.

1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
2) Kwoty w posiadaniu rezydentów strefy euro.
3) Kwoty wyemitowane z terminem pierwotnym do 2 lat w posiadaniu nierezydentów strefy euro są włączone do pasywów zagranicznych.

2.3 Statystyka monetarna [1]

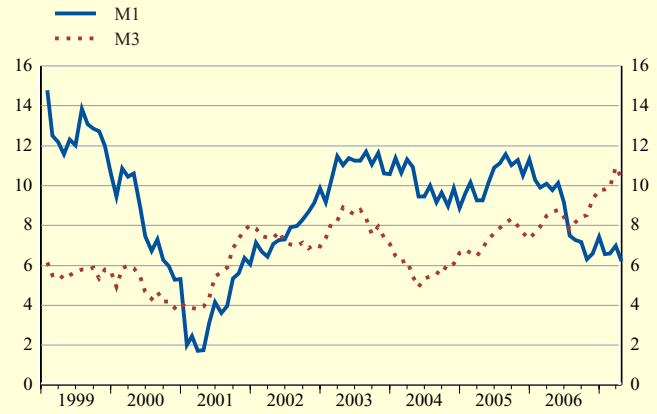
(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; skorygowane sezonowo, stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

1. Agregaty monetarne[2] i czynniki ich kreacji

		M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	3-miesięczna średnia ruchoma M3 (wyśrodkowana)	Długoterminowe zobowiązania finansowe	Należności od instytucji rządowych i samorządowych	należności od pozostałych rezydentów strefy uero		Aktywa zagraniczne netto [3]
											Kredyty i pożyczki	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
		Stany										
2005		3.419,4	2.653,2	6.072,6	999,4	7.072,0	-	5.000,2	2.472,5	9.561,0	8.287,3	422,2
2006		3.674,8	2.954,3	6.629,1	1.096,7	7.725,8	-	5.428,7	2.321,2	10.658,5	9.167,4	627,7
2007	sty.	3.686,5	2.989,2	6.675,6	1.127,6	7.803,3	-	5.478,5	2.321,7	10.770,8	9.273,9	622,1
	luty	3.709,2	3.006,3	6.715,5	1.145,2	7.860,8	-	5.514,3	2.321,8	10.843,2	9.342,4	672,0
	mar.	3.746,6	3.064,7	6.811,3	1.188,9	8.000,2	-	5.579,7	2.300,8	10.969,4	9.442,9	767,2
	kwi. [p]	3.736,0	3.106,5	6.842,5	1.190,7	8.033,2	-	5.609,8	2.276,3	11.087,9	9.515,4	734,3
		Transakcje										
2005		337,0	138,9	475,9	8,5	484,4	-	401,5	94,5	835,5	700,4	0,1
2006		253,4	311,1	564,5	124,8	689,3	-	426,4	-114,1	1.100,7	892,1	190,9
2007	sty.	3,1	25,5	28,6	32,6	61,2	-	31,8	-4,6	85,0	79,4	-6,1
	luty	24,1	19,0	43,1	17,8	60,9	-	38,9	-1,2	76,2	73,5	50,6
	mar.	38,1	59,4	97,5	43,6	141,1	-	52,7	-18,7	127,8	104,0	101,0
	kwi. [p]	-9,4	44,3	34,9	3,0	37,9	-	38,7	-22,9	124,7	79,4	-28,3
		Stopa wzrostu										
2005		11,3	5,4	8,5	0,9	7,3	7,5	8,9	4,1	9,6	9,2	0,1
2006		7,4	11,7	9,3	12,7	9,8	9,6	8,5	-4,7	11,5	10,8	190,9
2007	sty.	6,6	12,0	8,9	15,4	9,8	9,8	8,6	-4,8	11,3	10,6	177,8
	luty	6,6	11,6	8,8	17,2	9,9	10,2	8,3	-4,1	10,7	10,3	243,0
	mar.	7,0	12,7	9,5	19,9	10,9	10,4	8,6	-4,9	10,7	10,5	336,0
	kwi. [p]	6,2	12,4	8,9	19,4	10,4	.	8,7	-5,6	10,7	10,3	315,2

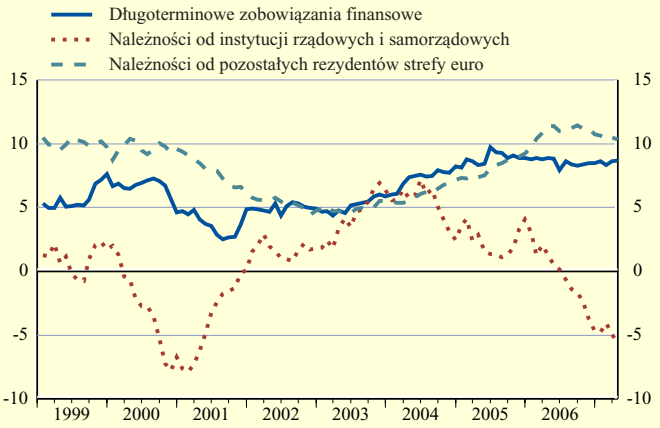
C1 Agregaty monetarne [1]

(roczne stopy wzrostu; skorygowane sezonowo)



C2 Czynniki kreacji pieniądza [1]

(roczne stopy wzrostu; skorygowane sezonowo)



Źródło: EBC.

1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

2) Zobowiązania pieniężne MIF i instytucji rządowych szczebla centralnego (poczta, skarb państwa) wobec rezydentów strefy euro spoza sektora MIF z wyłączeniem instytucji rządowych szczebla centralnego (M1, M2, M3; patrz glosariusz).

3) Wartości w sekcji „stopy wzrostu" są sumami transakcji przeprowadzonych w ciągu 12 miesięcy kończących się we wskazanym okresie.

2.3 Statystyka monetarna[1)]

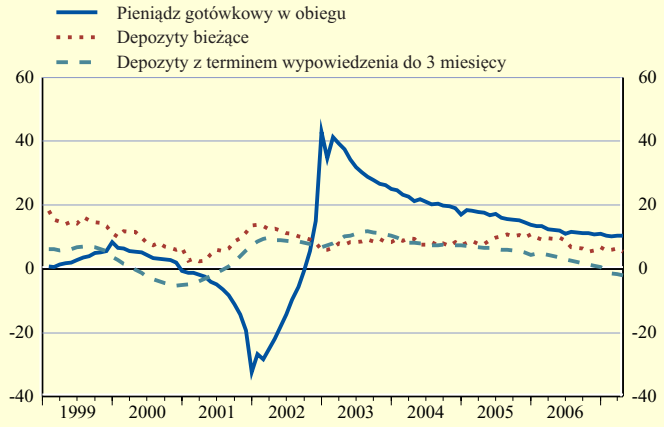
(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; skorygowane sezonowo, stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

2. Składniki agregatów monetarnych oraz długoterminowe zobowiązania finansowe

	Pieniądz gotówkowy w obiegu	Depozyty bieżące	Depozyty z pierwotnym terminem zapadalności do 2 lat	Depozyty z terminem wypowiedzenia do 3 miesięcy	Operacje z przyrzeczeniem odkupu	Jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	Dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do 2 lat	Dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym powyżej 2 lat	Depozyty z terminem wypowiedzenia powyżej 3 miesięcy	Depozyty z pierwotnym terminem zapadalności powyżej 2 lat	Kapitał i rezerwy
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stany										
2005	521,5	2.897,9	1.109,9	1.543,2	241,6	631,6	126,2	2.202,6	86,9	1.511,2	1.199,6
2006	579,0	3.095,8	1.402,7	1.551,6	271,8	631,4	193,5	2.396,2	102,4	1.654,6	1.275,6
2007 sty.	583,2	3.103,3	1.442,5	1.546,7	268,2	645,5	214,0	2.422,5	105,2	1.666,4	1.284,4
luty	588,3	3.121,0	1.468,5	1.537,8	265,1	655,7	224,4	2.441,8	106,9	1.670,0	1.295,6
mar.	592,0	3.154,6	1.527,6	1.537,1	280,3	670,1	238,5	2.461,2	107,8	1.683,3	1.327,5
kwi. [p]	597,4	3.138,6	1.573,1	1.533,5	271,6	676,0	243,2	2.467,6	108,7	1.693,5	1.340,0
	Transakcje										
2005	63,2	273,8	69,1	69,8	-5,9	-2,0	16,4	198,4	-4,3	111,2	96,1
2006	57,5	195,8	301,8	9,4	31,0	28,8	65,0	216,3	15,5	137,8	56,8
2007 sty.	3,7	-0,7	31,4	-5,8	-3,7	15,6	20,7	18,7	2,1	9,2	1,9
luty	5,1	19,0	27,9	-8,9	-3,0	10,8	10,0	27,2	1,6	4,4	5,6
mar.	3,7	34,4	60,1	-0,6	15,2	14,6	13,8	23,2	0,9	13,7	14,9
kwi. [p]	5,4	-14,8	47,8	-3,5	-8,6	7,7	4,0	17,3	1,0	11,1	9,3
	Stopy wzrostu										
2005 gru.	13,8	10,9	6,5	4,4	-2,4	-0,3	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,9
2006 gru	11,0	6,8	27,3	0,6	13,0	4,7	50,5	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 sty.	10,4	5,9	29,3	-0,5	11,6	8,2	53,3	10,2	18,9	8,9	4,7
luty	10,2	5,9	29,4	-1,4	15,2	9,6	51,2	10,7	20,7	8,2	3,4
mar.	10,5	6,3	32,2	-1,7	19,3	12,2	50,3	11,0	20,6	8,1	4,1
kwi. [p]	10,5	5,4	31,2	-2,0	13,5	13,1	52,4	10,9	20,4	7,9	4,8

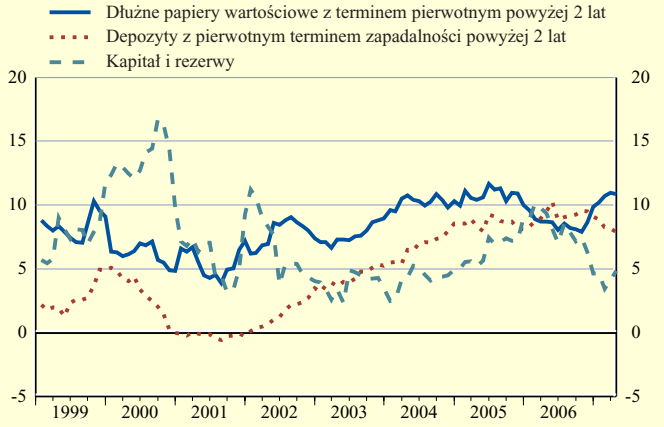
C3 Składniki agregatów monetarnych[1)]

(roczne stopy wzrostu; skorygowane sezonowo)



C4 Składniki długoterminowych zobowiązań finansowych[1)]

(roczne stopy wzrostu; skorygowane sezonowo)



Źródło: EBC.
1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

2.4 Kredyty i pożyczki MIF, struktura [1), 2)]

(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

1. Kredyty i pożyczki dla instytucji pośrednictwa finansowego i przedsiębiorstw [3)]

	Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne		Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego [4)]		Przedsiębiorstwa			
	Ogółem	Do 1 roku	Ogółem	Do 1 roku	Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku d 5 lat	Powyżej 5 lat
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Stany							
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,9	55,2	695,9	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 sty.	99,9	72,2	721,8	440,9	3.898,3	1.157,5	717,4	2.023,3
luty	97,0	70,2	741,8	460,8	3.920,6	1.160,6	726,1	2.033,9
mar.	98,5	71,6	774,7	488,6	3.955,8	1.170,5	738,7	2.046,6
kwi. [p]	105,6	79,3	794,6	502,6	3.997,0	1.187,2	749,2	2.060,6
	Transakcje							
2005	15,0	9,8	60,8	29,2	262,7	56,8	54,3	151,6
2006	18,2	13,9	81,8	57,7	442,0	96,3	123,1	222,6
2007 sty.	17,0	17,0	16,8	19,1	39,1	14,9	7,1	17,1
luty	-2,8	-2,0	21,1	20,7	24,9	3,9	9,3	11,7
mar.	1,6	1,5	33,0	28,1	40,5	10,8	13,3	16,3
kwi. [p]	7,1	7,8	21,9	15,1	44,3	17,6	11,2	15,5
	Stopy wzrostu							
2005 gru.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 gru	28,2	33,3	13,3	15,6	13,0	9,3	20,8	12,4
2007 sty.	30,5	37,1	11,4	13,2	13,2	9,8	20,4	12,7
luty	28,7	37,0	10,7	12,3	12,6	9,1	19,6	12,3
mar.	20,5	25,9	16,0	19,6	12,4	9,3	18,8	12,1
kwi. [p]	20,2	26,5	16,3	18,2	12,2	8,8	18,9	11,9

C5 Kredyty i pożyczki dla instytucji pośrednictwa finansowego i przedsiębiorstw [2)]

(roczne stopy wzrostu)

Źródło: EBC.

1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.
2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
3) Od stycznia 2003 r. dane były zbierane w marcu, wrześniu i grudniu każdego roku. Dane miesięczne za okres od stycznia 2003 r. obliczono na podstawie danych kwartalnych.
4) W kategorii uwzględniono fundusze inwestycyjne.

2.4 Kredyty i pożyczki MIF, struktura[1), 2)]

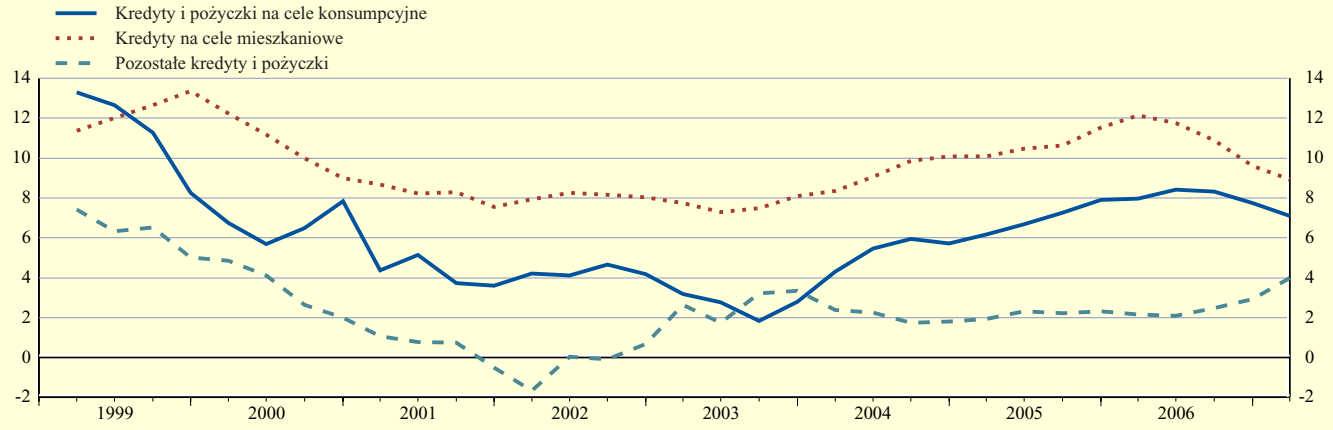
(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

2. Kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych[3)]

		Ogółem	Kredyty i pożyczki na cele konsumpcyjne				Kredyty na cele mieszkaniowe				Pozostałe kredyty i pożyczki			
			Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat	Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat	Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		Stany												
2005		4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006		4.537,0	586,6	135,3	202,7	248,5	3.212,0	15,6	72,1	3.124,4	738,4	146,2	101,5	490,7
2007	sty.	4.555,8	587,0	134,7	202,2	250,0	3.230,5	15,3	72,4	3.142,8	738,3	145,3	100,9	492,1
	luty	4.577,6	585,2	132,5	201,5	251,2	3.252,1	15,5	72,5	3.164,0	740,2	145,6	100,8	493,9
	mar.	4.610,2	590,1	133,3	202,9	253,8	3.271,3	16,1	71,8	3.183,4	748,8	147,7	102,2	499,0
	kwi. (p)	4.627,3	593,5	134,6	202,9	256,0	3.286,0	15,8	71,8	3.198,4	747,8	146,6	102,5	498,7
		Transakcje												
2005		357,5	40,7	9,0	11,6	20,0	300,6	0,7	4,8	295,0	16,2	3,8	1,3	11,1
2006		345,2	42,7	8,2	4,8	29,6	281,6	1,5	4,6	275,6	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	sty.	15,5	-1,3	-0,6	-1,1	0,4	17,0	-0,3	0,4	17,0	-0,3	-1,2	-0,7	1,6
	luty	22,9	-1,3	-2,2	-0,6	1,5	21,9	0,3	0,1	21,5	2,4	0,4	-0,1	2,0
	mar.	30,6	4,5	1,0	1,5	2,1	19,2	0,6	-0,4	19,0	6,9	1,7	1,2	4,1
	kwi. (p)	18,9	4,0	1,3	0,1	2,6	15,5	-0,4	0,0	15,8	-0,6	-1,0	0,4	0,0
		Stopy wzrostu												
2005	gru.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,2	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006	gru	8,2	7,7	6,5	2,4	13,3	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007	sty.	8,0	7,3	6,2	2,0	12,6	9,4	8,9	7,8	9,5	2,9	0,5	3,8	3,4
	luty	8,1	6,7	5,2	1,2	12,5	9,4	10,6	7,6	9,5	3,4	1,1	3,0	4,1
	mar.	7,9	7,1	6,8	1,7	12,0	8,9	13,8	6,3	9,0	4,0	1,7	3,9	4,7
	kwi. (p)	7,6	6,9	7,2	1,1	11,9	8,6	12,5	6,4	8,6	3,8	1,2	4,9	4,3

C6 Kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych[2)]

(roczne stopy wzrostu)



Źródło: EBC.
1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.
2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
3) Włączając instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.

2.4 Kredyty i pożyczki MIF, struktura[1), 2)]

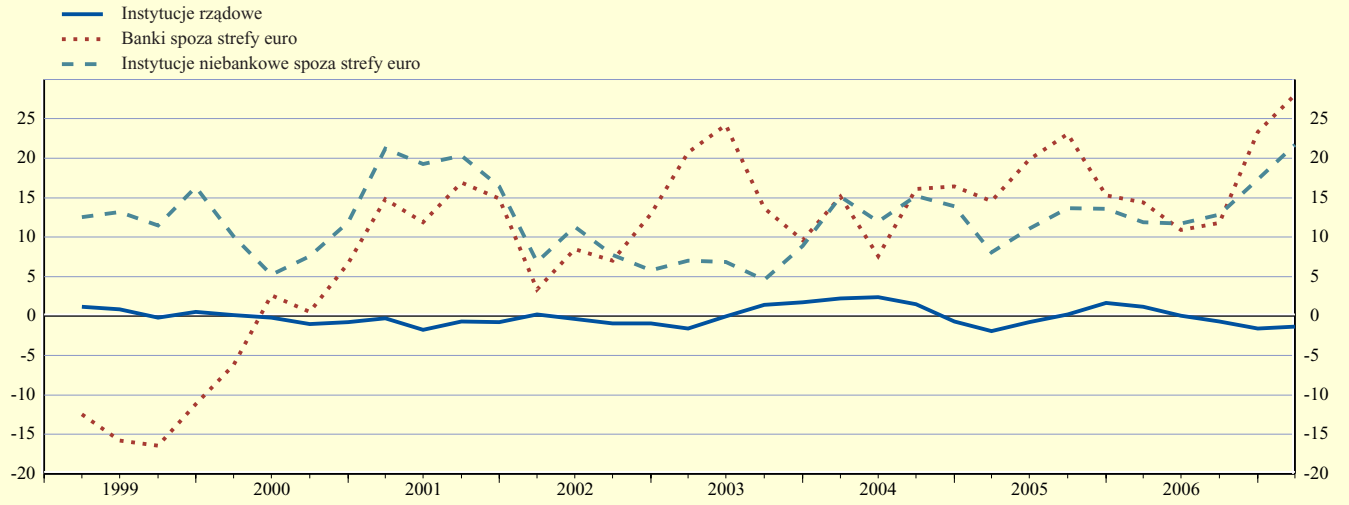
(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

3. Kredyty i pożyczki dla sektora instytucji rządowych oraz nierezydentów strefy euro

	Instytucje rządowe i samorzdowe					Nierezydenci strefy euro				
	Ogółem	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe			Ogółem	Banki[3)]	Instytucje niebankowe		
			Instytucje stanowe	Instytucja samorządowe	Fundusze ubezpieczeń społecznych			Ogółem	Instytucja rządowe i samorządowe	Pozostałe
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Stany									
2004	811,9	130,1	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006 1 kw.	816,0	118,3	240,9	427,7	29,2	2.594,7	1.821,6	773,1	62,9	710,2
2 kw.	809,0	106,5	234,5	436,0	32,0	2.611,3	1.839,9	771,5	66,5	705,0
3 kw.	803,6	101,2	230,1	436,6	35,7	2.735,9	1.919,9	816,1	66,5	749,6
4 kw.	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 1 kw. [(p)]	801,4	96,6	225,2	453,6	26,0	3.169,0	2.260,3	908,7	63,2	845,5
	Transakcje									
2004	-5,6	2,2	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005	13,7	-5,6	-8,1	21,9	5,5	296,8	207,9	89,0	4,7	84,3
2006 1 kw.	-10,7	-6,6	-5,9	1,9	-0,1	131,2	111,6	19,6	-3,0	22,6
2 kw.	-6,8	-11,6	-6,4	8,3	2,9	56,3	42,8	13,5	3,6	9,9
3 kw.	-3,3	-3,1	-4,3	0,4	3,6	120,2	75,8	44,3	-0,7	45,0
4 kw.	7,4	3,7	2,4	11,2	-9,8	218,6	166,9	51,7	-2,7	54,4
2007 1 kw. [(p)]	-8,2	-7,4	-6,3	5,5	0,1	271,9	217,2	54,8	0,2	54,6
	Stopy wzrostu									
2004 grudz.	-0,7	1,7	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2005 grudz.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	7,7	14,2
2006 mar.	1,2	-8,2	-3,9	5,8	29,5	13,7	14,4	11,9	1,7	12,9
czer.	0,0	-14,1	-6,3	7,4	12,2	11,2	10,9	11,7	7,3	12,1
wrze.	-0,7	-13,3	-7,9	6,5	9,1	12,1	11,8	12,8	2,9	13,8
gru.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,5	23,3	17,4	-4,2	19,4
2007 mar [(p)]	-1,3	-15,7	-6,1	5,9	-11,0	26,1	28,0	21,7	0,7	23,6

C7 Kredyty i pożyczki dla instytucji rządowych oraz nierezydentów strefy euro[2)]

(roczne stopy wzrostu)



Źródło: EBC.
1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.
2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
3) Terminem „banki" określa się w niniejszej tabeli instytucje podobnego typu co MIF spoza strefy euro.

2.5 Depozyty w MIF, struktura [1), 2)]

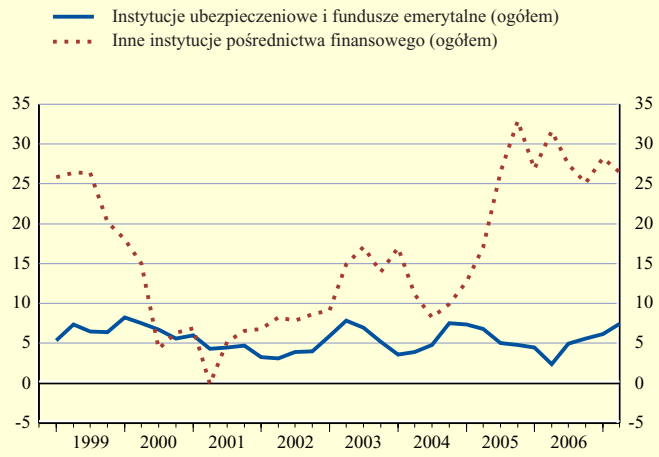
(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

1. Depozyty instytucji pośrednictwa finansowego

	Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne							Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego [3)]						
	Ogółem	Bieżące	Terminowe		Z terminem wypowiedzenia		Operacje z przyrzeczeniem odkupu	Ogółem	Bieżące	Terminowe		Z terminem wypowiedzenia		Operacje z przyrzeczeniem odkupu
			Do 2 lat	Powyżej 2 lat	Do 3 miesięcy	Powyżej 3 miesięcy				Do 2 lat	Powyżej 2 lat	Do 3 miesięcy	Powyżej 3 miesięcy	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Stany													
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.141,3	283,1	252,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 sty.	655,7	71,9	57,7	499,5	1,0	1,4	24,3	1.177,5	307,3	247,1	475,8	10,5	0,2	136,6
luty	657,0	69,4	58,3	502,8	1,1	1,2	24,2	1.176,5	299,9	247,2	480,3	10,3	0,2	138,6
mar.	658,6	72,2	58,2	503,0	1,1	1,2	22,9	1.250,5	318,3	266,7	502,9	11,4	0,3	151,0
kwi.	666,4	70,3	63,2	506,3	1,0	1,2	24,4	1.264,2	306,6	277,2	517,0	11,3	0,3	151,7
	Transakcje													
2005	26,3	7,4	-0,6	19,2	0,4	0,0	-0,2	176,1	40,1	37,3	96,8	1,5	0,0	0,4
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,8	45,1	68,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007 sty.	5,2	1,5	0,3	4,0	0,0	0,0	-0,7	33,3	23,6	-6,6	5,1	-0,3	0,0	11,5
luty	1,6	-2,4	0,7	3,4	0,1	-0,1	0,0	1,2	-6,8	0,8	5,3	-0,1	0,0	2,0
mar.	1,6	2,8	0,0	0,2	0,0	0,0	-1,3	75,1	18,6	19,9	22,9	1,1	0,1	12,5
kwi.	7,5	-2,3	5,1	3,3	-0,1	0,0	1,5	16,2	-11,0	11,4	15,0	0,0	0,0	0,8
	Stopy wzrostu													
2005 gru.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	2,9	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 gru	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-3,4	21,2	28,3	19,3	37,4	38,9	2,9	-	4,0
2007 sty.	5,6	-0,8	15,7	5,9	-13,5	-3,5	-1,4	27,3	16,2	38,5	38,7	4,7	-	5,4
luty	6,9	1,2	23,4	6,2	-6,7	-13,8	7,1	24,1	15,1	30,2	35,0	1,2	-	4,9
mar.	7,5	10,2	15,7	5,9	-2,9	-14,3	16,0	26,5	15,3	37,1	34,6	4,1	-	12,4
kwi.	6,0	3,1	25,6	5,6	-11,0	-13,9	-13,0	21,9	9,5	25,6	34,5	8,5	-	7,2

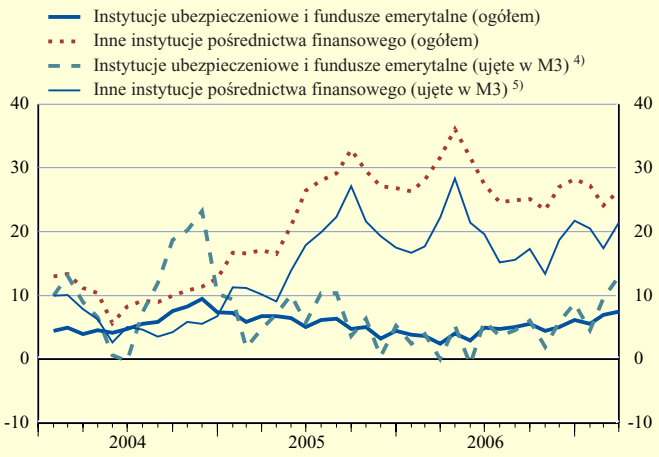
C8 Depozyty ogółem wg sektorów [2)]

(roczne stopy wzrostu)



C9 Depozyty ogółem i depozyty ujęte w M3 – wg sektorów [4)]

(roczne stopy wzrostu)



Źródło: ECB.

1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.
2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
3) Kategoria ta obejmuje fundusze inwestycyjne.
4) Dotyczy depozytów z kolumn 2, 3, 5 i 7.
5) Dotyczy depozytów z kolumn 9, 10, 12 i 14.

2.5 Depozyty w MIF, struktura [1), 2)]

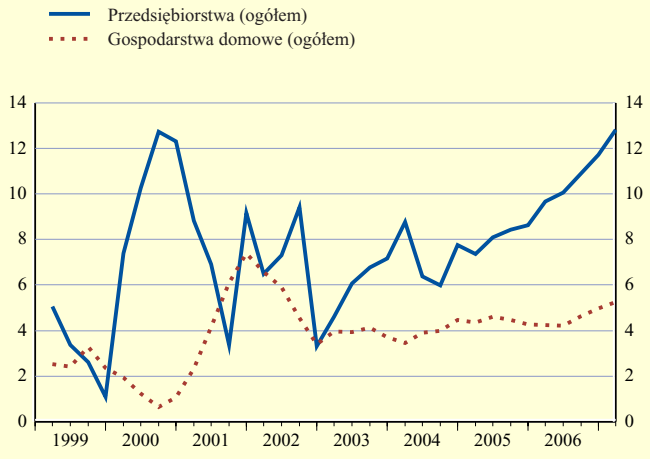
(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

2. Depozyty przedsiębiorstw i gospodarstw domowych

	Przedsiębiorstwa							Gospodarstwa domowe [3)]						
	Ogółem	Bieżące	Terminowe		Z terminem wypowiedzenia		Operacje z przyrzeczeniem odkupu	Ogółem	Bieżące	Terminowe		Z terminem wypowiedzenia		Operacje z przyrzeczeniem odkupu
			Do 2 lat	Powyżej 2 lat	Do 3 miesięcy	Powyżej 3 miesięcy				Do 2 lat	Powyżej 2 lat	Do 3 miesięcy	Powyżej 3 miesięcy	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Stany													
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 sty.	1.302,5	807,3	359,2	69,7	39,4	2,1	24,9	4.553,2	1.717,7	701,3	602,5	1.357,1	101,7	72,9
luty	1.304,4	808,6	360,4	69,1	38,0	2,1	26,3	4.562,1	1.717,3	721,7	597,2	1.347,0	103,8	75,0
mar.	1.347,3	832,9	378,0	68,6	39,4	1,3	27,0	4.591,4	1.727,8	746,6	593,1	1.342,1	105,4	76,4
kwi. [(p)]	1.348,0	833,4	382,4	68,5	37,9	1,3	24,5	4.616,7	1.746,8	764,9	587,0	1.336,4	105,7	76,0
	Transakcje													
2005	96,6	88,9	11,4	-1,6	3,7	-0,4	-5,4	177,7	125,1	16,3	-2,8	45,9	-4,0	-2,9
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007 sty.	-45,0	-46,3	2,5	0,1	-1,3	0,0	0,1	-12,2	-39,1	26,7	-5,4	1,0	1,8	2,9
luty	3,1	1,8	1,8	-0,5	-1,4	0,0	1,4	9,6	-0,2	20,8	-5,3	-10,0	2,1	2,1
mar.	43,5	24,6	18,0	-0,5	1,4	-0,7	0,7	29,6	10,5	25,1	-4,1	-4,9	1,6	1,4
kwi. [(p)]	2,2	1,2	5,1	0,0	-1,5	0,0	-2,6	26,3	19,2	19,0	-6,1	-5,7	0,3	-0,4
	Stopy wzrostu													
2005 gru.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 gru.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 sty.	10,2	9,1	20,1	2,0	-17,5	8,7	-2,4	4,8	2,6	30,3	-4,2	-0,6	19,4	37,1
luty	10,9	9,9	19,9	0,3	-19,8	8,4	19,3	4,9	2,7	32,6	-4,6	-1,4	21,4	39,7
mar.	12,8	11,9	22,2	-2,6	-16,2	-29,8	25,4	5,2	2,9	35,3	-4,8	-1,9	22,1	38,7
kwi. [(p)]	11,7	11,1	20,9	-3,7	-17,9	-36,0	14,3	5,1	2,2	37,8	-5,4	-2,2	22,1	40,4

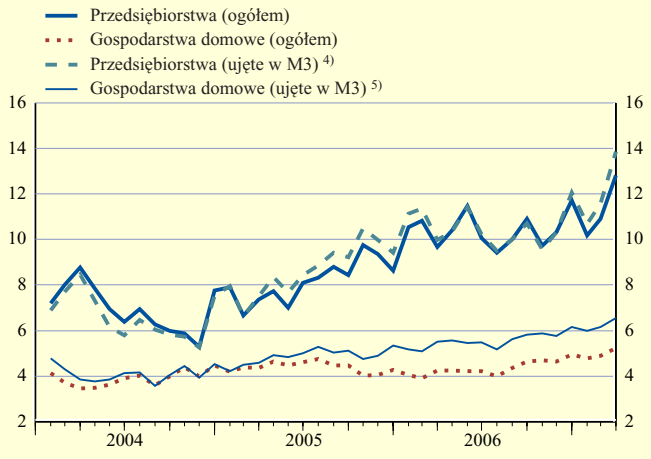
C10 Depozyty ogółem wg sektorów [2)]

(roczne stopy wzrostu)



C11 Depozyty ogółem i depozyty ujęte w M3 wg sektorów [2)]

(roczne stopy wzrostu)



Źródło: ECB.

1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.
2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
3) Kategoria ta obejmuje fundusze inwestycyjne.
4) Dotyczy depozytów z kolumn 2, 3, 5 i 7.
5) Dotyczy depozytów z kolumn 9, 10, 12 i 14.

2.5 Depozyty w MIF, struktura [1), 2)]

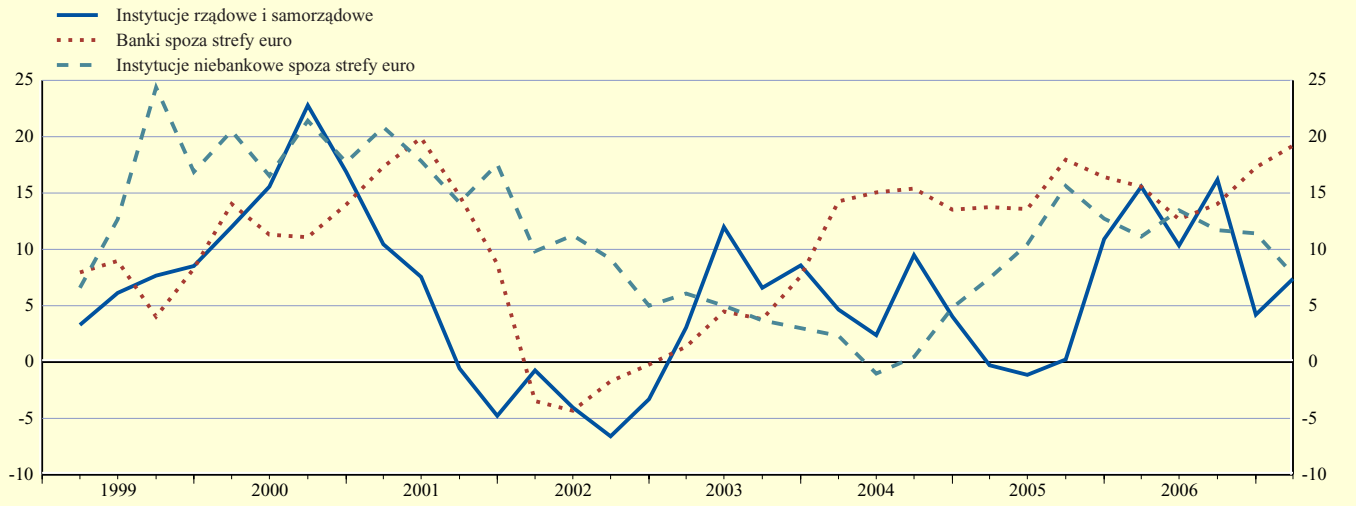
(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

3. Depozyty instytucji rządowych i samorządowych oraz nierezydentów strefy euro

	Instytucje rządowe i samorządowe					Nierezydenci strefy euro				
	Ogółem	Instytucji rządowych szczebla centralnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe			Ogółem	Banki [3)]	Instytucje niebankowe		
			Instytucje stanowe	Instytucja samorządowe	Fundusze ubezpieczeń społecznych			Ogółem	Instytucja rządowe i samorządowe	Pozostałe
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Stany									
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006 kw. 1	312,2	148,1	38,1	77,0	48,9	3.241,9	2.410,4	831,5	128,2	703,3
kw. 2	317,2	138,1	39,6	82,6	56,9	3.202,9	2.368,0	834,9	128,3	706,6
kw. 3	333,0	147,7	41,6	83,5	60,2	3.369,2	2.492,1	877,1	133,3	743,7
kw. 4	328,0	123,2	45,4	91,8	67,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 kw. 1 [(p)]	337,9	138,8	42,1	88,9	68,2	3.661,8	2.781,3	880,4	133,6	746,9
	Transakcje									
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,9	32,0	6,9	25,0
2005	30,8	11,2	7,8	11,5	0,3	381,1	292,8	88,3	22,4	66,0
2006 kw. 1	-1,0	-1,1	-0,2	-3,9	4,3	210,4	170,9	39,5	2,4	37,1
kw. 2	6,0	-9,1	1,5	5,6	8,0	7,9	-8,3	16,2	0,1	16,2
kw. 3	15,8	9,6	2,0	0,9	3,3	157,5	117,5	40,0	5,1	34,9
kw. 4	-7,7	-25,0	3,8	6,1	7,4	98,5	104,0	-5,5	-4,8	-0,7
2007 kw. 1 [(p)]	8,8	14,9	-3,4	-3,3	0,5	254,4	240,3	13,1	4,8	8,3
	Stopy wzrostu									
2004 gru.	4,0	2,0	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 gru.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,7	15,4	16,4	12,7	21,6	11,2
2006 mar.	15,6	17,0	14,1	14,3	14,6	14,3	15,5	11,1	21,6	9,3
cze.	10,3	2,7	13,0	18,7	17,6	12,9	12,7	13,4	8,2	14,4
wrz.	16,2	10,1	15,8	17,2	33,3	13,4	14,0	11,7	6,5	12,7
gru.	4,2	-17,2	18,4	10,8	51,4	15,7	17,2	11,4	2,2	13,2
2007 mar. [(p)]	7,4	-6,5	10,3	12,3	39,2	16,3	19,2	7,8	4,1	8,4

C12 Depozyty instytucji rządowych i samorządowych oraz nierezydentów strefy euro [2)]

(roczne stopy wzrostu)



Źródło: EBC.
1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.
2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
3) Terminem „banki" określa się w niniejszej tabeli instytucje podobnego typu co MIF spoza strefy euro.

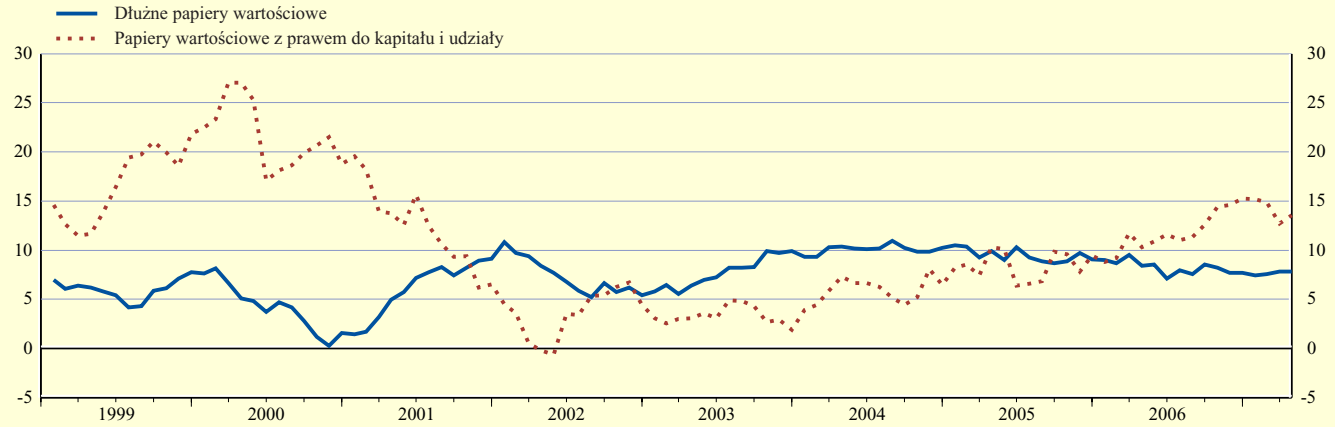
2.6 Papiery wartościowe w posiadaniu MIF, struktura[1), 2)]

(miliardy EUR i roczne stopy wzrostu; stany i stopy wzrostu na koniec okresu, transakcje w ciągu okresu)

	Dłużne papiery wartościowe								Papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały			
	Ogółem	MIF		Instytucje rządowe i samorządowe		Pozostali rezydenci strefy euro		Nierezydenci strefy euro	Ogółem	MIF	Instytucje spoza sektora MIF	Nierezydenci strefy euro
		Euro	Pozostałe waluty	Euro	Pozostałe waluty	Euro	Pozostałe waluty					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Stany											
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.663,8	1.560,5	72,3	1.260,4	16,2	615,7	30,1	1.108,6	1.490,3	377,3	817,2	295,8
2007 sty.	4.756,2	1.586,4	75,1	1.279,9	16,2	613,8	30,6	1.154,2	1.528,4	386,0	833,5	308,9
luty	4.791,0	1.596,5	78,6	1.277,2	16,0	625,7	32,5	1.164,4	1.541,8	395,9	823,7	322,3
mar.	4.842,4	1.616,4	76,5	1.266,0	15,6	652,5	34,1	1.181,4	1.569,7	401,0	837,0	331,6
kwie. [p]	4.861,2	1.628,5	76,6	1.242,7	15,3	672,5	34,3	1.191,2	1.647,6	412,1	896,3	339,2
	Transakcje											
2005	356,3	85,7	2,0	52,3	-0,9	71,9	7,7	137,6	109,1	26,5	53,4	29,2
2006	336,8	122,7	10,6	-122,7	0,5	100,4	6,5	218,7	194,4	58,8	97,0	38,6
2007 sty.	82,0	25,0	1,9	15,8	-0,6	-1,4	3,3	38,0	34,0	7,2	12,9	13,9
luty	45,0	10,0	4,7	-3,5	0,0	11,2	2,3	20,2	12,7	9,9	-10,7	13,5
mar.	61,3	20,5	-1,4	-10,3	-0,2	28,0	1,9	22,9	23,5	4,8	9,9	8,8
kwie. [p]	32,4	12,3	1,4	-22,9	0,0	19,2	0,9	21,4	75,3	9,2	58,9	7,2
	Stopy wzrostu											
2005	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,7	13,7	15,2
2007 sty.	7,4	8,2	24,9	-9,3	-2,5	17,9	31,4	23,9	15,2	17,2	13,2	18,3
luty	7,5	7,6	26,1	-9,0	-4,8	17,5	41,6	24,4	14,9	22,2	9,2	22,0
mar.	7,8	7,9	18,4	-10,2	-3,4	21,4	40,2	25,0	12,7	21,4	5,4	23,7
kwie. [p]	7,8	8,4	15,8	-11,7	-4,9	22,6	36,5	25,9	13,5	21,1	5,8	28,5

C13 Papiery wartościowe w posiadaniu MIF[2)]

(roczne stopy wzrostu)



Źródło: EBC.

1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.

2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

2.7 Zmiana stanów wybranych pozycji bilansowych MIF[1), 2)]

(miliardy EUR)

1. Wyksięgowania/odpisy z tytułu obniżenia wartości kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych[3)]

	Kredyty i pożyczki na cele konsumpcyjne				Kredyty na cele mieszkaniowe				Pozostałe kredyty i pożyczki			
	Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat	Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat	Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	-4,1	-1,7	-0,9	-1,5	-4,4	-0,3	-1,1	-3,0	-9,8	-2,7	-3,2	-3,9
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,6	-0,1	-0,1	-2,3	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007 sty.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,9	-0,3	-0,1	-0,5
luty	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
mar.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,3
kwie. (p)	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2

2. Wyksięgowania/odpisy z tytułu obniżenia wartości kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw i nierezydentów strefy euro

	Przedsiębiorstwa				Nierezydenci strefy euro		
	Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat	Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku
	1	2	3	4	5	6	7
2005	-19,3	-7,4	-5,6	-6,2	-1,2	-0,3	-0,9
2006	-12,7	-3,0	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007 sty.	-1,4	-0,4	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
luty	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
mar.	-0,6	0,3	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-0,1
kwie. (p)	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0

3. Wycena papierów wartościowych w posiadaniu MIF

	Dłużne papiery wartościowe								Papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały			
	Ogółem	MIF		Instytucje rządowe i samorządowe		Pozostali rezydenci strefy euro		Nierezydenci strefy euro	Ogółem	MIF	Instytucje spoza sektora MIF	Nierezydenci strefy euro
		Euro	Pozostałe waluty	Euro	Pozostałe waluty	Euro	Pozostałe waluty					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	21,5	3,4	0,5	6,7	0,7	1,3	0,2	8,6	25,7	5,0	14,4	6,3
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007 sty.	-0,5	-1,4	0,0	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,4	3,0	0,4	2,4	0,1
luty	1,6	0,3	-0,1	0,8	0,0	0,7	0,0	0,0	1,4	0,0	1,5	-0,1
mar.	-3,7	-0,4	0,0	-1,1	0,0	-1,1	0,0	-1,0	4,3	0,3	3,4	0,6
kwie. (p)	-0,5	0,6	-0,1	-0,3	-0,1	0,8	-0,2	-1,2	3,7	1,9	1,4	0,4

Źródło: EBC.
1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.
2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.
3) Włączając instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.

2.8 Struktura walutowa wybranych pozycji bilansowych MIF [1), 2)]

(procent całości, stany w miliardach EUR; koniec okresu)

1. Depozyty

	MIF [3)]							Instytucje spoza sektora MIF						
	Wszystkie waluty - stany	Euro [4)]	Pozostałe waluty					Wszystkie waluty - stany	Euro [4)]	Pozostałe waluty				
			Ogółem	USD	JPY	CHF	GBP			Ogółem	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Wyemitowane przez rezydentów strefy euro													
2004	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006 1 kw.	4.949,5	89,8	10,2	6,2	0,4	1,5	1,4	7.467,7	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
2 kw.	5.057,9	90,3	9,7	5,6	0,4	1,5	1,5	7.648,5	96,6	3,4	2,0	0,3	0,1	0,6
3 kw.	5.091,2	90,4	9,6	5,7	0,4	1,5	1,2	7.760,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
4 kw.	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 1 kw. [(p)]	5.406,2	90,6	9,4	5,6	0,5	1,5	1,1	8.185,7	96,3	3,7	2,3	0,3	0,2	0,6
	Wyemitowane przez nierezydentów strefy euro													
2004	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006 1 kw.	2.410,4	47,4	52,6	34,3	2,9	2,6	9,7	831,5	51,9	48,1	32,6	1,4	2,0	9,1
2 kw.	2.368,0	47,7	52,3	34,1	2,1	2,7	10,5	834,9	52,5	47,5	31,1	1,5	2,3	9,2
3 kw.	2.492,1	47,3	52,7	34,4	2,2	2,6	10,3	877,1	51,7	48,3	31,2	1,6	2,1	10,1
4 kw.	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 1 kw. [(p)]	2.781,3	46,3	53,7	34,7	2,2	2,5	11,3	880,4	51,6	48,4	31,3	1,6	2,2	9,5

2. Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez MIF strefy euro

	Wszystkie waluty - stany	Euro [4)]	Pozostałe waluty				
			Ogółem	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006 1 kw.	4.204,3	81,2	18,8	9,5	1,8	1,9	3,2
2 kw.	4.273,7	81,2	18,8	9,5	1,7	1,9	3,2
3 kw.	4.383,1	80,9	19,1	9,8	1,6	1,9	3,3
4 kw.	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 1 kw. [(p)]	4.671,8	80,7	19,3	9,8	1,6	1,9	3,6

Źródło: EBC.

1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.

2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Szczegółowe informacje przedstawiono w Uwagach ogólnych.

3) W odniesieniu do nierezydentów strefy euro terminem "MIF" określa się instytucje podobnego typu co MIF ze strefy euro.

4) Włączając pozycje denominowane w walutach narodowych państw strefy euro.

2.8 Struktura walutowa wybranych pozycji bilansowych MIF [1), 2)]

(procent całości, stany w miliardach EUR; koniec okresu)

3. Kredyty i pożyczki

	MIF [3)]							Instytucje spoza sektora MIF						
	Wszystkie waluty - stany	Euro [4)]	Pozostałe waluty					Wszystkie waluty - stany	Euro [4)]	Pozostałe waluty				
			Ogółem	USD	JPY	CHF	GBP			Ogółem	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Dla rezydentów strefy euro													
2004	4.457,8	-	-	-	-	-	-	8.367,5	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5
2006 1 kw.	4.656,2	-	-	-	-	-	-	9.365,4	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	0,5
2 kw.	4.730,2	-	-	-	-	-	-	9.591,3	96,4	3,6	1,7	0,1	1,2	0,5
3 kw.	4.790,9	-	-	-	-	-	-	9.786,9	96,3	3,7	1,7	0,1	1,2	0,6
4 kw.	4.933,4	-	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007 1 kw. [(p)]	5.092,1	-	-	-	-	-	-	10.240,6	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
	Dla nierezydentów strefy euro													
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,5	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006 1 kw.	1.821,6	49,6	50,4	30,3	3,8	2,4	9,2	773,1	38,9	61,1	44,1	1,7	3,9	7,8
2 kw.	1.839,9	49,6	50,4	29,4	2,8	2,4	10,6	771,5	40,3	59,7	42,2	1,1	4,1	8,3
3 kw.	1.919,9	50,2	49,8	29,1	2,3	2,4	10,8	816,1	41,2	58,8	41,1	1,8	3,8	8,5
4 kw.	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 1 kw. [(p)]	2.260,3	51,6	48,4	28,1	1,9	2,5	10,7	908,7	41,4	58,6	41,3	0,9	4,0	8,5

4. Dłużne papiery wartościowe

	Wyemitowane przez MIF [3)]							Wyemitowane przez instytucje spoza sektora MIF						
	Wszystkie waluty - stany	Euro [4)]	Pozostałe waluty					Wszystkie waluty - stany	Euro [4)]	Pozostałe waluty				
			Ogółem	USD	JPY	CHF	GBP			Ogółem	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Dla rezydentów strefy euro													
2004	1.422,7	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,4	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006 1 kw.	1.570,9	95,6	4,4	2,0	0,2	0,4	1,5	2.014,0	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,6
2 kw.	1.585,3	95,8	4,2	1,9	0,3	0,4	1,3	2.002,8	97,8	2,2	1,2	0,3	0,1	0,6
3 kw.	1.626,6	95,8	4,2	2,2	0,2	0,3	1,2	1.969,4	97,7	2,3	1,3	0,3	0,1	0,6
4 kw.	1.632,8	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,3	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 1 kw. [(p)]	1.692,9	95,5	4,5	2,3	0,3	0,3	1,4	1.968,1	97,5	2,5	1,3	0,3	0,1	0,8
	Dla nierezydentów strefy euro													
2004	341,4	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,5	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006 1 kw.	426,5	52,8	47,2	26,8	0,8	0,5	15,7	539,8	39,6	60,4	33,8	5,3	0,8	14,8
2 kw.	439,9	53,5	46,5	26,8	0,9	0,5	15,0	537,7	40,1	59,9	33,5	5,6	0,8	14,6
3 kw.	475,2	52,4	47,6	28,4	0,7	0,6	14,5	581,5	38,2	61,8	35,6	4,7	0,8	15,4
4 kw.	514,4	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,2	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 1 kw. [(p)]	549,8	52,1	47,9	29,4	0,6	0,5	14,3	631,6	38,6	61,4	37,3	4,9	0,7	13,5

Źródło: EBC.
1) Sektor MIF z wyłączeniem Eurosystemu; klasyfikacja sektorowa oparta na ESA 95.
2) Dane odnoszą dię do zmieniającego się składu strefy euro. Szczegółowe informacje przedstawiono w Uwagach ogólnych.
3) W odniesieniu do nierezydentów strefy euro terminem „MIF" określa się instytucje podobnego typu co MIF ze strefy euro.
4) Włączając pozycje denominowane w walutach narodowych państw strefy euro.

2.9 Bilans zagregowany funduszy inwestycyjnych strefy euro[1)]

(miliardy EUR; stany na koniec okresu)

1. Aktywa

	Ogółem	Depozyty	Dłużne papiery wartościowe			Papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały	Jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych	Aktywa trwałe	Pozostałe aktywa
			Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005 3 kw.	4.631,2	303,5	1.860,6	101,2	1.759,4	1.553,4	460,0	171,6	282,1
4 kw	4.789,2	291,4	1.848,1	109,6	1.738,5	1.683,1	505,2	176,1	285,4
2006 1 kw.	5.197,1	315,9	1.905,2	139,8	1.765,3	1.896,3	569,2	177,3	333,3
2 kw.	5.135,6	316,7	1.908,3	145,2	1.763,1	1.776,1	600,9	180,3	353,2
3 kw.	5.356,3	317,2	1.984,7	178,4	1.806,3	1.872,5	631,2	181,5	369,2
4 kw.[p]	5.545,3	320,4	2.005,0	170,5	1.834,5	2.019,2	670,5	186,0	344,1

2. Pasywa

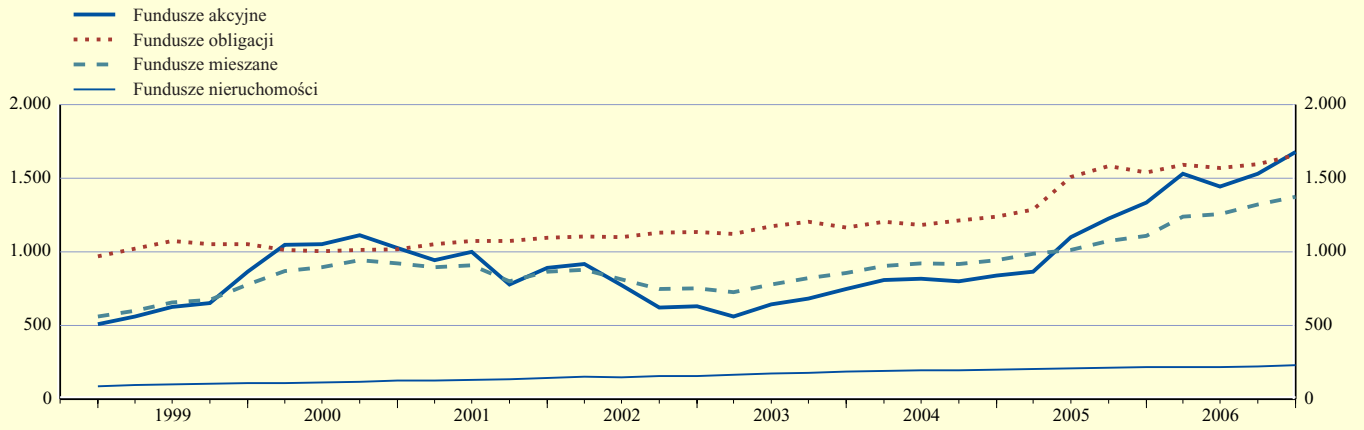
	Ogółem	Depozyty i kredyty otrzymane	Jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych	Pozostałe pasywa
	1	2	3	4
2005 3 kw.	4.631,2	60,4	4.351,7	219,1
4 kw	4.789,2	61,8	4.516,8	210,5
2006 1 kw.	5.197,1	73,6	4.868,9	254,6
2 kw.	5.135,6	76,4	4.787,2	271,9
3 kw.	5.356,3	75,9	4.996,9	283,6
4 kw.[p]	5.545,3	77,6	5.211,7	256,0

3. Aktywa/pasywa ogółem; struktura według polityki inwestycyjnej oraz rodzaju inwestora

	Ogółem	Fundusze w podziale według polityki inwestycyjnej					Fundusze w podziale według rodzaju inwestora	
		Fundusze akcyjne	Fundusze obligacji	Fundusze mieszane	Fundusze nieruchomości	Pozostałe fundusze	Fundusze ogólnodostępne	Fundusze dostępne dla inwestorów kwalifikowanych
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005 3 kw.	4.631,2	1.224,8	1.581,9	1.071,1	213,2	540,2	3.507,5	1.123,8
4 kw	4.789,2	1.335,8	1.538,0	1.109,2	216,2	590,0	3.659,1	1.130,1
2006 1 kw.	5.197,1	1.530,3	1.592,6	1.238,8	214,0	621,5	3.996,6	1.200,5
2 kw.	5.135,6	1.441,6	1.569,3	1.256,4	217,4	650,9	3.910,9	1.224,7
3 kw.	5.356,3	1.531,5	1.594,1	1.320,7	221,2	688,9	4.082,9	1.273,5
4 kw.[p]	5.545,3	1.678,5	1.657,1	1.374,3	229,8	605,6	4.246,7	1.298,6

C14 Aktywa funduszy inwestycyjnych ogółem[2)]

(miliardy EUR)



Źródło: EBC.

1) Inne niż fundusze rynku pieniężnego. Więcej szczegółów na ten temat znajduje się w Uwagach ogólnych.

2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

2.10 Aktywa funduszy inwestycyjnych strefy euro; struktura według polityki inwestycyjnej oraz rodzaju inwestora

(miliardy EUR; stany na koniec okresu)

1. Fundusze w podziale według polityki inwestycyjnej

	Ogółem	Depozyty	Dłużne papiery wartościowe			Papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały	Udziały w funduszach inwestycyjnych	Aktywa trwałe	Pozostałe aktywa
			Ogółem	Do 1 roku	Powyżej 1 roku				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Fundusze akcyjne								
2005 3 kw.	1.224,8	48,3	43,4	4,9	38,5	1.044,8	52,4	-	35,9
4 kw	1.335,8	50,8	45,8	5,7	40,2	1.145,4	60,3	-	33,5
2006 1 kw.	1.530,3	55,0	51,4	6,3	45,1	1.308,2	71,0	-	44,6
2 kw.	1.441,6	52,2	51,3	6,4	44,9	1.220,3	69,2	-	48,6
3 kw.	1.531,5	53,6	76,0	33,2	42,8	1.282,8	66,8	-	52,3
4 kw.(p)	1.678,5	55,9	65,9	22,8	43,2	1.427,6	74,2	-	54,8
	Fundusze obligacji								
2005 3 kw.	1.581,9	110,3	1.289,1	67,0	1.222,1	38,4	43,8	-	100,2
4 kw	1.538,0	100,0	1.251,7	67,6	1.184,2	38,6	46,3	-	101,3
2006 1 kw.	1.592,6	108,9	1.285,4	82,6	1.202,8	41,1	49,3	-	107,9
2 kw.	1.569,3	106,5	1.264,7	87,3	1.177,4	38,5	47,5	-	112,1
3 kw.	1.594,1	105,5	1.288,5	86,8	1.201,7	41,6	48,2	-	110,3
4 kw.(p)	1.657,1	108,3	1.343,6	91,1	1.252,5	45,4	49,9	-	110,0
	Fundusze mieszane								
2005 3 kw.	1.071,1	67,0	426,0	21,7	404,3	301,2	185,5	0,2	91,3
4 kw	1.109,2	60,9	440,9	26,9	413,9	315,5	202,0	0,1	89,9
2006 1 kw.	1.238,8	67,9	465,2	38,6	426,6	349,2	238,5	0,1	117,9
2 kw.	1.256,4	71,9	483,9	40,3	443,6	318,3	253,6	0,2	128,5
3 kw.	1.320,7	68,4	510,4	45,2	465,2	331,9	272,3	0,3	137,4
4 kw.(p)	1.374,3	70,9	519,0	43,4	475,6	363,5	292,8	0,4	127,8
	Fundusze nieruchomości								
2005 3 kw.	213,2	15,2	8,8	1,2	7,6	1,3	8,1	171,0	8,7
4 kw	216,2	14,5	7,8	1,5	6,3	1,4	6,9	175,1	10,4
2006 1 kw.	214,0	15,1	6,1	1,7	4,4	1,8	4,4	176,5	10,1
2 kw.	217,4	15,5	5,6	1,5	4,1	1,6	5,4	179,4	9,9
3 kw.	221,2	16,4	6,0	1,6	4,4	1,9	6,3	180,3	10,4
4 kw.(p)	229,8	17,6	6,0	1,6	4,4	2,2	6,9	185,2	12,0

2. Fundusze w podziale według rodzaju inwestora

	Ogółem	Depozyty	Dłużne papiery wartościowe	Papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały	Udziały w funduszach inwestycyjnych	Aktywa trwałe	Pozostałe aktywa
	1	2	3	4	5	6	7
	Fundusze dostępne publicznie						
2005 3 kw.	3.507,5	251,6	1.261,0	1.257,9	353,3	146,5	237,3
4 kw	3.659,1	242,8	1.277,5	1.371,0	381,0	150,1	236,7
2006 1 kw.	3.996,6	263,2	1.334,2	1.549,4	427,4	150,2	272,2
2 kw.	3.910,9	256,9	1.321,1	1.448,1	452,1	151,2	281,5
3 kw.	4.082,9	260,4	1.373,8	1.529,4	470,8	151,2	297,3
4 kw.(p)	4.246,7	265,2	1.401,8	1.647,8	498,2	153,3	280,4
	Fundusze dostępne dla inwestorów kwalifikowanych						
2005 3 kw.	1.123,8	51,9	599,6	295,5	106,7	25,2	44,8
4 kw	1.130,1	48,6	570,6	312,0	124,3	25,9	48,7
2006 1 kw.	1.200,5	52,7	571,0	346,9	141,7	27,1	61,1
2 kw.	1.224,7	59,9	587,2	328,1	148,8	29,1	71,7
3 kw.	1.273,5	56,9	610,9	343,1	160,5	30,2	71,9
4 kw.(p)	1.298,6	55,2	603,3	371,4	172,3	32,7	63,7

Źródło: EBC.

RACHUNKI STREFY EURO

3.1 Zintegrowane rachunki gospodarcze i finansowe wg sektora instytucjonalnego

(w miliardach EUR)

Przychody 4 kw. 2006	Strefa euro	Gospodarstwa domowe	Przedsiębiorstwa	Przedsiębiorstwa finansowe	Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostałe kraje świata
Rachunek zewnętrzny						
Eksport towarów i usług						485,9
Saldo obrotów handlowych [1]						-29,7
Rachunek tworzenia dochodów						
Wartość dodana brutto (ceny podstawowe)						
Podatki od produktów minus dotacje do produktów						
Produkt krajowy brutto (ceny rynkowe)						
Koszty związane z zatrudnieniem	1.090,4	113,7	684,9	55,0	236,8	
Pozostałe podatki od produkcji pomniejszone o subsydia produkcyjne	43,4	9,4	24,7	4,3	5,0	
Zużycie kapitału trwałego (amortyzacja)	308,6	81,6	175,9	10,9	40,2	
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany[1]	516,9	277,7	217,7	21,5	0,0	
Rachunek podziału pierwotnego dochodów						
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany						
Koszty związane z zatrudnieniem						4,1
Podatki od produktów minus dotacje do produktów						
Dochody z tytułu własności	720,0	44,4	287,9	327,9	59,7	117,5
Dywidendy	407,9	41,7	69,5	237,0	59,7	72,7
Inne dochody z tytułu własności	312,1	2,7	218,4	90,9	0,0	44,8
Dochód narodowy netto[1]	1.901,3	1.562,6	44,0	47,2	247,4	
Rachunek podziału wtórnego dochodów						
Dochód narodowy netto						
Podatki bieżące od dochodów, majątku itd.	314,1	233,4	63,5	16,9	0,3	1,2
Składki na ubezpieczenia społeczne	412,4	412,4				0,8
Świadczenia z ubezpieczeń społecznych inne niż transfery socjalne w naturze	403,2	1,5	16,2	23,3	362,1	0,7
Inne transfery bieżące	185,1	67,6	24,6	48,5	44,4	9,1
Składki ubezpieczeniowe netto	45,7	33,4	10,6	0,9	0,7	1,3
Wypłacone odszkodowania	45,7			45,7		0,6
Pozostałe	93,7	34,2	13,9	1,8	43,8	7,2
Dochód do dyspozycji netto[1]	1.879,0	1.337,2	-27,3	42,3	526,8	
Rachunek wykorzystania dochodów						
Dochód do dyspozycji netto						
Spożycie	1.713,5	1.233,6			479,9	
indywidualne	1.518,7	1.233,6			285,2	
ogólnospołeczne	194,7				194,7	
Korekta z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych	15,8	0,1	3,1	12,6	0,0	0,0
Oszczędności netto/Zewnętrzny rachunek obrotów bieżących[1]	165,5	119,3	-30,4	29,7	46,9	-20,8
Rachunek kapitałowy						
Oszczędności netto/Zewnętrzny rachunek obrotów bieżących						
Akumulacja	453,4	149,7	218,4	13,3	72,0	
Nakłady brutto na środki trwałe	477,6	151,3	241,3	13,1	71,9	
Przyrost rzeczowych środków obrotowych oraz przyrost aktywów o wyjątkowej wartości	-24,2	-1,6	-22,9	0,1	0,1	
Zużycie kapitału trwałego						
Nabycie pomniejszone o rozdysponowanie niefinansowych nieprodukowanych aktywów	0,0	-0,7	0,8	0,1	-0,3	0,0
Transfery kapitałowe	65,7	9,9	3,0	4,3	48,6	8,2
Podatki od kapitału	6,3	6,0	0,3	0,0		0,0
Pozostałe transfery kapitałowe	59,5	3,9	2,7	4,3	48,6	8,2
Wierzytelności netto (+)/Zadłużenie netto (rachunek kapitałowy[1]	26,2	59,2	-38,5	24,4	-18,9	-26,2
Rozbieżności statystyczne	0,0	52,0	-52,0	0,0	0,0	0,0

Źródła: EBC oraz Eurostat.
1) Obliczanie bilansujących się pozycji, zob. Dane techniczne.

3.1 Zintegrowane rachunki gospodarcze i finansowe wg sektora instytucjonalnego (cd.)

(w miliardach EUR)

Rozchody 4 kw. 2006	Strefa euro	Gospodarstwa domowe	Przedsiębiorstwa	Przedsiębiorstwa finansowe	Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostałe kraje świata
Rachunek zewnętrzny						
Eksport towarów i usług						456,2
Saldo obrotów handlowych						
Rachunek tworzenia dochodów						
Wartość dodana brutto (ceny podstawowe)	1.959,3	482,5	1.103,1	91,7	282,0	
Podatki od produktów minus dotacje do produktów	237,2					
Produkt krajowy brutto (ceny rynkowe) [2]	2.196,6					
Koszty związane z zatrudnieniem						
Pozostałe podatki od produkcji pomniejszone o subsydia produkcyjne						
Zużycie kapitału trwałego (amortyzacja)						
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany						
Rachunek podziału pierwotnego dochodów						
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany	516,9	277,7	217,7	21,5	0,0	
Koszty związane z zatrudnieniem	1.092,0	1.092,0				2,5
Podatki od produktów minus dotacje do produktów	288,2				288,2	-7,6
Dochody z tytułu własności	724,1	237,3	114,3	353,7	18,9	113,3
Dywidendy	403,3	64,0	38,4	294,1	6,7	77,3
Inne dochody z tytułu własności	320,9	173,3	75,9	59,5	12,2	36,0
Dochód narodowy netto						
Rachunek podziału wtórnego dochodów						
Dochód narodowy netto	1.901,3	1.562,6	44,0	47,2	247,4	
Podatki bieżące od dochodów, majątku itd.	314,8				314,8	0,5
Składki na ubezpieczenia społeczne	412,3	1,2	20,4	36,9	353,8	1,0
Świadczenia z ubezpieczeń społecznych inne niż transfery socjalne w naturze	401,1	401,1				2,8
Inne transfery bieżące	164,2	87,2	12,6	46,9	17,6	29,9
Składki ubezpieczeniowe netto	45,7			45,7		1,2
Wypłacone odszkodowania	45,1	34,4	9,5	0,9	0,3	1,2
Pozostałe	73,4	52,7	3,2	0,3	17,3	27,5
Dochód do dyspozycji netto						
Rachunek wykorzystania dochodów						
Dochód do dyspozycji netto	1.879,0	1.337,2	-27,3	42,3	526,8	
Spożycie						
indywidualne						
ogólnospołeczne						
Korekta z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych	15,9	15,9				0,0
Oszczędności netto/Zewnętrzny rachunek obrotów bieżących						
Rachunek kapitałowy						
Oszczędności netto/Zewnętrzny rachunek obrotów bieżących	165,5	119,3	-30,4	29,7	46,9	-20,8
Akumulacja						
Nakłady brutto na środki trwałe						
Przyrost rzeczowych środków obrotowych oraz przyrost aktywów o wyjątkowej wartości	308,6	81,6	175,9	10,9	40,2	
Zużycie kapitału trwałego						
Nabycie pomniejszone o rozdysponowanie niefinansowych nieprodukowanych aktywów	71,1	17,2	38,2	1,4	14,3	2,8
Transfery kapitałowe	6,3				6,3	0,0
Podatki od kapitału	64,9	17,2	38,2	1,4	8,1	2,8
Pozostałe transfery kapitałowe						
Wierzytelności netto (+)/Zadłużenie netto (rachunek kapitałowy						
Rozbieżności statystyczne						

Źródła: EBC i Eurostat.
2) Produkt krajowy brutto równa się wartości dodanej brutto ze wszystkich sektorów plus podatki od produktów minus dotacje do produktów.

3.1 Zintegrowane rachunki gospodarcze i finansowe wg sektora instytucjonalnego (cd.)

(w miliardach EUR)

Aktywa 2006 kw. 4	Strefa euro	Gospodarstwa domowe	Przedsiębiorstwa	MFI	Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego	Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostałe kraje świata
Otwarcie bilansu, aktywa finansowe								
Aktywa finansowe ogółem		16.518,6	12.879,8	19.153,0	9.009,6	5.828,9	2.669,5	12.663,2
Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnienia				178,6				
Gotówka i depozyty		5.181,6	1.505,6	2.005,2	1.180,7	697,8	526,2	3.459,7
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe		38,2	112,2	98,5	208,4	217,8	21,8	705,1
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe		1.434,8	194,2	3.224,6	1.917,1	1.912,5	196,1	1.860,4
Pożyczki		23,8	1.619,4	10.627,7	1.194,0	371,0	366,4	1.324,1
W tym długoterminowe		20,2	875,6	8.062,9	887,8	303,9	327,7	.
Akcje i inne udziały kapitałowe		4.770,7	6.920,9	1.638,4	4.264,5	2.211,9	992,3	4.638,2
Akcje notowane na giełdzie		1.134,1	1.659,8	617,1	2.198,3	754,7	341,9	.
Akcje nie notowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe		2.015,2	4.846,1	762,5	1.480,3	438,6	523,4	.
Udziały w funduszach powierniczych		1.621,3	415,0	258,8	585,9	1.018,6	127,0	.
Techniczne rezerwy instytucji ubezpieczeniowych		4.834,7	129,1	1,8	0,0	141,9	3,0	170,0
Inne należności oraz finansowe instrumenty pochodne		234,7	2.398,3	1.378,1	244,8	276,0	563,6	506,5
Wartość finansowa netto								
Rachunek finansowy, transakcje ogółem na aktywach finansowych								
Transakcje ogółem na aktywach finansowych		210,1	215,4	596,1	265,6	68,7	-39,0	455,9
Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnienia				-0,8				0,8
Gotówka i depozyty		137,4	73,5	168,6	49,3	22,9	-18,3	101,0
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe		-5,4	-1,5	-4,7	43,9	-0,6	0,6	-11,0
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe		11,9	10,7	54,0	-38,0	23,0	9,2	178,8
Pożyczki		-0,5	66,4	253,2	72,8	-8,4	-6,1	88,0
W tym długoterminowe		-0,7	17,0	210,0	58,0	-4,7	-11,7	.
Akcje i inne udziały kapitałowe		-23,6	20,0	62,1	137,6	24,1	-4,4	92,2
Akcje notowane na giełdzie		-4,8	-20,3	29,0	105,4	0,9	-3,9	.
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe		-6,5	46,0	31,1	2,2	12,1	-2,7	.
Udziały w funduszach powierniczych		-12,4	-5,7	1,9	30,1	11,1	2,1	.
Techniczne rezerwy instytucji ubezpieczeniowych		70,8	0,7	0,0	0,0	2,5	0,0	9,5
Inne należności oraz finansowe instrumenty pochodne		19,5	45,6	63,6	0,0	5,3	-20,0	-3,4
Zmiany wartości finansowej netto								
Rachunek pozostałych zmian, aktywa finansowe								
Pozostałe zmiany ogółem w aktywach finansowych		191,9	307,4	-11,6	91,8	49,7	44,9	27,6
Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnienia				3,1				
Gotówka i depozyty		-5,0	-9,7	-27,0	4,9	0,7	-0,3	-41,4
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe		-1,0	-1,1	-2,0	5,1	-4,7	0,1	-5,6
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe		9,7	-1,8	-29,8	8,2	-34,7	-1,3	-39,6
Pożyczki		0,0	-2,3	-14,5	-16,2	-1,2	0,6	-7,5
W tym długoterminowe		0,0	1,5	-16,8	-13,4	-1,1	0,6	.
Akcje i inne udziały kapitałowe		169,7	312,3	42,6	89,2	92,2	46,9	141,1
Akcje notowane na giełdzie		83,7	129,6	23,3	56,7	69,8	38,1	.
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe		58,0	179,6	16,1	24,9	11,5	5,4	.
Udziały w funduszach powierniczych		28,1	3,1	3,3	7,6	10,9	3,3	.
Techniczne rezerwy instytucji ubezpieczeniowych		14,4	0,4	0,0	0,0	-0,8	0,0	-19,7
Inne należności oraz finansowe instrumenty pochodne		4,0	9,6	15,9	0,6	-1,8	-0,9	0,3
Pozostałe zmiany wartości finansowej netto								
Zamknięcie bilansu, aktywa finansowe								
Aktywa finansowe ogółem		16.920,6	13.402,6	19.737,4	9.366,9	5.947,3	2.675,4	13.146,7
Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnienia				180,9				
Gotówka i depozyty		5.314,0	1.569,5	2.146,9	1.235,0	721,4	507,6	3.519,2
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe		31,9	109,5	91,8	257,4	212,5	22,5	688,5
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe		1.456,4	203,1	3.248,8	1.887,3	1.900,8	204,0	1.999,6
Pożyczki		23,3	1.683,5	10.866,4	1.250,5	361,4	360,9	1.404,6
W tym długoterminowe		19,5	894,2	8.256,1	932,4	298,0	316,5	.
Akcje i inne udziały kapitałowe		4.916,8	7.253,2	1.743,1	4.491,3	2.328,1	1.034,7	4.871,6
Akcje notowane na giełdzie		1.213,0	1.769,1	669,4	2.360,4	825,3	376,2	.
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe		2.066,8	5.071,7	809,7	1.507,3	462,2	526,1	.
Udziały w funduszach powierniczych		1.637,0	412,4	264,0	623,6	1.040,6	132,4	.
Techniczne rezerwy instytucji ubezpieczeniowych		4.920,0	130,2	1,9	0,0	143,6	3,1	159,8
Inne należności oraz finansowe instrumenty pochodne		258,2	2.453,5	1.457,6	245,5	279,5	542,8	503,4
Wartość finansowa netto								

Źródło: EBC.

3.1 Zintegrowane rachunki gospodarcze i finansowe wg sektora instytucjonalnego (cd.)

(w miliardach EUR)

Pasywa 2006 kw. 4	Strefa euro	Gospodarstwa domowe	Przedsiębiorstwa	MFI	Pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego	Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostałe kraje świata
Otwarcie bilansu, aktywa finansowe								
Aktywa finansowe ogółem		5.318,3	20.571,8	19.459,3	8.980,5	5.945,4	6.814,9	11.454,5
Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnienia								
Gotówka i depozyty			0,0	11.819,0	201,1	3,9	336,5	2.196,5
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe			261,1	305,5	66,5	0,1	590,4	178,6
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe			428,3	2.426,8	1.169,6	23,1	4.421,9	2.270,1
Pożyczki		4.920,2	6.093,7		1.210,0	161,5	1.077,6	2.063,4
W tym długoterminowe		4.611,7	4.097,2		581,9	77,8	916,4	.
Akcje i inne udziały kapitałowe			11.292,0	3.133,5	6.084,9	635,3	4,5	4.286,7
Akcje notowane na giełdzie			4.093,3	985,4	285,1	310,0	0,0	.
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe			7.198,7	1.194,2	861,0	325,3	4,5	.
Udziały w funduszach powierniczych				953,8	4.938,8	.		
Techniczne rezerwy instytucji ubezpieczeniowych		34,4	322,8	51,4	0,5	4.871,0	0,5	
Inne należności oraz finansowe instrumenty pochodne		363,7	2.174,0	1.723,2	247,8	250,7	383,3	459,3
Wartość finansowa netto [1]	-1.030,8	11.200,3	-7.692,0	-306,3	29,1	-116,6	-4.145,3	
Rachunek finansowy, transakcje ogółem na aktywach finansowych								
Transakcje ogółem na aktywach finansowych		99,0	305,9	582,5	243,0	80,5	-20,1	482,1
Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnienia								
Gotówka i depozyty			0,0	367,6	-0,2	0,0	9,0	158,0
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe			7,7	19,4	4,7	0,1	-32,6	21,9
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe			-3,9	86,9	88,1	3,1	-8,9	84,3
Pożyczki		111,9	178,5		41,8	-5,3	-2,4	141,0
W tym długoterminowe		104,1	124,5		20,3	2,6	27,6	.
Akcje i inne udziały kapitałowe			59,3	41,9	126,8	0,7	0,0	79,2
Akcje notowane na giełdzie			12,9	2,4	0,5	0,2	0,0	.
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe			46,4	30,2	-2,9	0,5	0,0	.
Udziały w funduszach powierniczych				9,4	129,2			.
Techniczne rezerwy instytucji ubezpieczeniowych		0,7	3,3	1,8	0,0	77,8	0,0	
Inne należności oraz finansowe instrumenty pochodne		-13,6	61,0	64,8	-18,1	4,2	14,7	-2,4
Zmiany wartości finansowej netto [1]	26,2	111,2	-90,5	13,6	22,6	-11,8	-18,9	-26,2
Rachunek pozostałych zmian, aktywa finansowe								
Pozostałe zmiany ogółem w aktywach finansowych		-8,0	628,6	12,3	120,4	14,9	-63,2	-6,5
Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnienia								
Gotówka i depozyty			0,0	-38,9	0,0	0,0	0,0	-38,9
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe			-6,8	0,4	0,0	0,0	2,5	-5,5
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe			2,3	-13,2	0,3	0,0	-45,7	-33,1
Pożyczki		-10,4	-25,7		4,4	-0,4	0,2	-9,3
W tym długoterminowe		-6,5	-23,0		3,5	-0,8	0,2	.
Akcje i inne udziały kapitałowe			643,3	40,6	109,8	18,9	0,3	81,1
Akcje notowane na giełdzie			352,9	68,2	13,6	10,6	0,0	.
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe			290,4	-2,7	6,4	8,3	0,3	.
Udziały w funduszach powierniczych				-24,9	89,8			.
Techniczne rezerwy instytucji ubezpieczeniowych		0,0	0,0	0,0	0,0	-5,6	0,0	
Inne należności oraz finansowe instrumenty pochodne		2,4	15,4	23,4	5,9	2,0	-20,6	-0,7
Pozostałe zmiany wartości finansowej netto	-31,0	199,8	-321,2	-24,0	-28,6	34,8	108,2	34,1
Zamknięcie bilansu, aktywa finansowe								
Aktywa finansowe ogółem		5.409,3	21.506,2	20.054,1	9.343,8	6.040,9	6.731,5	11.930,1
Złoto monetarne i specjalne prawa ciągnienia								
Gotówka i depozyty			0,0	12.147,7	200,8	3,8	345,6	2.315,6
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe			262,1	325,2	71,2	0,1	560,4	194,9
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe			426,6	2.500,6	1.258,1	26,1	4.367,3	2.321,2
Pożyczki		5.021,7	6.246,4		1.256,2	155,8	1.075,4	2.195,1
W tym długoterminowe		4.709,3	4.198,7		605,7	79,7	944,1	.
Akcje i inne udziały kapitałowe			11.994,6	3.216,0	6.321,4	654,8	4,9	4.447,1
Akcje notowane na giełdzie			4.459,1	1.056,0	299,2	320,8	0,0	.
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe			7.535,5	1.221,6	864,5	334,0	4,9	.
Udziały w funduszach powierniczych				938,3	5.157,8			.
Techniczne rezerwy instytucji ubezpieczeniowych		35,0	326,1	53,2	0,5	4.943,2	0,6	
Inne należności oraz finansowe instrumenty pochodne		352,5	2.250,4	1.811,3	235,6	256,9	377,4	456,3
Wartość finansowa netto [1]	-1.035,6	11.511,3	-8.103,7	-316,7	23,1	-93,5	-4.056,1	

Źródło: EBC.

3.2 Rachunki niefinansowe strefy euro

(w miliardach EUR; skumulowane przepływy za cztery kwartały)

Przychody	2002	2003	2004	2005 kw. 1 - 2005 kw. 4	2005 kw. 2 - 2006 kw. 1	2005 kw. 3 - 2006 kw. 2	2005 kw. 4 - 2006 kw. 3	2006 kw. 1 - 2006 kw. 4
Rachunek tworzenia dochodów								
Wartość dodana brutto (ceny podstawowe)								
Podatki od produktów minus dotacje do produktów								
Produkt krajowy brutto (ceny rynkowe)								
Koszty związane z zatrudnieniem	3.563,4	3.657,3	3.760,8	3.858,6	3.891,3	3.931,6	3.970,3	4.000,7
Pozostałe podatki od produkcji pomniejszone o subsydia produkcyjne	106,9	110,6	123,3	130,3	132,0	135,3	137,7	135,3
Zużycie kapitału trwałego (amortyzacja)	1.028,4	1.062,9	1.109,3	1.157,8	1.172,1	1.187,9	1.204,0	1.219,3
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany[1)]	1.804,1	1.858,2	1.953,0	2.006,0	2.028,0	2.033,0	2.059,8	2.105,3
Rachunek podziału pierwotnego dochodów								
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany								
Koszty związane z zatrudnieniem								
Podatki od produktów minus dotacje do produktów								
Dochody z tytułu własności	2.389,4	2.275,7	2.329,2	2.532,2	2.596,3	2.675,4	2.745,7	2.825,7
Dywidendy	1.382,4	1.265,4	1.241,9	1.317,2	1.359,5	1.413,8	1.481,4	1.548,1
Inne dochody z tytułu własności	1.007,0	1.010,3	1.087,4	1.215,0	1.236,7	1.261,6	1.264,2	1.277,6
Dochód narodowy netto [1)]	6.182,1	6.367,7	6.636,3	6.840,0	6.910,8	6.979,8	7.060,9	7.157,2
Rachunek podziału wtórnego dochodów								
Dochód narodowy netto								
Podatki bieżące od dochodów, majątku itd.	859,1	856,8	882,6	932,4	948,4	973,1	992,1	1.023,4
Składki na ubezpieczenia społeczne	1.337,9	1.388,0	1.427,8	1.468,5	1.482,9	1.498,9	1.515,7	1.531,0
Świadczenia z ubezpieczeń społecznych inne niż transfery socjalne w naturze	1.351,4	1.407,2	1.453,2	1.495,5	1.506,8	1.517,2	1.527,2	1.538,3
Inne transfery bieżące	642,4	658,7	685,4	711,3	706,4	705,6	705,9	706,9
Składki ubezpieczeniowe netto	170,8	173,9	176,8	180,3	179,4	178,0	177,5	176,3
Wypłacone odszkodowania	174,4	174,6	177,4	181,3	180,0	178,4	177,3	175,7
Pozostałe	297,2	310,2	331,3	349,7	347,0	349,2	351,1	354,8
Dochód do dyspozycji netto[1)]	6.122,0	6.297,0	6.558,2	6.754,2	6.826,6	6.896,0	6.975,9	7.070,1
Rachunek wykorzystania dochodów								
Dochód do dyspozycji netto								
Spożycie	5.647,9	5.845,3	6.054,7	6.272,3	6.336,3	6.396,9	6.453,5	6.514,3
indywidualne	5.047,7	5.224,0	5.411,3	5.612,2	5.672,3	5.727,2	5.779,3	5.833,9
ogólnospołeczne	600,2	621,2	643,4	660,1	663,9	669,7	674,2	680,4
Korekta z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych	51,2	54,7	57,6	58,2	58,8	59,7	60,6	61,3
Oszczędności netto [1)]	474,3	451,9	503,7	482,1	490,5	499,3	522,6	556,0
Racunek kapitałowy								
Oszczędności netto								
Akumulacja	1.441,1	1.485,4	1.565,4	1.645,8	1.687,9	1.715,6	1.756,6	1.783,9
Nakłady brutto na środki trwałe	1.452,0	1.482,7	1.553,4	1.623,9	1.651,4	1.679,7	1.711,0	1.752,3
Przyrost rzeczowych środków obrotowych oraz przyrost aktywów o wyjątkowej wartości	-10,9	2,7	12,0	22,0	36,5	35,9	45,6	31,6
Zużycie kapitału trwałego								
Nabycie pomniejszone o rozdysponowanie niefinansowych nieprodukowanych aktywów	0,5	0,6	-1,1	0,1	0,8	1,4	1,5	1,3
Transfery kapitałowe	137,0	181,3	164,6	172,9	160,7	157,0	170,3	185,7
Podatki od kapitału	20,2	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2
Pozostałe transfery kapitałowe	116,8	145,5	134,8	148,9	136,4	133,3	148,0	163,5
Wierzytelności netto (+)/Zadłużenie netto (-) (rachunek kapitałowy[1)]	72,7	41,0	65,6	8,6	-11,5	-16,9	-18,5	3,7

Źródła: EBC oraz Eurostat.
1) Obliczanie bilansujących się pozycji, zob. Dane techniczne.

3.2 Rachunki niefinansowe strefy euro (cd.)

(w miliardach EUR; skumulowane przepływy za cztery kwartały)

Rozchody	2002	2003	2004	2005 kw. 1 - 2005 kw. 4	2005 kw. 2 - 2006 kw. 1	2005 kw. 3 - 2006 kw. 2	2005 kw. 4 - 2006 kw. 3	2006 kw. 1 - 2006 kw. 4
Rachunek tworzenia dochodów								
Wartość dodana brutto (ceny podstawowe)	6.502,8	6.689,0	6.946,3	7.152,8	7.223,5	7.287,8	7.371,8	7.460,5
Podatki od produktów minus dotacje do produktów	737,5	761,0	796,5	838,8	857,4	872,4	881,2	898,1
Produkt krajowy brutto (ceny rynkowe)[2]	7.240,3	7.449,9	7.742,8	7.991,5	8.080,9	8.160,2	8.253,0	8.358,6
Koszty związane z zatrudnieniem								
Pozostałe podatki od produkcji pomniejszone o subsydia produkcyjne								
Zużycie kapitału trwałego (amortyzacja)								
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany								
Rachunek podziału pierwotnego dochodów								
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany	1.804,1	1.858,2	1.953,0	2.006,0	2.028,0	2.033,0	2.059,8	2.105,3
Koszty związane z zatrudnieniem	3.570,9	3.664,4	3.767,9	3.864,5	3.896,9	3.937,2	3.976,1	4.006,6
Podatki od produktów minus dotacje do produktów	850,2	880,6	933,3	980,7	999,7	1.018,1	1.029,2	1.043,9
Dochody z tytułu własności	2.346,3	2.240,1	2.311,4	2.520,9	2.582,3	2.666,8	2.741,4	2.827,2
Dywidendy	1.347,4	1.234,1	1.207,6	1.289,7	1.333,0	1.387,9	1.458,1	1.525,8
Inne dochody z tytułu własności	998,9	1.006,0	1.103,7	1.231,2	1.249,3	1.278,9	1.283,3	1.301,3
Dochód narodowy netto								
Rachunek podziału wtórnego dochodów								
Dochód narodowy netto	6.182,1	6.367,7	6.636,3	6.840,0	6.910,8	6.979,8	7.060,9	7.157,2
Podatki bieżące od dochodów, majątku itd.	861,4	858,7	885,4	935,9	952,2	977,5	996,7	1.028,2
Składki na ubezpieczenia społeczne	1.336,8	1.387,0	1.426,8	1.468,0	1.482,5	1.498,6	1.515,3	1.530,5
Świadczenia z ubezpieczeń społecznych inne niż transfery socjalne	1.344,9	1.400,8	1.445,7	1.488,1	1.499,5	1.509,8	1.519,8	1.530,8
w naturze	587,5	593,5	613,0	629,9	626,2	625,1	624,2	623,0
Inne transfery bieżące	174,4	174,6	177,4	181,3	180,0	178,4	177,3	175,7
Składki ubezpieczeniowe netto	168,0	171,2	174,5	178,9	177,6	175,8	175,0	173,7
Wypłacone odszkodowania	245,1	247,7	261,1	269,7	268,7	270,9	271,9	273,6
Pozostałe								
Dochód do dyspozycji netto								
Rachunek wykorzystania dochodów								
Dochód do dyspozycji netto	6.122,0	6.297,0	6.558,2	6.754,2	6.826,6	6.896,0	6.975,9	7.070,1
Spożycie								
indywidualne								
ogólnospołeczne								
Korekta z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych								
w rezerwach funduszy emerytalnych	51,3	54,9	57,8	58,4	59,0	59,9	60,8	61,5
Oszczędności netto								
Racunek kapitałowy								
Oszczędności netto	474,3	451,9	503,7	482,1	490,5	499,3	522,6	556,0
Akumulacja								
Nakłady brutto na środki trwałe								
Przyrost rzeczowych środków obrotowych oraz przyrost aktywów o wyjątkowej wartości								
Zużycie kapitału trwałego	1.028,4	1.062,9	1.109,3	1.157,8	1.172,1	1.187,9	1.204,0	1.219,3
Nabycie pomniejszone o rozdysponowanie niefinansowych nieprodukowanych aktywów								
Transfery kapitałowe	148,6	193,5	181,4	187,6	175,1	169,9	183,3	199,3
Podatki od kapitału	20,2	35,9	29,8	24,0	24,3	23,6	22,3	22,2
Pozostałe transfery kapitałowe	128,4	157,6	151,6	163,6	150,8	146,2	161,0	177,1
Wierzytelności netto (+)/Zadłużenie netto (-) (rachunek kapitałowy								

Źródła: EBC oraz Eurostat.
2) Produkt krajowy brutto równa się wartości dodanej brutto ze wszystkich sektorów plus plus podatki od produktów minus dotacje do produktów.

3.3 Gospodarstwa domowe

(w miliardach EUR, skumulowane przepływy za cztery kwartały, stany)

	2002	2003	2004	2005 kw. 1 - 2005 kw. 4	2005 kw. 2 - 2006 kw. 1	2005 kw. 3 - 2006 kw. 2	2005 kw. 4 - 2006 kw. 3	2006 kw. 1 - 2006 kw. 4
Dochód, oszczędności i zmiany wartości netto								
Koszty związane z zatrudnieniem (+)	3.570,9	3.664,4	3.767,9	3.864,5	3.896,9	3.937,2	3.976,1	4.006,6
Nadwyżka operacyjna netto i dochód mieszany (+)	1.196,3	1.231,0	1.284,5	1.329,6	1.345,2	1.362,6	1.381,5	1.405,9
Odsetki otrzymane (+)	252,9	237,1	228,9	226,7	228,1	232,3	238,1	244,2
Odsetki do zapłaty (-)	139,8123,2	121,3	125,5	129,5	135,7	144,6	152,8	
Inne dochody otrzymywane z tytułu własności (+)	602,3	611,2	645,1	696,8	709,2	717,6	721,4	726,8
Inne wypłacane dochody z tytułu własności (-)	8,4	8,7	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3
Podatki bieżące od dochodów i majątku (-)	697,8	702,5	706,8	740,3	751,7	766,4	774,4	791,9
Składki na ubezpieczenia społeczne netto (-)	1.334,2	1.384,2	1.423,8	1.464,1	1.478,5	1.494,5	1.511,3	1.526,6
Świadczenia z ubezpieczeń społecznych netto (+)	1.340,4	1.396,0	1.440,6	1.482,6	1.493,9	1.504,2	1.514,2	1.525,1
Otrzymywane transfery bieżące netto (+)	64,4	64,8	64,7	69,3	69,7	69,2	68,9	71,8
= Dochód do dyspozycji brutto	4.847,0	4.986,0	5.170,5	5.330,3	5.374,1	5.417,1	5.460,6	5.499,7
Spożycie (-)	4.173,1	4.307,1	4.461,8	4.617,3	4.665,7	4.708,7	4.749,2	4.792,9
Zmiany wartości netto funduszy emerytalnych (+)	50,9	54,6	57,4	58,0	58,6	59,5	60,4	61,1
= Oszczędności brutto	724,9	733,5	766,1	771,0	767,0	768,0	771,7	767,8
Otrzymywane transfery kapitałowe netto (+)	270,5	281,6	296,4	310,1	312,9	316,0	319,1	322,1
Zużycie kapitału trwałego (-)	8,6	12,6	18,9	21,7	18,9	17,7	23,8	25,6
Inne zmiany wartości netto[1] (+)	-653,1	236,9	323,0	618,8	704,9	469,9	330,8	449,4
= Zmiany wartości netto [1]	-190,2	701,5	811,7	1.101,4	1.178,0	939,6	807,3	920,7
Inwestycje, finansowanie i zmiany wartości netto								
Nabycie aktywów niefinansowych (+)	458,3	477,2	505,0	530,2	541,4	551,8	565,2	576,3
Zużycie kapitału trwałego (-)	270,5	281,6	296,4	310,1	312,9	316,0	319,1	322,1
Inwestycje finansowe (+)								
Gotówka i depozyty	226,7	219,9	246,1	238,5	245,6	245,8	262,9	275,6
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	1,1	-33,9	6,5	-18,6	-2,7	2,7	12,1	15,9
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	79,4	21,2	71,6	41,9	46,9	49,7	97,8	99,9
Akcje notowane na giełdzie	-39,9	95,0	-14,6	126,9	81,8	30,8	-33,2	-47,6
Akcje i inne udziały kapitałowe	-12,2	32,9	-49,6	8,7	-24,8	-25,6	-38,5	-17,3
Akcje notowane na giełdzie	-73,0	-19,0	38,1	58,1	63,0	32,5	22,0	1,6
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe	45,3	81,1	-3,1	60,2	43,7	23,9	-16,8	-31,9
Udziały/Jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych								
w tym Udziały/Jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	16,1	13,5	-21,7	-13,8	-16,1	-13,3	-13,4	-7,7
Rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych	213,1	244,3	269,5	315,3	324,1	309,8	299,7	278,3
Finansowanie (-)								
Pożyczki	207,4	262,8	309,3	387,9	415,2	416,0	411,3	401,4
w tym z MIF strefy euro	187,3	211,6	277,4	357,5	379,6	382,6	371,0	342,9
Inne zmiany aktywów finansowych (+)								
Akcje i inne udziały kapitałowe	-526,6	265,2	268,9	488,6	588,6	400,0	302,6	406,1
Rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych	-69,9	28,6	76,8	136,3	113,8	62,3	46,3	37,4
Pozostałe przepływy netto (+)	-54,6	-71,7	-12,5	-59,7	-33,3	18,8	-15,7	2,3
= Zmiany wartości netto [1]	-190,2	701,5	811,7	1.101,4	1.178,0	939,6	807,3	920,7
Bilans finansowy								
Aktywa finansowe (+)								
Gotówka i depozyty	4.377,1	4.569,3	4.807,0	5.053,6	5.072,2	5.162,0	5.181,6	5.314,0
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	59,6	27,1	34,5	16,6	27,1	35,2	38,2	31,9
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	1.264,9	1.257,1	1.327,8	1.366,0	1.403,6	1.400,7	1.434,8	1.456,4
Akcje i inne udziały kapitałowe	3.328,3	3.688,5	3.942,8	4.558,3	4.799,5	4.660,9	4.770,7	4.916,8
Akcje notowane na giełdzie	645,4	793,5	843,6	1.031,7	1.126,6	1.056,5	1.134,1	1.213,0
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe	1.314,6	1.401,9	1.596,8	1.876,8	1.993,8	1.979,3	2.015,2	2.066,8
Udziały/Jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych	1.368,3	1.493,1	1.502,4	1.649,7	1.679,1	1.625,1	1.621,3	1.637,0
w tym udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	187,4	255,0	237,7	219,0	195,8	198,3	192,4	166,5
Rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych	3.533,4	3.806,3	4.152,6	4.604,2	4.706,2	4.747,6	4.834,7	4.920,0
Pozostałe aktywa netto	-49,7	-77,3	-92,4	-144,5	-156,5	-133,8	-139,5	-106,0
Pasywa (-)								
Pożyczki	3.712,9	3.968,2	4.281,7	4.655,6	4.737,1	4.841,8	4.920,2	5.021,7
w tym z MIF strefy euro	3.327,7	3.521,2	3.809,0	4.191,6	4.280,8	4.384,5	4.459,3	4.535,4
= Majątek finansowy netto	8.800,7	9.302,8	9.890,5	10.798,6	11.115,2	11.030,8	11.200,3	11.511,3

Źródła: EBC oraz Eurostat.

1) Bez zmian wartości netto spowodowanych innymi zmianami aktywów niefinansowych, takich jak różnice akyuaizacji wyceny nieruchomości mieszkaniowych.

3.4 Przedsiębiorstwa

(w miliardach EUR, skumulowane przepływy za cztery kwartały, stany na koniec kwartału)

	2002	2003	2004	2005 kw. 1 - 2005 kw. 4	2005 kw. 2 - 2006 kw. 1	2005 kw. 3 - 2006 kw. 2	2005 kw. 4 - 2006 kw. 3	2006 kw. 1 - 2006 kw. 4
Dochód i oszczędności								
Wartość dodana brutto (ceny podstawowe) (+)	3.697,1	3.780,6	3.922,8	4.028,8	4.071,7	4.103,8	4.154,2	4.213,9
Koszty związane z zatrudnieniem (-)	2.249,8	2.304,4	2.368,4	2.422,8	2.444,1	2.470,6	2.495,7	2.519,1
Pozostałe podatki od produktów minus dotacje do produktów (-)	58,8	58,9	66,5	71,6	72,9	76,4	78,6	79,1
= Nadwyżka operacyjna brutto (+)	1.388,6	1.417,2	1.488,0	1.534,4	1.554,6	1.556,8	1.579,9	1.615,7
Zużycie kapitału trwałego (amortyzacja) (-)	584,6	602,0	626,2	653,2	662,6	673,1	684,2	694,7
= Nadwyżka operacyjna netto (+)	804,0	815,3	861,8	881,1	892,0	883,6	895,7	921,0
Otrzymywany dochód z tytułu własności (+)	328,5	318,9	365,7	415,2	421,6	422,3	430,7	438,8
Odsetki otrzymane	142,0	125,0	119,6	127,8	130,9	135,1	140,5	145,4
Inne otrzymywane dochody z tytułu własności	186,4	194,0	246,1	287,4	290,6	287,2	290,2	293,4
Odsetki i należności z tytułu czynszu do zapłaty (-)	243,3	227,9	228,6	238,1	244,4	252,1	262,7	273,7
= Dochód przedsiębiorcy netto (+)	889,1	906,3	998,8	1.058,3	1.069,2	1.053,8	1.063,7	1.086,1
Dochód podzielony (-)	688,0	690,7	752,2	834,6	847,4	860,4	863,6	874,9
Podatki od dochodu i majątku do zapłaty (-)	125,4	116,7	131,4	147,1	149,8	156,4	165,8	177,8
Otrzymywane składki na ubezpieczenia społeczne (+)	73,4	73,3	73,7	74,1	74,3	74,8	75,5	76,1
Świadczenia z ubezpieczeń społecznych do wypłaty (-)	57,4	59,6	61,2	62,8	62,6	62,6	62,6	62,4
Inne transfery bieżące netto do zapłaty (-)	43,7	43,3	48,5	48,4	46,3	47,0	47,4	47,5
Zmiany wartości netto gospodarstw domowych w funduszach emerytalnych (-)	14,7	13,1	12,0	10,9	11,3	11,8	12,3	12,7
= Oszczędności netto	33,4	56,3	67,2	28,6	26,0	-9,5	-12,5	-13,0
Inwestycje, finansowanie i oszczędności								
Nabycie aktywów niefinansowych netto (+)	180,9	179,3	201,0	221,2	241,5	246,6	258,3	255,4
Nakłady brutto na środki trwałe (+)	776,4	780,4	819,9	855,6	871,5	887,2	902,5	922,0
Zużycie kapitału trwałego (amortyzacja) (-)	584,6	602,0	626,2	653,2	662,6	673,1	684,2	694,7
Nabycie innych aktywów niefinansowych netto (+)	-10,9	0,9	7,4	18,8	32,6	32,6	40,0	28,0
Inwestycje finansowe (+)								
Gotówka i depozyty	29,9	112,7	80,7	148,7	147,3	154,0	156,1	163,2
Dłużne papiery wartościowe	-3,3	-29,9	-57,1	-23,5	-3,7	8,7	-0,6	17,4
Pożyczki	78,9	141,5	58,0	131,4	98,6	120,7	128,2	153,8
Akcje i inne udziały kapitałowe	237,8	181,6	178,7	160,6	180,7	241,9	195,6	217,2
Rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych	5,6	4,8	5,9	8,6	5,8	5,1	4,6	4,8
Pozostałe aktywa netto (+)	40,7	-8,4	53,2	15,6	77,4	82,0	104,8	122,0
Finansowanie (-)								
Zadłużenie	262,7	295,0	208,7	392,8	466,8	575,2	626,2	665,9
Pożyczki	233,4	217,2	188,5	384,4	460,5	555,6	589,7	614,1
w tym z MIF strefy euro	93,5	102,8	163,9	262,7	333,9	371,6	421,9	444,3
Dłużne papiery wartościowe	17,6	62,7	6,8	-4,3	-6,5	7,3	24,4	39,5
Rezerwy funduszy emerytalnych	11,7	15,0	13,5	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3
Akcje i inne udziały kapitałowe	213,6	185,4	190,2	182,6	205,0	242,1	168,3	200,6
Akcje notowane na giełdzie	17,5	19,2	11,8	101,3	95,8	112,8	39,0	31,8
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe	196,1	166,2	178,3	81,3	109,1	129,3	129,3	168,9
Otrzymywane transfery kapitałowe netto (-)	60,8	45,1	54,4	58,7	49,8	51,3	65,0	80,4
= Oszczędności netto	33,4	56,3	67,2	28,6	26,0	-9,5	-12,5	-13,0
Bilans finansowy								
Aktywa finansowe (+)								
Gotówka i depozyty	1.113,8	1.202,6	1.267,8	1.418,8	1.421,9	1.463,8	1.505,6	1.569,5
Dłużne papiery wartościowe	441,1	405,4	320,0	292,7	308,3	315,0	306,4	312,6
Pożyczki	1.223,9	1.344,9	1.393,5	1.519,6	1.537,8	1.587,9	1.619,4	1.683,5
Akcje i inne udziały kapitałowe	4.285,0	4.866,6	5.375,0	6.259,4	6.716,6	6.642,3	6.920,9	7.253,2
Rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych	106,1	110,8	118,2	124,3	126,6	128,0	129,1	130,2
Pozostałe aktywa netto (+)	158,0	138,4	184,3	173,5	191,5	239,3	224,4	203,1
Pasywa								
Zadłużenie	5.827,7	6.076,7	6.238,2	6.638,0	6.791,5	6.988,4	7.105,9	7.261,2
Pożyczki	4.981,5	5.159,1	5.268,6	5.658,4	5.803,5	5.982,1	6.093,7	6.246,4
w tym z MIF strefy euro	2.965,1	3.034,4	3.152,2	3.409,1	3.525,1	3.640,0	3.731,0	3.846,8
Dłużne papiery wartościowe	568,1	629,2	668,4	665,8	671,2	686,7	689,4	688,7
Rezerwy funduszy emerytalnych	278,1	288,5	301,2	313,8	316,8	319,6	322,8	326,1
Akcje i inne udziały kapitałowe	7.137,7	7.998,2	8.940,6	10.380,0	11.117,5	10.946,3	11.292,0	11.994,6
Akcje notowane na giełdzie	2.392,0	2.732,5	2.987,6	3.681,6	4.088,2	3.948,9	4.093,3	4.459,1
Akcje nienotowane na giełdzie i inne udziały kapitałowe	4.745,7	5.265,7	5.952,9	6.698,5	7.029,3	6.997,3	7.198,7	7.535,5

Źródła: EBC oraz Eurostat.

3.5 Towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne

(w miliardach EUR, skumulowane sumy za cztery kwartały, stany)

	2002	2003	2004	2005 kw. 1 - 2005 kw. 4	2005 kw. 2 - 2006 kw. 1	2005 kw. 3 - 2006 kw. 2	2005 kw. 4 - 2006 kw. 3	2006 kw. 1 - 2006 kw. 4
Rachunek finansowy, transakcje finansowe								
Inwestycje finansowe (+)								
Gotówka i depozyty	34,9	29,7	49,5	27,5	14,7	30,8	42,2	59,5
Krótkoterminowe papiery wartościowe	7,7	10,8	29,6	21,4	23,1	14,7	11,7	2,2
Długoterminowe papiery wartościowe	94,2	140,7	132,7	149,3	141,2	135,1	134,1	118,3
Pożyczki	2,2	11,6	6,5	-7,8	8,0	15,2	18,0	13,6
Akcje i inne udziały kapitałowe	80,2	59,5	46,4	123,4	138,6	141,2	150,0	137,0
Akcje notowane na giełdzie	7,3	10,0	14,0	21,7	10,2	10,8	10,3	13,4
Akcje nie notowane na giełdzie inne udziały kapitałowe	25,6	5,1	-1,2	16,3	20,8	26,9	32,5	28,8
Udziały/Jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych	47,3	44,4	33,6	85,3	107,6	103,5	107,2	94,8
w tym udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	9,1	6,5	3,0	-1,2	-1,0	-4,3	-5,4	2,7
Pozostałe aktywa netto (+)	-7,7	-1,9	3,5	20,3	21,4	9,9	4,8	1,7
Finansowanie (-)								
Dłużne papiery wartościowe	-0,3	5,0	-1,8	0,1	-0,4	-0,3	-0,3	4,1
Pożyczki	-1,1	12,4	4,8	9,6	22,3	23,7	32,4	27,7
Akcje i inne udziały kapitałowe	1,3	11,4	12,7	10,4	11,1	10,2	13,5	8,5
Rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych	216,6	237,0	261,1	330,8	339,3	328,4	325,4	305,1
Udziały kapitałowe netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i rezerwach funduszy emerytalnych	188,8	210,3	229,5	289,8	303,7	294,1	288,3	264,8
= Przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone odszkodowania i świadczenia	27,8	26,8	31,6	41,0	35,7	34,2	37,1	40,3
= Zmiany wartości finansowej netto spowodowane transakcjami	-5,0	-15,5	-8,7	-16,8	-25,4	-15,2	-10,3	-13,0
Rachunek pozostałych zmian								
Inne zmiany aktywów finansowych (+)								
Akcje i inne udziały kapitałowe	-248,6	106,6	109,0	200,3	235,9	124,9	117,3	181,0
Pozostałe aktywa netto	51,6	-9,1	162,9	43,3	11,7	-26,9	-13,2	-58,9
Inne zmiany pasywów (-)								
Akcje i inne udziały kapitałowe	-244,7	98,2	20,5	118,0	128,2	87,6	90,6	55,4
Rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych	-70,9	33,7	85,2	145,7	118,6	69,3	54,5	25,9
Udziały kapitałowe netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych	-69,3	34,2	65,4	151,6	126,1	69,4	53,8	47,7
= Przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone odszkodowania i świadczenia	-1,6	-0,5	19,8	-5,9	-7,5	-0,2	0,8	-21,7
= Pozostałe zmiany finansowej wartości netto	118,6	-34,4	166,3	-20,0	0,8	-58,9	-41,1	40,8
Bilans finansowy								
Aktywa finansowe (+)								
Gotówka i depozyty	554,7	580,3	630,7	661,1	669,3	678,4	697,8	721,4
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	59,8	69,2	205,8	212,9	220,6	218,7	217,8	212,5
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	1.357,6	1.488,1	1.659,6	1.828,1	1.840,4	1.853,0	1.912,5	1.900,8
Pożyczki	357,8	364,3	359,5	356,9	369,1	371,0	371,0	361,4
Akcje i inne udziały kapitałowe	1.364,9	1.531,0	1.686,4	2.010,1	2.129,9	2.104,3	2.211,9	2.328,1
Akcje notowane na giełdzie	462,6	525,6	574,2	697,5	733,9	706,0	754,7	825,3
Akcje nie notowane na giełdzie	275,3	307,0	337,4	399,6	425,2	425,1	438,6	462,2
Udziały/Jednostki uczestnictwa w funduszach powierniczych	627,0	698,3	774,8	913,0	970,9	973,3	1.018,6	1.040,6
w tym udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego	57,8	64,8	67,8	81,9	81,6	85,5	85,9	85,9
Pozostałe aktywa netto (+)	80,9	92,7	112,8	162,3	163,8	164,7	163,3	162,4
Pasywa (-)								
Dłużne papiery wartościowe	18,1	23,4	21,9	22,0	22,2	22,4	23,1	26,3
Pożyczki	111,5	125,6	119,2	127,8	147,1	151,7	161,5	155,8
Akcje i inne udziały kapitałowe	319,7	429,3	462,5	590,9	619,5	584,5	635,3	654,8
Rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych	3.518,7	3.789,4	4.135,7	4.612,1	4.718,3	4.771,3	4.871,0	4.943,2
Udziały kapitałowe netto gospodarstw domowych w rezerwach ubezpieczeń na życie i w rezerwach funduszy emerytalnych	2.964,0	3.208,5	3.503,4	3.944,8	4.042,7	4.090,0	4.175,8	4.257,3
Przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone odszkodowania i świadczenia	554,6	580,9	632,3	667,3	675,6	681,3	695,2	685,9
= Wartość fiansowa netto	-192,2	-242,1	-84,5	-121,3	-113,9	-139,8	-116,6	-93,5

Źródło: EBC.

RYNKI FINANSOWE

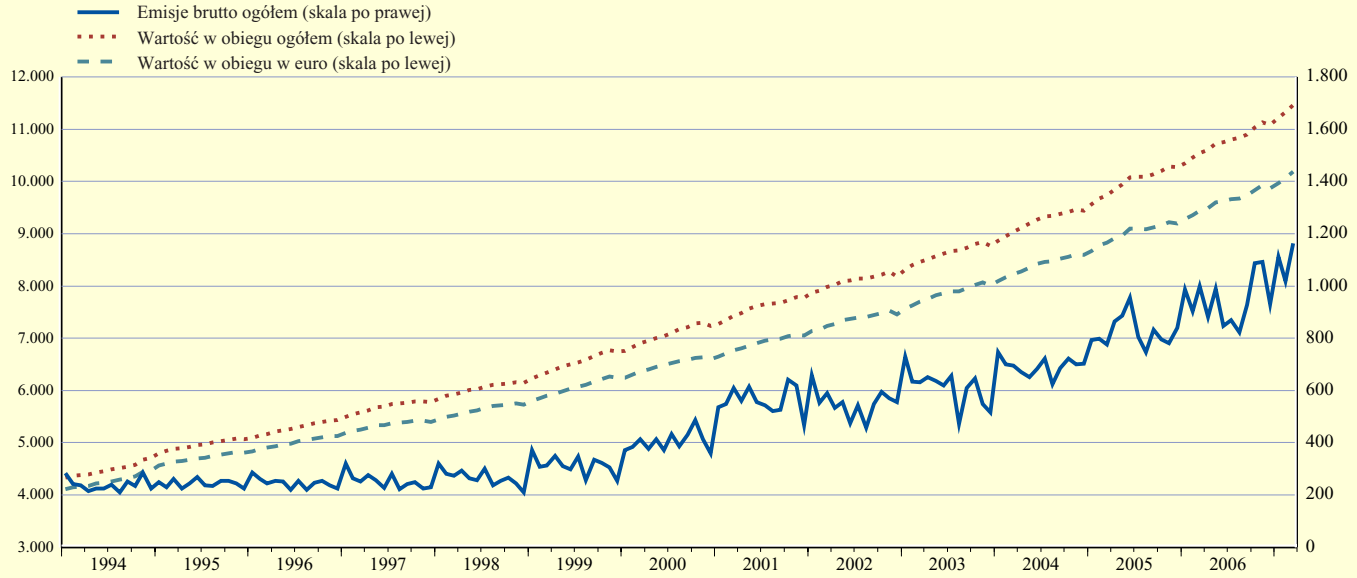
4.1 Dłużne papiery wartościowe w podziale według terminu pierwotnego, siedziby emitenta i waluty emisji

(w miliardach EUR, jeśli nie zaznaczono inaczej; transakcje w ciągu danego miesiąca i stany na koniec okresu, wartości nominalne)

		Ogółem w euro [1]			Wyemitowane przez rezydentów strefy euro								
					W euro			We wszystkich walutach					
		Wartość w obiegu	Emisje brutto	Umorzenia	Wartość w obiegu	Emisje brutto	Umorzenia	Wartość w obiegu	Emisje brutto	Umorzenia	Roczna stopa wzrostu	Skorygowane sezonowo [2]	
												Umorzenia	6-mies. stopa wzrostu
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		Ogółem											
2006	marz.	11.146,0	1.050,6	152,0	9.437,5	937,2	81,0	10.543,8	999,0	97,7	7,6	70,7	8,0
	kwie.	11.168,7	873,9	19,4	9.489,2	820,8	48,6	10.600,9	881,1	66,9	7,2	55,0	7,9
	maj	11.295,6	1.007,8	127,0	9.601,3	936,9	112,2	10.721,8	989,4	126,3	7,8	89,1	8,2
	czer.	11.358,2	896,0	64,6	9.623,0	793,3	23,5	10.755,1	846,7	32,5	6,6	24,8	7,1
	lipiec	11.377,4	883,7	18,6	9.658,3	820,0	34,8	10.804,6	868,0	44,9	7,0	53,9	6,9
	sier.	11.409,7	837,9	31,8	9.679,8	779,9	21,0	10.834,5	822,8	24,6	7,3	74,7	7,2
	wrze.	11.530,4	1.004,1	120,2	9.730,4	882,0	50,2	10.903,3	927,9	57,0	7,4	57,1	6,9
	paź.	11.625,9	1.106,2	93,3	9.833,9	1.023,0	101,6	11.038,6	1.086,0	122,2	8,0	123,0	8,1
	lis.	11.764,4	1.134,5	137,6	9.925,2	1.036,5	90,7	11.129,9	1.092,6	107,3	8,2	99,9	8,3
	gru.	11.741,9	976,6	-23,1	9.872,1	884,8	-54,1	11.086,8	929,5	-58,2	7,9	41,1	8,6
2007	sty.	11.839,8	1.144,0	97,9	9.969,5	1.051,9	97,5	11.214,0	1.111,2	115,9	8,0	76,4	9,0
	luty	11.946,0	1.041,0	106,3	10.060,0	952,2	90,6	11.323,7	1.017,9	117,0	8,2	88,3	9,2
	marz.	12.174,8	1.253,4	227,6	10.190,9	1.111,3	129,6	11.459,7	1.163,3	135,2	8,4	107,3	10,1
		Długoterminowe											
2006	marz.	10.134,8	244,0	97,0	8.559,4	194,4	71,4	9.518,8	220,6	79,9	7,8	60,5	8,1
	kwie.	10.171,0	175,0	34,7	8.588,9	141,8	28,1	9.555,8	170,3	47,3	7,5	48,7	8,1
	maj	10.271,7	206,0	101,0	8.674,8	167,5	86,2	9.649,2	187,4	95,9	7,7	63,9	7,7
	czer.	10.331,2	200,2	60,3	8.738,7	168,2	64,5	9.733,8	193,5	80,9	6,8	52,9	7,3
	lipiec	10.371,1	192,8	40,0	8.764,5	158,6	25,9	9.775,0	177,5	37,2	7,2	49,2	7,0
	sier.	10.387,4	90,5	16,5	8.775,7	71,6	11,4	9.793,1	88,2	21,1	7,5	66,1	7,3
	wrze.	10.481,2	218,5	94,2	8.830,7	156,7	55,3	9.862,7	175,7	63,0	7,6	53,5	7,1
	paź.	10.582,4	224,8	98,8	8.901,1	173,9	68,4	9.955,3	206,5	86,1	8,1	102,0	8,3
	lis.	10.717,4	225,9	134,1	8.995,6	167,1	93,9	10.048,8	193,4	108,5	8,4	101,5	9,0
	gru.	10.740,3	170,9	20,2	9.016,1	132,5	17,5	10.077,0	152,6	14,7	8,2	57,6	9,1
2007	sty.	10.815,7	229,7	75,3	9.066,7	176,3	50,5	10.148,6	199,9	61,3	8,2	64,6	9,4
	luty	10.910,7	234,4	95,1	9.143,1	184,3	76,5	10.238,3	217,4	97,6	8,4	74,3	9,5
	marz.	11.046,1	275,1	135,4	9.234,2	207,0	91,0	10.332,2	227,5	95,7	8,5	75,0	9,9

C15 Wartości w obiegu i emisje brutto dłużnych papierów wartościowych przez rezydentów strefy euro ogółem

(miliardy EUR)



Źródła: EBC i BIS (w zakresie emisji przez nierezydentów strefy euro).
1) Dłużne papiery wartościowe denominowane w euro wyemitowane przez rezydentów i nierezydentów strefy euro ogółem.
2) Opis metody wyliczania stóp wzrostu znajduje się w Uwagach technicznych.

4.2 Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez rezydentów strefy euro w podziale według sektora emitenta i rodzaju instrumentu

(miliardy EUR, jeżeli nie zaznaczono inaczej; transakcje w ciągu danego miesiąca i stany na koniec miesiąca; wartości nominalne)

1. Wartości w obiegu i emisje brutto

	Wartości w obiegu						Emisje brutto					
	Ogółem	MIF (włączając Eurosystem)	Instytucje spoza sektora MIF		Instytucje rządowe i samorządowe		Ogółem	MIF (włączając Eurosystem)	Instytucje spoza sektora MIF		Instytucje rządowe i samorządowe	
			Instytucje finansowe spoza sektora MIF	Przedsiębiorstwa	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Inne jednostki sektora instytucji rządowych			Instytucje finansowe spoza sektora MIF	Przedsiębiorstwa	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Ogółem											
2005	10.269	4.122	926	612	4.326	283	9.874	6.988	325	1.032	1.434	95
2006	11.087	4.567	1.164	645	4.407	305	11.333	8.377	414	1.118	1.339	85
2006 2 kw.	10.755	4.350	1.032	638	4.437	298	2.717	1.977	107	261	351	22
3 kw.	10.903	4.449	1.069	637	4.451	298	2.619	1.928	78	265	329	18
4 kw.	11.087	4.567	1.164	645	4.407	305	3.108	2.365	144	336	241	23
2007 1 kw.	11.460	4.761	1.245	657	4.488	308	3.292	2.447	124	284	415	23
2006 gru.	11.087	4.567	1.164	645	4.407	305	930	728	44	106	46	5
2007 sty.	11.214	4.645	1.172	645	4.446	306	1.111	851	24	76	153	7
luty	11.324	4.710	1.204	649	4.456	305	1.018	772	45	75	118	8
mar.	11.460	4.761	1.245	657	4.488	308	1.163	824	56	132	143	8
	Krótkoterminowe											
2005	945	482	7	90	361	5	7.797	6.046	45	943	729	33
2006	1.010	570	12	94	329	4	9.175	7.375	59	1.023	686	31
2006 2 kw.	1.021	531	10	101	374	5	2.166	1.739	16	227	175	8
3 kw.	1.041	561	12	96	367	4	2.177	1.733	16	249	171	8
4 kw.	1.010	570	12	94	329	4	2.556	2.086	14	305	144	7
2007 1 kw.	1.128	621	12	106	385	4	2.647	2.132	14	271	222	8
2006 gru.	1.010	570	12	94	329	4	777	646	4	95	30	2
2007 sty.	1.065	607	12	96	346	4	911	753	6	73	77	3
luty	1.085	612	12	100	357	4	800	655	5	71	68	3
mar.	1.128	621	12	106	385	4	936	724	3	128	78	3
	Ogółem długoterminowe[1]											
2005	9.324	3.639	919	522	3.965	278	2.078	942	280	89	705	61
2006	10.077	3.996	1.152	551	4.078	301	2.158	1.002	354	95	653	54
2006 2 kw.	9.734	3.819	1.022	537	4.062	294	551	237	91	34	175	14
3 kw.	9.863	3.888	1.057	540	4.084	294	441	196	62	16	158	9
4 kw.	10.077	3.996	1.152	551	4.078	301	552	279	130	31	97	16
2007 1 kw.	10.332	4.140	1.233	551	4.104	304	645	315	110	13	192	14
2006 gru.	10.077	3.996	1.152	551	4.078	301	153	82	40	12	15	3
2007 sty.	10.149	4.038	1.160	549	4.100	301	200	98	18	4	76	4
luty	10.238	4.098	1.192	548	4.099	301	217	117	40	5	51	5
mar.	10.332	4.140	1.233	551	4.104	304	228	100	52	4	66	5
	Z czego długoterminowe stałymoprocentowaniu											
2005	6.724	2.020	459	413	3.615	217	1.230	414	91	54	622	48
2006	7.048	2.136	535	420	3.719	237	1.289	476	137	61	576	39
2006 2 kw.	6.921	2.084	499	415	3.691	232	332	109	41	21	151	10
3 kw.	6.974	2.112	508	415	3.707	233	275	94	22	11	140	8
4 kw.	7.048	2.136	535	420	3.719	237	280	117	44	20	90	10
2007 1 kw.	7.161	2.210	561	420	3.727	243	404	174	39	9	169	13
2006 gru.	7.048	2.136	535	420	3.719	237	65	32	10	6	15	2
2007 sty.	7.097	2.162	539	420	3.737	238	139	59	7	2	67	4
luty	7.130	2.189	554	419	3.729	239	134	62	21	4	43	4
mar.	7.161	2.210	561	420	3.727	243	130	53	11	3	58	5
	Z czego długoterminowe o zmiennym oprocentowaniu											
2005	2.266	1.350	456	93	305	60	718	432	188	27	58	12
2006	2.611	1.508	609	117	313	64	715	405	214	31	51	15
2006 2 kw.	2.437	1.431	517	107	320	62	177	96	50	12	15	4
3 kw.	2.496	1.451	543	109	333	60	134	77	40	4	13	2
4 kw.	2.611	1.508	609	117	313	64	231	124	86	11	5	6
2007 1 kw.	2.723	1.562	664	117	320	61	200	114	69	4	13	1
2006 gru.	2.611	1.508	609	117	313	64	75	39	30	6	0	1
2007 sty.	2.623	1.521	613	116	311	63	46	32	9	1	3	0
luty	2.670	1.548	629	116	315	62	70	45	19	1	4	1
mar.	2.723	1.562	664	117	320	61	84	36	41	1	5	1

Źródło: EBC.

1) Pozostałe różnice pomiędzy długoterminowymi dłużnymi papierami wartościowymi ogółem a długoterminowymi dłużnymi papierami wartościowymi o stałym i zmiennym oprocentowaniu wynikają z obligacji zerokuponowych oraz z efektów aktualizacji wyceny.

4.2 Dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez rezydentów strefy euro w podziale według sektora emitenta i rodzaju instrumentu

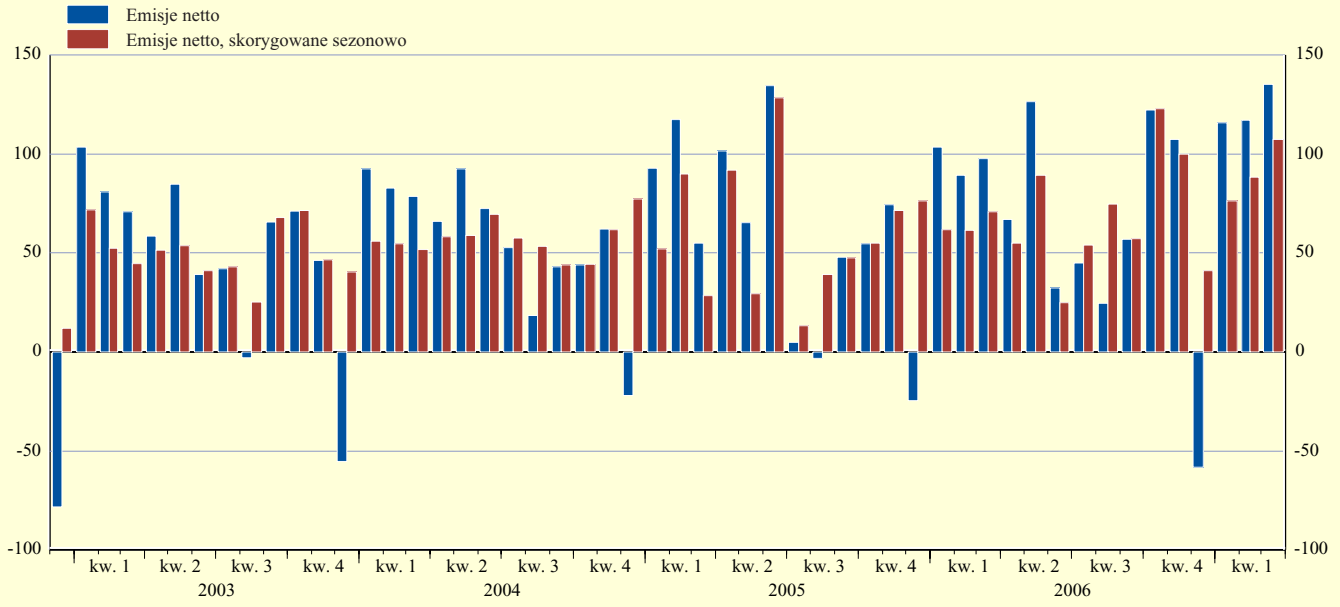
(miliardy EUR, jeżeli nie zaznaczono inaczej; wartości nominalne)

2. Emisje netto

	Nieskorygowane sezonowo						Skorygowane sezonowo					
	Ogółem	MIF (włączając Eurosystem)	Instytucje spoza sektora MIF		Instytucje rządowe i samorządowe		Ogółem	MIF (włączając Eurosystem)	Instytucje spoza sektora MIF		Instytucje rządowe i samorządowe	
			Instytucje finansowe spoza sektora MIF	Przedsiębiorstwa	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Inne jednostki sektora instytucji rządowych			Instytucje finansowe spoza sektora MIF	Przedsiębiorstwa	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Ogółem											
2005	720,8	319,9	176,0	21,8	170,7	32,4	722,7	323,4	171,8	22,0	173,0	32,5
2006	813,6	419,9	244,5	36,9	90,2	22,2	812,8	424,2	239,8	37,3	89,2	22,2
2006 2 kw.	225,6	83,4	64,5	20,0	48,6	9,1	169,0	87,8	52,0	13,3	7,3	8,6
3 kw.	126,5	78,7	36,2	-2,4	14,4	-0,5	185,8	95,2	52,9	1,7	33,7	2,3
4 kw.	171,3	98,4	97,8	9,9	-41,4	6,6	264,1	133,7	68,9	16,2	40,0	5,3
2007 1 kw.	368,1	186,5	82,8	12,5	82,3	3,9	272,0	128,4	108,4	9,0	23,4	2,8
2006 gru.	-58,2	-14,0	27,0	-3,0	-68,5	0,3	41,1	32,8	0,2	5,5	0,7	1,9
2007 sty.	115,9	70,0	6,4	-0,1	38,3	1,2	76,4	52,5	25,2	-3,0	1,2	0,5
luty	117,0	68,5	33,5	4,2	11,0	-0,2	88,3	49,0	35,1	3,8	1,8	-1,3
mar.	135,2	48,0	42,8	8,4	33,0	2,9	107,3	26,9	48,1	8,2	20,5	3,6
	Długoterminowe											
2005	713,2	296,5	176,4	22,1	185,5	32,6	714,8	298,4	172,3	22,1	189,3	32,7
2006	764,0	347,0	239,1	33,4	121,3	23,2	763,2	349,3	234,5	33,3	123,0	23,2
2006 2 kw.	224,2	87,1	61,4	16,9	49,7	9,1	165,4	84,9	48,8	10,2	12,9	8,6
3 kw.	121,3	62,4	34,9	2,6	21,5	-0,1	168,8	67,2	51,5	4,8	42,7	2,6
4 kw.	209,3	96,3	97,1	12,2	-3,3	7,1	261,2	126,5	68,3	11,3	49,2	5,9
2007 1 kw.	254,6	140,9	83,2	0,6	26,7	3,3	213,9	107,0	108,7	6,1	-10,1	2,1
2006 gru.	14,7	12,9	26,2	5,5	-30,3	0,4	57,6	38,5	-0,5	6,3	11,3	2,0
2007 sty.	61,3	34,8	6,9	-2,1	21,0	0,7	64,6	38,1	25,5	1,2	-0,2	0,0
luty	97,6	64,3	33,5	0,1	0,1	-0,4	74,3	46,1	35,5	1,6	-7,6	-1,3
mar.	95,7	41,8	42,7	2,6	5,6	3,0	75,0	22,8	47,7	3,3	-2,3	3,4

C16 Emisje netto dłużnych papierów wartościowych skorygowane sezonowo i nieskorygowane sezonowo

(miliardy EUR, wartość w obiegu na koniec miesiąca, wartości nominalne)



Źródło: EBC.

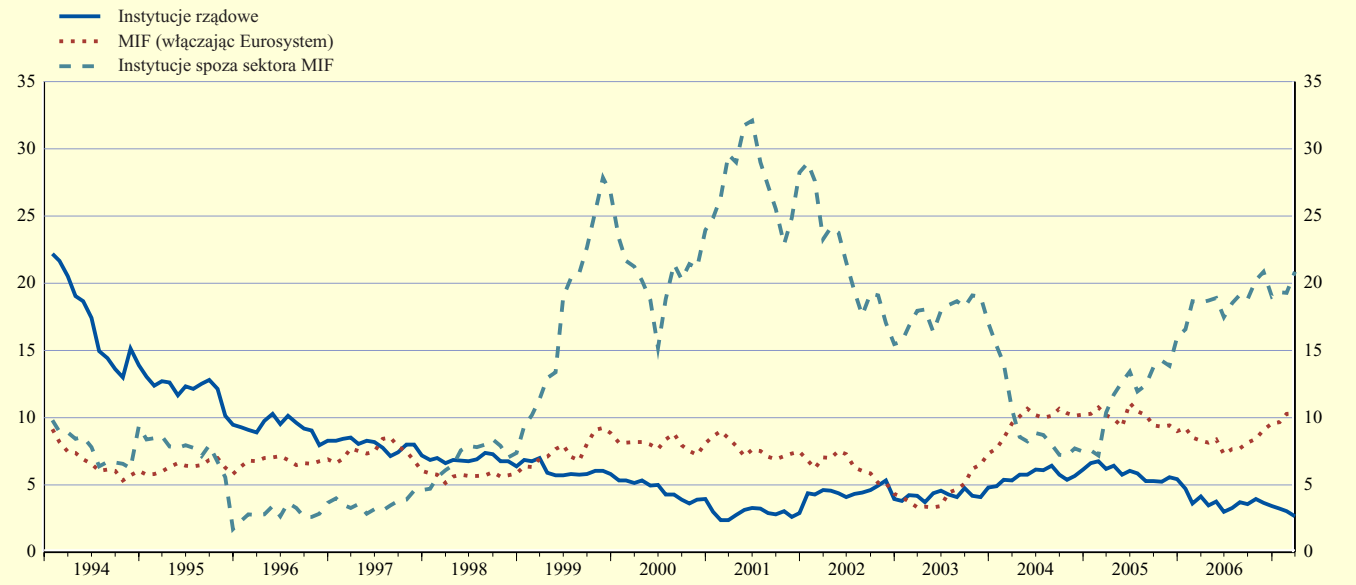
4.3 Roczne stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro[1)]

(zmiana w procentach)

	Roczne stopy wzrostu, nieskorygowane sezonowo						6-miesięczne stopy wzrostu, skorygowane sezonowo					
	Ogółem	MIF (włączając Eurosystem)	Instytucje spoza sektora MIF		Instytucje rządowe i samorządowe		Ogółem	MIF (włączając Eurosystem)	Instytucje spoza sektora MIF		Instytucje rządowe i samorządowe	
			Instytucje finansowe spoza sektora MIF	Przedsiębiorstwa	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe			Instytucje finansowe spoza sektora MIF	Przedsiębiorstwa	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Ogółem											
2006 mar.	7,6	9,3	27,3	2,8	3,0	11,7	8,0	9,3	31,7	3,9	2,6	13,1
kwi	7,2	8,9	27,2	2,6	2,5	10,2	7,9	9,2	31,4	3,3	2,7	11,5
maj	7,8	10,0	26,6	3,7	2,6	12,2	8,2	10,5	31,4	6,2	1,8	10,5
cze.	6,6	8,1	24,4	4,7	1,8	12,4	7,1	9,6	27,7	6,4	0,7	10,6
lip.	7,0	8,3	26,3	4,8	2,2	11,8	6,9	8,9	26,6	5,4	1,2	10,7
sier.	7,3	8,4	27,9	3,5	2,5	12,2	7,2	8,8	25,2	2,8	2,3	10,2
wrze.	7,4	9,0	27,1	4,4	2,2	10,3	6,9	8,8	22,7	4,9	1,9	7,7
paź.	8,0	9,7	29,7	4,1	2,6	9,5	8,1	10,1	28,1	4,9	2,5	7,6
lis.	8,2	10,0	30,1	5,3	2,5	8,7	8,3	9,5	28,8	4,4	3,3	6,9
gru.	7,9	10,2	26,5	6,0	2,1	7,8	8,6	10,8	25,2	5,7	3,4	5,2
2007 sty.	8,0	10,5	27,0	5,4	1,9	7,3	9,0	12,3	27,2	5,3	2,5	4,0
lut.	8,2	10,7	27,0	5,5	2,1	5,7	9,2	12,7	28,8	8,3	1,9	1,3
mar.	8,4	10,4	29,1	6,5	2,4	6,6	10,1	12,1	35,7	8,1	2,9	5,5
	Długoterminowe											
2006 mar.	7,8	8,3	27,6	4,9	3,6	12,2	8,1	8,0	32,0	5,9	3,3	13,8
kwi	7,5	8,1	27,5	5,3	3,0	10,6	8,1	7,8	31,4	5,9	3,7	12,0
maj	7,7	8,4	26,7	6,8	3,2	12,6	7,7	7,7	31,2	8,1	2,7	11,1
cze.	6,8	7,3	24,3	6,5	2,3	12,8	7,3	8,7	27,1	6,7	1,6	10,8
lip.	7,2	7,6	26,2	6,1	2,7	12,0	7,0	7,9	26,0	5,3	2,1	10,8
sier.	7,5	7,7	27,6	5,6	3,1	12,5	7,3	7,8	24,5	4,1	3,3	10,0
wrze.	7,6	8,1	26,8	5,8	3,1	10,9	7,1	8,3	21,9	5,8	2,8	8,1
paź.	8,1	8,4	29,4	5,3	3,6	10,0	8,3	9,1	27,5	4,8	3,5	8,2
lis.	8,4	9,1	29,8	5,8	3,3	9,3	9,0	10,5	28,4	3,4	3,9	7,6
gru.	8,2	9,6	26,1	6,4	3,1	8,3	9,1	10,4	25,0	6,1	4,6	5,9
2007 sty.	8,2	9,7	26,6	6,3	2,9	7,6	9,4	11,4	27,2	7,4	3,7	4,5
lut.	8,4	10,3	26,7	5,7	2,8	5,9	9,5	12,8	28,9	7,4	2,4	1,7
mar.	8,5	10,3	28,8	6,2	2,4	6,8	9,9	12,4	36,1	6,6	1,9	5,5

C17 Roczne stopy wzrostu długoterminowych dłużnych papierów wartościowych w podziale według sektora emitenta we wszystkich walutach łącznie

(roczne zmiany procentowe)



Źródło: EBC.

1) Opis metody wyliczania stóp wzrostu znajduje się w Uwagach technicznych. 6-miesięczne stopy wzrostu przedstawione zostały w skali roku.

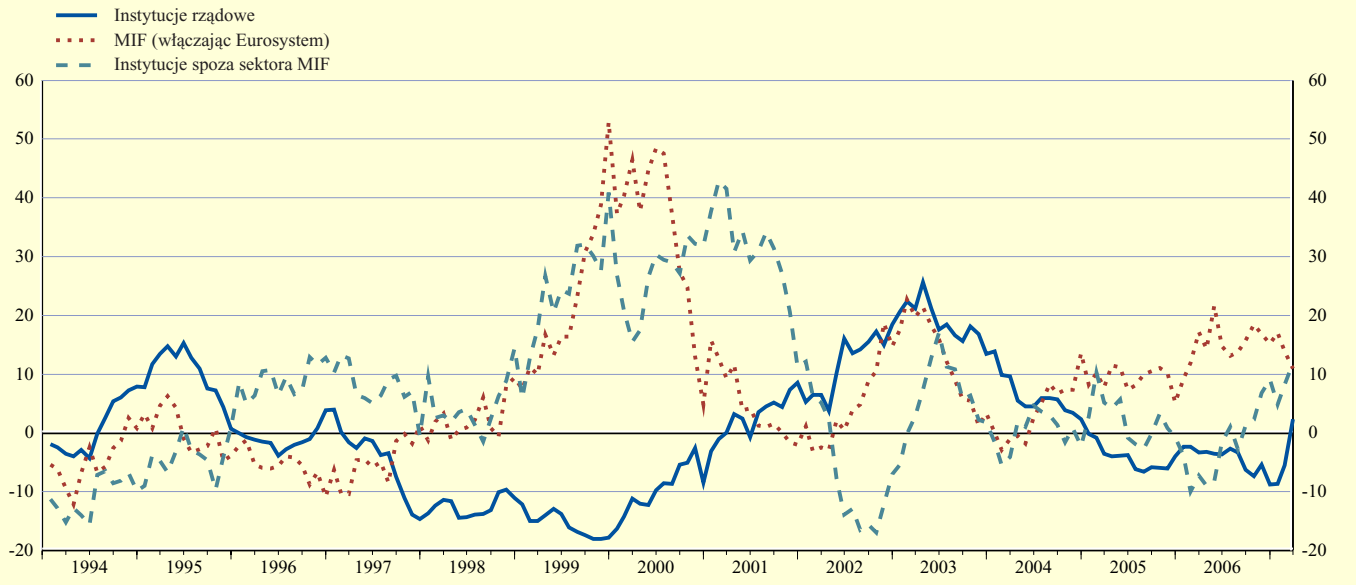
4.3 Roczne stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro[1] (c.d.)

(zmiana w procentach)

	Długoterminowe stałe stopy procentowe						Długoterminowe zmienne stopy procentowe					
	Ogółem	MIF (włączając Eurosystem)	Instytucje spoza sektora MIF		Instytucje rządowe i samorządowe		Ogółem	MIF (włączając Eurosystem)	Instytucje spoza sektora MIF		Instytucje rządowe i samorządowe	
			Instytucje finansowe spoza sektora MIF	Przedsiębiorstwa	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe			Instytucje finansowe spoza sektora MIF	Przedsiębiorstwa	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Pozostałe instytucje rządowe i samorządowe
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	Łącznie we wszystkich walutach											
2005	4,7	3,1	5,7	0,3	5,5	15,0	19,5	18,6	35,8	22,2	9,9	4,7
2006	4,5	4,7	13,8	1,2	3,1	13,4	16,6	11,8	42,3	27,5	5,2	4,4
2006 2 kw.	4,2	4,5	11,7	1,1	3,0	13,6	16,8	12,0	45,5	28,3	3,6	5,4
3 kw.	4,4	4,6	14,9	1,1	2,8	13,8	15,1	10,1	39,5	30,4	4,1	6,3
4 kw.	5,1	5,4	19,5	1,9	3,1	11,0	15,8	11,0	37,8	27,0	5,5	4,6
2007 1 kw.	5,3	6,3	19,5	3,9	2,9	7,8	15,3	12,2	34,0	21,6	1,4	4,0
2006 paź.	5,1	5,1	20,0	0,8	3,3	12,0	15,9	10,7	39,2	29,9	6,2	2,8
lis.	5,2	5,6	20,9	2,6	3,0	10,1	16,3	11,4	38,8	24,6	6,5	6,5
gru.	5,2	6,0	18,2	3,1	3,1	9,2	15,3	11,7	33,6	25,4	2,7	5,3
2007 sty.	5,2	5,7	19,0	4,2	3,1	8,3	15,1	12,2	34,0	21,3	0,2	4,8
luty	5,5	6,6	20,8	3,7	3,0	6,5	15,0	12,3	32,2	20,8	1,0	3,4
mar.	5,1	6,9	19,2	4,3	2,2	8,1	16,4	12,1	37,9	20,3	3,6	2,2
	W euro											
2005	4,3	0,9	9,2	-0,2	5,4	15,3	18,9	17,3	35,2	22,2	10,3	5,3
2006	3,8	3,1	11,3	0,4	3,2	13,6	15,5	10,1	38,8	30,5	5,4	3,5
2006 2 kw.	3,6	2,8	10,0	0,8	3,1	13,9	15,5	10,2	41,4	31,6	3,6	4,3
3 kw.	3,7	3,1	11,2	-0,1	2,9	13,7	13,6	8,1	35,0	34,3	4,1	4,9
4 kw.	4,3	4,1	14,8	0,2	3,3	11,1	14,9	9,6	34,9	29,9	5,6	3,7
2007 1 kw.	4,7	5,5	15,3	1,7	3,2	7,8	14,1	10,9	30,5	22,9	1,5	3,4
2006 paź.	4,2	3,5	14,7	-1,0	3,6	12,1	15,1	9,2	36,8	33,3	6,3	2,0
lis.	4,4	4,4	15,8	0,7	3,2	10,2	15,5	10,1	36,1	27,2	6,6	5,5
gru.	4,6	5,0	14,6	1,2	3,4	9,4	14,1	10,3	30,2	27,3	2,8	4,3
2007 sty.	4,7	5,0	15,0	2,2	3,5	8,2	13,7	10,6	30,6	22,5	0,2	4,1
luty	4,8	5,8	15,8	1,6	3,3	6,5	13,9	11,3	28,9	21,9	1,1	3,2
mar.	4,5	6,2	15,5	1,6	2,5	8,0	15,5	11,4	34,1	21,3	3,8	1,8

C18 Roczne stopy wzrostu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w podziale według sektora emitenta we wszystkich walutach łącznie

(zmiana w procentach)



Źródło: EBC.
1) Opis metody wyliczania stóp wzrostu znajduje się w Uwagach technicznych.

4.4 Akcje dopuszczone do obrotu wyemitowane przez rezydentów strefy euro [1)]

(miliardy EUR, jeśli nie zaznaczono inaczej; wartości rynkowe)

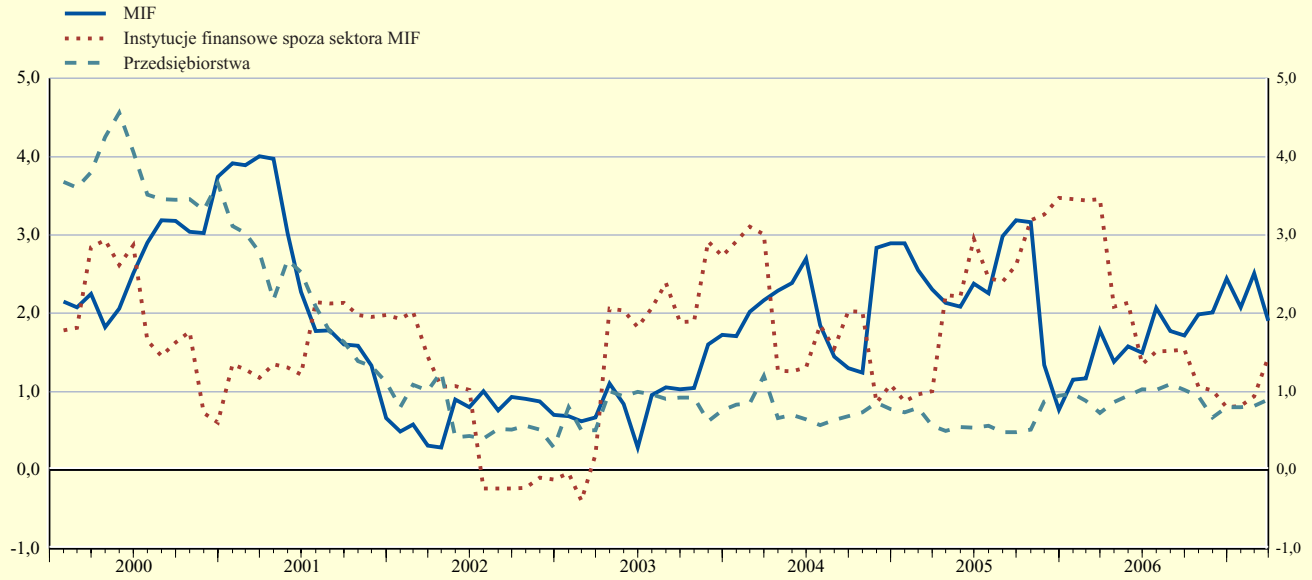
1. Wartość w obiegu i stopy wzrostu

(wartość w obiegu na koniec okresu)

		Ogółem			MIF		Instytucje finansowe spoza sektora MIF		Przedsiębiorstwa	
		Ogółem	Wskaźnik grudzień 2001 = 100	Roczne stopy zwrotu (%)	Ogółem	Roczne stopy zwrotu (%)	Ogółem	Roczne stopy zwrotu (%)	Ogółem	Roczne stopy zwrotu (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	marz.	4.250,5	102,7	0,9	677,8	2,3	425,4	1,0	3.147,3	0,6
	kwie.	4.102,5	102,9	0,9	656,0	2,1	410,8	2,2	3.035,6	0,5
	maj	4.280,1	102,9	1,0	678,1	2,1	425,4	2,2	3.176,5	0,6
	czer.	4.388,2	103,1	1,1	698,1	2,4	442,6	2,9	3.247,5	0,5
	lip.	4.638,2	103,1	1,0	727,9	2,3	467,7	2,5	3.442,6	0,6
	sier.	4.613,0	103,1	1,1	723,5	3,0	458,2	2,4	3.431,4	0,5
	wrze.	4.834,1	103,2	1,1	764,1	3,2	484,8	2,6	3.585,2	0,5
	paź.	4.666,6	103,4	1,2	752,4	3,2	481,5	3,2	3.432,7	0,5
	list.	4.889,2	103,7	1,2	809,2	1,3	514,6	3,3	3.565,4	0,9
	gru.	5.063,5	103,8	1,2	836,4	0,8	541,8	3,5	3.685,3	0,9
2006	sty.	5.296,6	103,8	1,2	884,8	1,2	536,8	3,5	3.875,0	1,0
	luty	5.436,6	103,8	1,2	938,8	1,2	562,7	3,4	3.935,1	0,9
	marz.	5.637,3	103,9	1,2	962,3	1,8	580,0	3,5	4.094,9	0,7
	kwie.	5.662,8	104,0	1,1	948,8	1,4	573,9	2,1	4.140,1	0,9
	maj	5.373,0	104,1	1,2	896,7	1,6	534,5	2,1	3.941,8	0,9
	czer.	5.384,8	104,3	1,1	905,0	1,5	530,6	1,3	3.949,1	1,0
	lip.	5.381,0	104,4	1,3	918,4	2,1	544,4	1,5	3.918,2	1,0
	sier.	5.545,2	104,4	1,3	958,6	1,8	595,7	1,5	3.990,8	1,1
	wrze.	5.689,4	104,5	1,2	986,1	1,7	607,7	1,5	4.095,6	1,0
	paź.	5.869,1	104,6	1,1	1.015,6	2,0	614,5	1,1	4.239,0	0,9
	list.	5.922,6	104,7	0,9	1.024,3	2,0	603,8	1,0	4.294,4	0,7
	gru.	6.139,4	104,9	1,1	1.056,3	2,4	623,2	0,8	4.459,9	0,8
2007	sty.	6.310,4	104,9	1,0	1.111,3	2,1	641,7	0,8	4.557,4	0,8
	luty	6.228,0	105,0	1,1	1.081,2	2,5	633,4	0,9	4.513,5	0,8
	marz.	6.423,6	105,1	1,1	1.099,9	1,9	646,2	1,4	4.677,5	0,9

C19 Roczne stopy wzrostu akcji dopuszczonych do obrotu wyemitowanych przez rezydentów strefy euro

(zmiany procentowe w skali roku)



Źródło: EBC.

1) Opis metody wyliczania stóp wzrostu znajduje się w Uwagach technicznych.

4.4 Akcje dopuszczone do obrotu wyemitowane przez rezydentów strefy euro[1)]

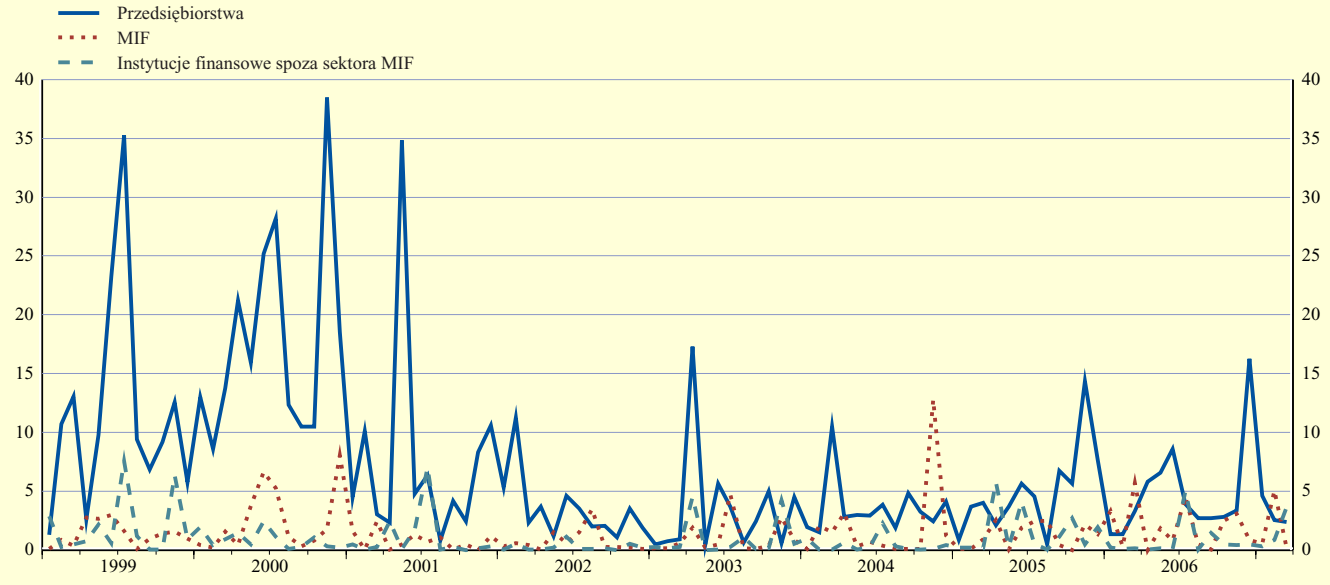
(w miliardach EUR, wartości rynkowe)

2. Transakcje w ciągu miesiąca

		Ogółem			MIF			Instytucje finansowe spoza sektora MIF			Przedsiębiorstwa		
		Emisje brutto	Wykup	Emisje netto	Emisje brutto	Wykup	Emisje netto	Emisje brutto	Wykup	Emisje netto	Emisje brutto	Wykup	Emisje netto
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	marz.	5,0	1,8	3,2	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	4,0	0,8	3,2
	kwie.	10,4	2,3	8,1	2,5	0,0	2,5	5,8	0,0	5,7	2,1	2,3	-0,2
	maj	3,9	3,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	3,7	2,8	0,8
	czer.	11,6	4,9	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	5,6	3,2	2,5
	lip.	7,5	6,6	0,9	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,5	3,7	0,8
	sier.	2,9	2,2	0,8	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	2,0	-1,6
	wrze.	8,2	2,3	5,9	0,4	0,0	0,4	1,1	0,1	1,0	6,7	2,2	4,5
	paź.	8,3	1,6	6,8	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,4	4,2
	list.	17,0	3,9	13,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,1	0,4	14,4	3,9	10,5
	gru.	10,9	7,4	3,5	1,3	4,3	-3,0	1,9	0,4	1,5	7,7	2,6	5,0
2006	sty.	4,8	0,8	4,1	3,3	0,0	3,3	0,2	0,0	0,2	1,3	0,7	0,6
	luty	1,7	1,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	1,3	1,6	-0,3
	marz.	9,1	5,4	3,7	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,1	3,3	5,4	-2,1
	kwie.	5,8	0,5	5,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	5,8	0,3	5,5
	maj	8,6	2,2	6,4	1,9	0,0	1,8	0,2	0,0	0,2	6,5	2,2	4,4
	czer.	9,4	2,7	6,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	8,6	2,4	6,2
	lip.	13,4	6,6	6,8	4,5	0,0	4,5	5,0	3,5	1,5	3,9	3,1	0,8
	sier.	3,2	1,8	1,4	0,4	0,0	0,4	0,0	0,1	-0,1	2,7	1,6	1,0
	wrze.	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
	paź.	5,8	1,2	4,6	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,8	1,2	1,6
	list.	6,9	2,1	4,8	3,1	0,0	3,1	0,4	0,2	0,3	3,3	1,9	1,5
	gru.	17,6	5,1	12,5	0,9	0,3	0,5	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,5
2007	sty.	5,4	3,9	1,5	0,5	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3	4,6	3,8	0,8
	luty	8,4	2,0	6,4	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
	marz.	6,2	1,7	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	0,4	3,3	2,4	1,4	1,0

C20 Emisje brutto akcji dopuszczonych do obrotu w podziale według sektora emitenta

(miliardy EUR; transakcje w ciągu miesiąca; wartości rynkowe)



Źródło: EBC.
1) Opis metody wyliczania stóp wzrostu znajduje się w Uwagach technicznych.

4.5 Oprocentowanie depozytów i kredytów MIF denominowanych w euro dla rezydentów strefy euro [1]

(oprocentowanie w skali roku, stanu na koniec okresu; nowe umowy jako średnie za dany okres, jeżeli nie zaznaczono inaczej)

1. Oprocentowanie depozytów (nowe umowy)

		Depozyty gospodarstw domowych						Deozyty przedsiębiorstw				Operacje z przyrzeczeniem odkupu
		Bieżące [2]	Terminowe			Z terminem wypowiedzenia [2], [3]		Bieżące [2]	Terminowe			
			Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 2 lat	Powyżej 2 lat	Do 3 miesięcy	Powyżej 3 miesięcy		Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 2 lat	Powyżej 2 lat	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	kwi.	0,79	2,40	2,81	2,49	2,00	2,42	1,16	2,51	2,93	3,71	2,49
	maj	0,79	2,45	2,86	2,48	2,00	2,48	1,18	2,58	3,18	3,38	2,48
	czer.	0,81	2,57	2,88	2,57	2,04	2,53	1,22	2,70	3,22	3,27	2,65
	lip.	0,81	2,70	3,04	2,80	2,08	2,58	1,24	2,78	3,31	3,99	2,76
	sier.	0,85	2,79	2,97	2,82	2,23	2,63	1,32	2,92	3,25	3,78	2,86
	wrz.	0,86	2,87	3,15	2,66	2,26	2,68	1,36	2,99	3,45	3,82	2,96
	paź.	0,90	3,04	3,30	2,87	2,30	2,75	1,45	3,19	3,58	4,24	3,14
	list.	0,91	3,10	3,34	2,80	2,30	2,81	1,49	3,26	3,47	3,66	3,23
	gru.	0,92	3,27	3,31	2,79	2,38	2,87	1,51	3,47	4,99	3,88	3,41
2007	sty.	0,98	3,33	3,48	2,92	2,35	2,98	1,61	3,49	3,91	4,07	3,46
	luty	1,00	3,37	3,64	2,73	2,35	3,07	1,64	3,48	3,80	4,15	3,47
	mar.	1,02	3,52	3,65	2,72	2,39	3,14	1,70	3,66	3,84	3,69	3,64

2. Oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych (nowe umowy)

		Rachunki bieżące [2]	Kredytyi i pożyczki na cele konsumpcyjne				Kredyty na cele mieszkaniowe					Pozostałe kredyty i pożyczki wg pierwotnej stawki oprocentowania		
			Ze względu na okres trwania pierwotnej stawki oprocentowania			Stopa rzeczywista [4]	Ze względu na okres trwania pierwotnej stawki oprocentowania				Stopa rzeczywista [4]			
			Stopa zmienna do roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat		Stopa zmienna do roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat do 10 lat	Powyżej 10 lat		Stopa zmienna do roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	kwi.	9,76	7,06	6,31	7,92	7,76	3,84	4,07	4,33	4,17	4,29	4,30	4,85	4,62
	maj	9,78	7,24	6,23	7,89	7,77	3,90	4,15	4,40	4,19	4,34	4,43	5,05	4,76
	czer.	9,84	7,11	6,31	7,82	7,71	4,00	4,19	4,48	4,25	4,42	4,52	5,09	4,71
	lip.	9,86	7,33	6,33	8,02	7,87	4,11	4,23	4,52	4,34	4,52	4,55	5,24	4,74
	sier.	9,95	7,86	6,39	8,15	8,12	4,21	4,36	4,60	4,39	4,59	4,65	5,26	4,94
	wrz.	10,06	7,86	6,26	8,09	7,98	4,30	4,36	4,61	4,44	4,65	4,76	5,30	4,98
	paź.	10,04	7,50	6,02	8,17	7,77	4,42	4,45	4,58	4,46	4,72	4,93	5,18	4,80
	list.	10,08	7,66	6,16	8,15	7,83	4,49	4,50	4,58	4,47	4,76	4,97	5,25	4,90
	gru.	10,03	7,56	6,08	7,97	7,72	4,55	4,58	4,56	4,49	4,80	4,93	5,23	4,82
2007	sty.	10,15	7,63	6,71	8,39	8,26	4,67	4,60	4,60	4,50	4,83	5,13	5,43	4,92
	luty	10,33	7,69	6,86	8,27	8,30	4,71	4,71	4,70	4,61	4,90	5,27	5,38	5,14
	mar.	10,37	7,50	6,71	8,33	8,18	4,78	4,78	4,70	4,60	4,95	5,25	5,58	5,17

3. Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw (nowe umowy)

		Rachunki bieżące [2]	Pozostałe kredyty i pożyczki do 1 miliona EUR wg pierwotnej stawki oprocentowania			Pozostałe kredyty i pożyczki powyżej 1 miliona EUR wg pierwotnej stawki oprocentowania		
			Stopa zmienna do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat	Stopa zmienna do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat
		1	2	3	4	5	6	7
2006	kwi.	5,40	4,34	4,73	4,15	3,51	3,94	4,22
	maj	5,36	4,38	4,83	4,26	3,57	4,13	4,32
	czer.	5,45	4,47	4,84	4,33	3,74	4,12	4,23
	lip.	5,52	4,57	4,99	4,38	3,84	4,21	4,36
	sier.	5,56	4,70	5,09	4,60	3,97	4,33	4,49
	wrz.	5,69	4,75	5,02	4,54	4,02	4,41	4,47
	paź.	5,76	4,91	5,16	4,57	4,24	4,37	4,45
	list.	5,82	5,00	5,24	4,68	4,31	4,62	4,58
	gru.	5,80	5,08	5,23	4,71	4,50	4,77	4,63
2007	sty.	5,94	5,16	5,31	4,69	4,44	4,67	4,71
	luty	6,03	5,21	5,44	4,86	4,50	4,69	4,71
	mar.	6,07	5,30	5,43	4,83	4,69	4,81	4,84

Źródło: EBC.

1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Szczegółowe informacje przedstawiono w Uwagach Ogólnych.

2) Dla tej kategorii instrumentów nowe umowy i stany na koniec okresu są zbieżne. Koniec okresu.

3) Dla tej kategorii instrumentów gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa są połączone i przydzielone do sektora gospodarstw domowych, ponieważ kwoty należne od przedsiębiorstw są nieistotne w porównaniu z kwotami należnymi od sektora gospodarstw domowych we wszystkich uczestniczących państwach członkowskich.

4) Stopa rzeczywista jest średnią ważoną stawką ze wszystkich okresów wymagalności i równa jest całkowitym kosztom kredytów. Do tych kosztów całkowitych należy składnik oprocentowania i składnik innych (związanych) opłat, takich jak koszty badań, koszty administracyjne, opracowania dokumentacji, koszty gwarancji itp.

4.5 Oprocentowanie depozytów i kredytów MIF denominowanych w euro dla rezydentów strefy euro

(oprocentowanie w skali roku, stany na koniec okresu; nowe umowy jako średnie za dany okres, jeżeli nie zaznaczono inaczej)

4. Oprocentowanie depozytów (stany na koniec okresu)

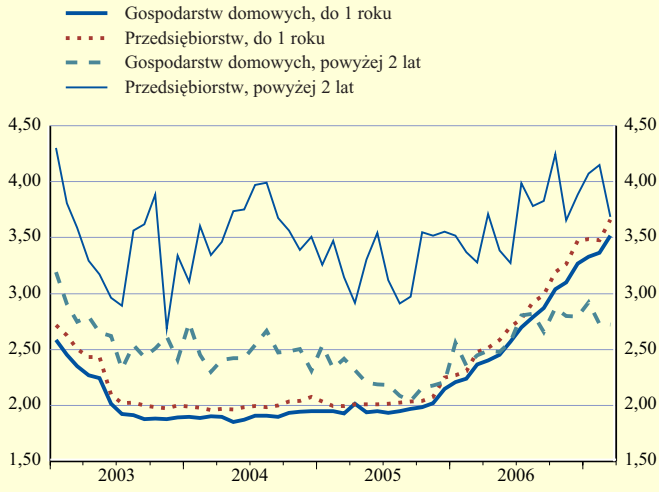
		Depozyty gospodarstw domowych					Depozyty przedsiębiorstw			Operacje z przyrzeczeniem odkupu
		Bieżące [1]	Terminowe		Z terminem wypowiedzenia [1] [2]		Bieżące [1]	Terminowe		
			Do 2 lat	Powyżej 2 lat	Do 3 miesięcy	Powyżej 3 miesięcy		Do 2 lat	Powyżej 2 lat	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006	kwi.	0,79	2,21	3,01	2,00	2,42	1,16	2,53	3,51	2,42
	maj	0,79	2,27	3,05	2,00	2,48	1,18	2,59	3,52	2,49
	czer.	0,81	2,34	3,08	2,04	2,53	1,22	2,72	3,53	2,63
	lip.	0,81	2,43	3,03	2,08	2,58	1,24	2,80	3,57	2,71
	sier.	0,85	2,52	3,05	2,23	2,63	1,32	2,93	3,64	2,81
	wrz.	0,86	2,59	3,08	2,26	2,68	1,36	3,00	3,69	2,90
	paź.	0,90	2,69	3,10	2,30	2,75	1,45	3,15	3,80	3,05
	list.	0,91	2,78	3,05	2,30	2,81	1,49	3,24	3,80	3,14
	gru.	0,92	2,89	3,05	2,38	2,87	1,51	3,42	3,88	3,29
2007	sty.	0,98	2,99	3,06	2,35	2,98	1,61	3,45	3,91	3,36
	luty	1,00	3,07	3,12	2,35	3,07	1,64	3,49	3,92	3,41
	mar.	1,02	3,16	3,04	2,39	3,14	1,70	3,61	3,93	3,54

5. Oprocentowanie kredytów (stany na koniec okresu)

		Kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych						Kredyty i pożyczki dla przedsiębiorstw		
		Kredyty na cele mieszkaniowe z terminem pierwotnym			Kredyty i pożyczki na cele konsumpcyjne oraz pozostałe kredyty i pożyczki			Z terminem pierwotnym		
		Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat	Do 1 roku	Powyżej 1 roku do 5 lat	Powyżej 5 lat
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006	kwi.	4,63	4,16	4,52	8,10	6,73	5,75	4,59	4,05	4,34
	maj	4,63	4,16	4,52	8,10	6,70	5,71	4,64	4,10	4,36
	czer.	4,67	4,20	4,55	8,10	6,75	5,73	4,72	4,19	4,40
	lip.	4,68	4,21	4,57	8,15	6,71	5,82	4,81	4,27	4,45
	sier.	4,72	4,23	4,60	8,21	6,72	5,82	4,85	4,33	4,48
	wrz.	4,82	4,27	4,62	8,31	6,81	5,87	4,93	4,40	4,53
	paź.	4,90	4,29	4,65	8,36	6,81	5,88	5,07	4,51	4,57
	list.	4,98	4,33	4,68	8,34	6,81	5,91	5,14	4,59	4,63
	gru.	5,01	4,34	4,70	8,43	6,81	5,93	5,23	4,66	4,68
2007	sty.	5,05	4,38	4,72	8,55	6,84	5,95	5,30	4,76	4,77
	luty	5,11	4,46	4,79	8,67	6,95	5,96	5,37	4,83	4,83
	mar.	5,18	4,49	4,80	8,69	6,87	5,99	5,43	4,89	4,84

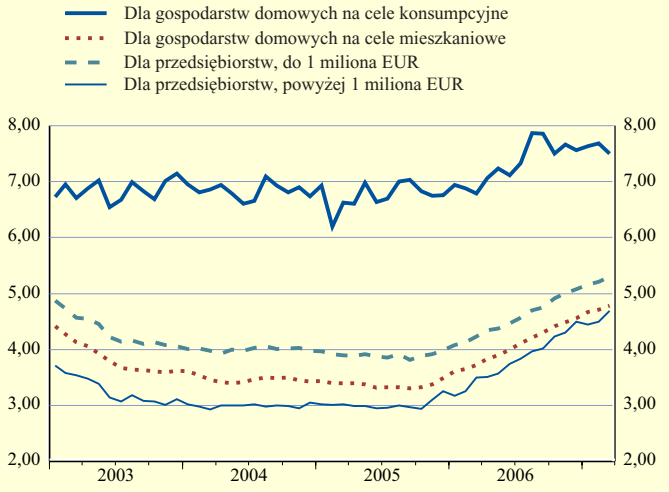
C21 Nowe depozyty terminowe

(oprocentowanie w skali roku; średnie okresowe)



C22 Nowe kredyty i pożyczki o zmiennej stopie procentowej i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do 1 roku

(oprocentowanie w skali roku z wyłączeniem opłat, średnie okresowe)



Źródło: EBC.

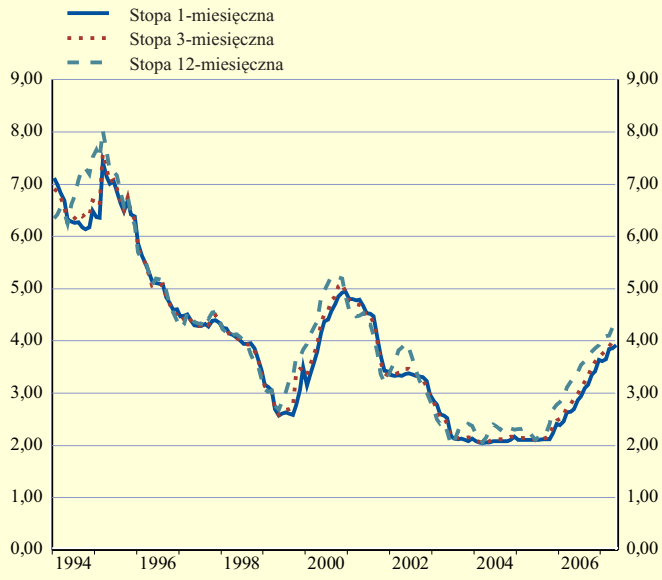
4.6 Stopy procentowe rynku pieniężnego

(stopy procentowe w skali roku, średnie za dany okres)

		Strefa euro [1), 2)]					USA	Japonia
		Depozyty bieżące (EONIA)	Depozyty 1-miesięczne (EURIBOR)	Depozyty 3-miesięczne (EURIBOR)	Depozyty 6-miesięczne (EURIBOR)	Depozyty 12-miesięczne (EURIBOR)	Depozyty 3-miesięczne (LIBOR)	Depozyty 3-miesięczne (LIBOR)
		1	2	3	4	5	6	7
2004		2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2005		2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006		2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2006	1 kw.	2,40	2,50	2,61	2,75	2,95	4,76	0,08
	2 kw.	2,63	2,74	2,90	3,06	3,32	5,21	0,21
	3 kw.	2,94	3,06	3,22	3,41	3,62	5,43	0,41
	4 kw.	3,36	3,46	3,59	3,72	3,86	5,37	0,49
2007	1 kw.	3,61	3,71	3,82	3,94	4,09	5,36	0,62
2006	maj	2,58	2,69	2,89	3,06	3,31	5,18	0,19
	czer.	2,70	2,87	2,99	3,16	3,40	5,38	0,32
	lip.	2,81	2,94	3,10	3,29	3,54	5,50	0,40
	sier.	2,97	3,09	3,23	3,41	3,62	5,42	0,41
	wrze.	3,04	3,16	3,34	3,53	3,72	5,38	0,42
	paź.	3,28	3,35	3,50	3,64	3,80	5,37	0,44
	list.	3,33	3,42	3,60	3,73	3,86	5,37	0,48
	gru.	3,50	3,64	3,68	3,79	3,92	5,36	0,56
2007	sty.	3,56	3,62	3,75	3,89	4,06	5,36	0,56
	luty	3,57	3,65	3,82	3,94	4,09	5,36	0,59
	mar.	3,69	3,84	3,89	4,00	4,11	5,35	0,71
	kwi.	3,82	3,86	3,98	4,10	4,25	5,35	0,66
	maj	3,79	3,92	4,07	4,20	4,37	5,36	0,67

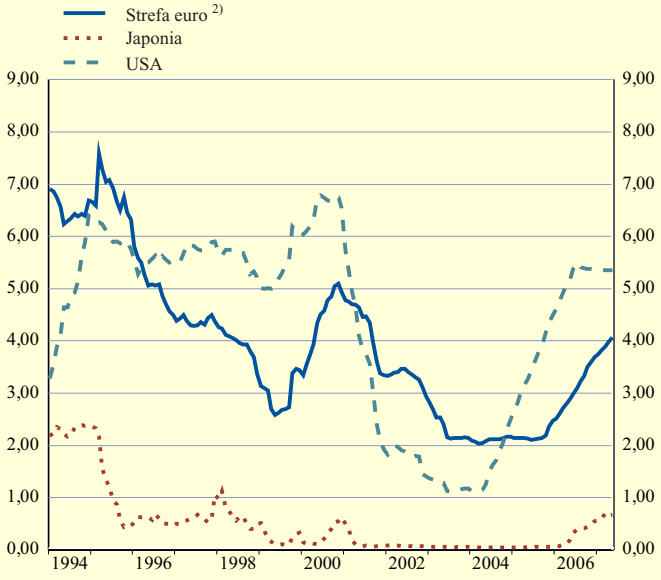
C23 Stopy procentowe rynku pieniężnego strefy euro [2)]

(w ujęciu miesięcznym; oprocentowanie w skali roku)



C24 3-miesięczne stopy procentowe rynku pieniężnego

(w ujęciu miesięcznym; oprocentowanie w skali roku)



Źródło: EBC.

1) Przed styczniem 1999 r. syntetyczne stopy procentowe dla strefy euro były obliczane na podstawie stóp krajowych ważonych PKB. Więcej informacji na ten temat znajduje się w Uwagach ogólnych.

2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

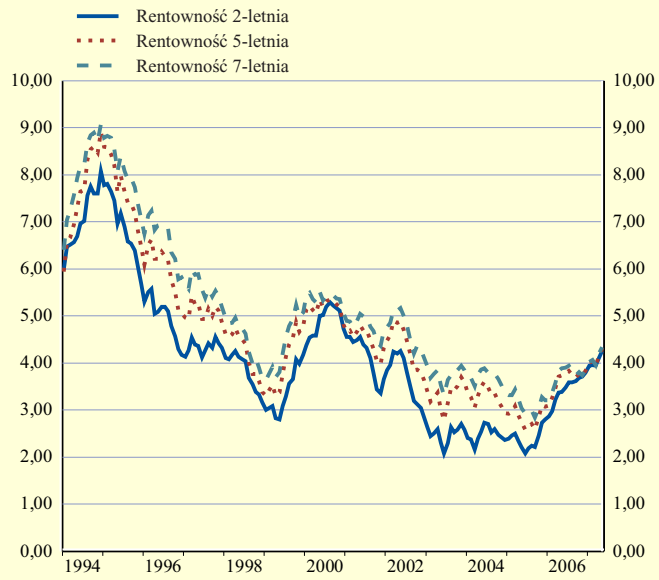
4.7 Rentowność obligacji skarbowych

(oprocentowanie w skali roku; średnie okresowe)

	Strefa euro [1), 2)]					USA	Japonia
	2-letnie	3-letnie	5-letnie	7-letnie	10-letnie	10-letnie	10-letnie
	1	2	3	4	5	6	7
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2006	3,44	3,51	3,64	3,72	3,86	4,79	1,74
2006 1 kw.	3,02	3,11	3,28	3,39	3,56	4,57	1,58
2 kw.	3,41	3,53	3,75	3,88	4,05	5,07	1,90
3 kw.	3,60	3,66	3,76	3,84	3,97	4,90	1,80
4 kw.	3,73	3,73	3,77	3,79	3,86	4,63	1,70
2007 1 kw.	3,95	3,96	3,99	4,02	4,08	4,68	1,68
2006 maj	3,38	3,52	3,74	3,89	4,06	5,10	1,91
czer.	3,47	3,59	3,78	3,91	4,08	5,10	1,87
lip.	3,58	3,69	3,84	3,94	4,10	5,10	1,91
sier.	3,59	3,65	3,75	3,83	3,97	4,88	1,81
wrze.	3,62	3,64	3,70	3,74	3,84	4,72	1,68
paź.	3,69	3,70	3,77	3,80	3,88	4,73	1,76
list.	3,71	3,70	3,73	3,74	3,80	4,60	1,70
gru.	3,79	3,79	3,83	3,84	3,90	4,57	1,64
2007 sty.	3,94	3,96	4,02	4,02	4,10	4,76	1,71
luty	3,96	3,98	4,02	4,07	4,12	4,73	1,71
mar.	3,94	3,94	3,95	3,96	4,02	4,56	1,62
kwi.	4,11	4,12	4,15	4,20	4,25	4,69	1,67
maj	4,26	4,28	4,31	4,34	4,37	4,75	1,67

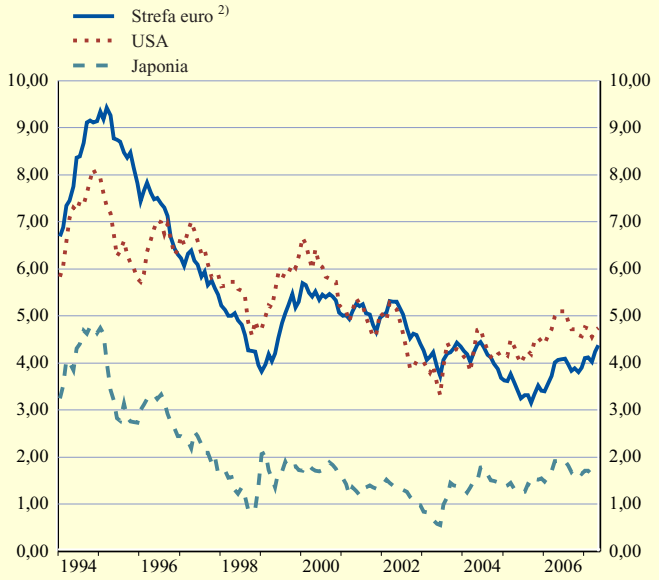
C25 Rentowność obligacji skarbowych strefy euro [2)]

(w ujęciu miesięcznym; oprocentowanie w skali roku)



C26 Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych

(w ujęciu miesięcznym; oprocentowanie w skali roku)



Źródło: EBC.
1) Do grudnia 1998 r. rentowność strefy euro jest obliczana na podstawie zharmonizowanych stóp zwrotu z narodowych obligacji skarbowych ważonych PKB. Po tej dacie wartości są nominalnymi wartościami w obiegu obligacji skarbowych w każdej grupie terminów pierwotnych.
2) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

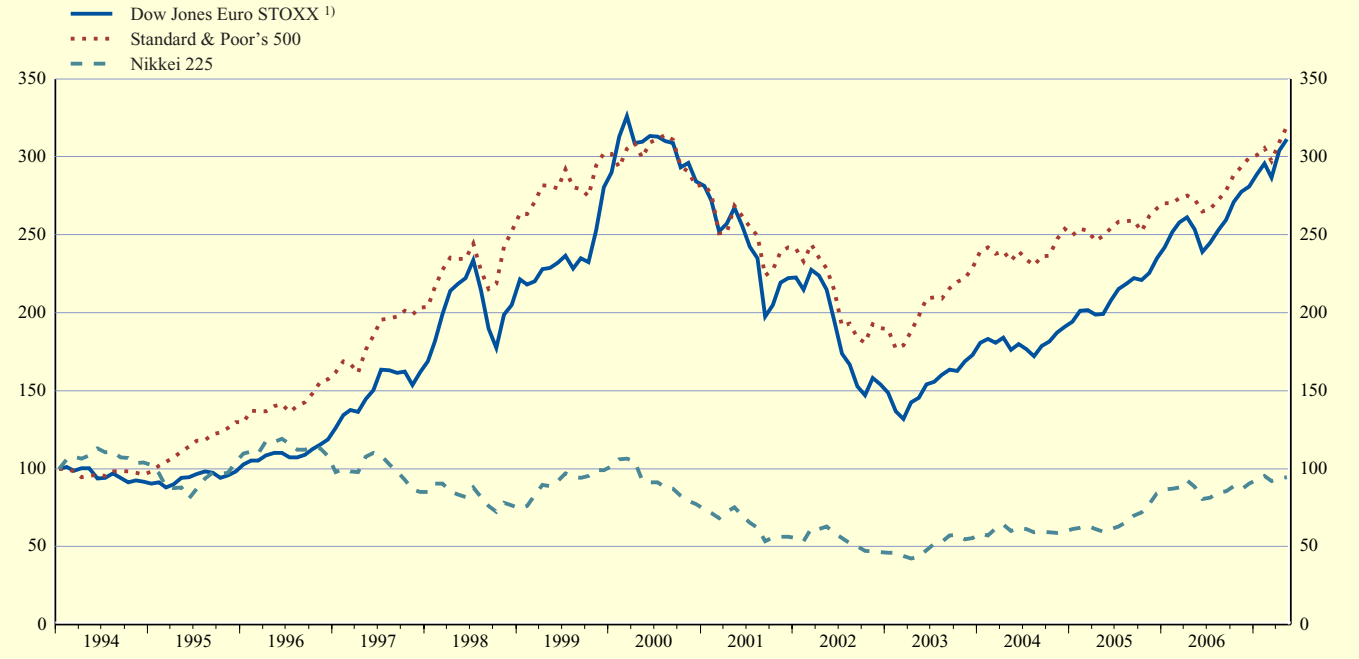
4.8 Wskaźniki giełdowe

(poziomy wskaźnika w punktach; średnie okresowe)

		Wskaźniki Dow Jones Euro STOXX [1]												USA	Japonia
		Wskaźnik		Wskaźniki dla podstawowych sektorów gospodarki											
		Broad	50	Materiały podstawowe	Konsumenckie cykliczne	Konsumenckie niecykliczne	Energia	Finansowy	Przemysłowy	Technologia	Przedsiębiorstwa użyteczności publicznej	Telekomunikacja	Opieka zdrowotna	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004		251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2005		293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006		357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.121,2
2006	1 kw.	347,6	3.729,4	373,1	199,2	286,5	423,6	358,4	379,7	354,5	413,3	415,8	522,4	1.283,2	16.207,8
	2 kw.	348,2	3.692,9	386,0	199,6	285,5	412,8	357,5	387,5	358,0	417,7	403,5	539,1	1.280,9	16.190,0
	3 kw.	350,2	3.726,8	399,7	202,0	287,9	410,1	364,7	378,4	325,8	438,1	397,8	532,9	1.288,6	15.622,2
	4 kw.	383,3	4.032,4	450,4	219,3	315,1	432,7	400,7	419,5	343,1	490,8	450,1	526,3	1.389,2	16.465,0
2007	1 kw.	402,5	4.150,5	489,9	233,3	335,7	422,8	418,6	462,7	349,4	512,3	472,8	527,2	1.424,8	17.363,9
2006	maj	351,7	3.726,8	392,2	200,9	287,9	415,8	362,7	394,5	358,9	420,4	401,0	542,2	1.289,6	16.430,7
	czer.	331,8	3.528,7	367,8	193,6	269,8	390,7	338,2	365,2	336,0	404,4	394,8	530,2	1.253,1	14.990,3
	lip.	339,6	3.617,3	389,0	196,6	277,0	409,5	348,2	369,8	321,7	415,7	393,3	548,6	1.261,2	15.133,2
	sier.	351,1	3.743,9	399,7	200,9	289,3	418,2	366,5	375,9	324,4	442,3	394,9	525,3	1.287,2	15.786,8
	wrze.	359,9	3.817,6	410,4	208,4	297,2	401,9	379,1	389,6	331,3	456,0	405,6	525,4	1.317,5	15.930,9
	paź.	375,8	3.975,8	435,6	216,9	306,8	419,4	397,5	405,6	341,1	475,6	431,1	532,2	1.363,4	16.515,7
	list.	384,8	4.052,8	451,8	220,1	319,2	438,6	401,3	420,2	343,6	490,5	456,8	517,4	1.389,4	16.103,9
	gru.	389,5	4.070,4	464,4	221,0	319,3	440,4	403,4	433,3	344,6	507,0	463,1	529,4	1.416,2	16.790,2
2007	sty.	400,4	4.157,8	476,4	229,1	328,2	426,5	419,8	452,2	350,4	505,0	485,0	538,1	1.423,9	17.270,0
	luty	410,3	4.230,2	496,6	235,9	339,4	428,2	428,3	476,2	355,3	524,7	481,0	530,4	1.445,3	17.729,4
	mar.	397,5	4.070,5	497,9	235,1	340,2	413,9	408,6	461,2	343,0	508,5	452,6	512,9	1.407,0	17.130,0
	kwi.	421,7	4.330,7	531,7	247,6	363,9	437,2	432,7	493,8	362,4	540,4	477,4	531,5	1.462,7	17.466,5
	maj	431,7	4.444,8	545,5	248,5	374,4	454,1	439,8	514,4	374,5	559,2	476,2	547,7	1.511,3	17.577,7

C27 Dow Jones EURO STOXX Broad, Standard & Poor's 500 i Nikkei 225

(styczeń 1994 = 100; średnie miesięczne)



Źródło: EBC.

1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

CENY, PRODUKCJA, POPYT I RYNKI PRACY

5.1 HICP, inne ceny i koszty

(o ile nie zaznaczono inaczej, roczne zmiany procentowe)

1. Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (*Harmonised Index of Consumer Prices – HICP*) [1]

		Ogółem					Ogółem (sezonowo skorygowane, zmiana w stosunku do poprzedniego okresu w procentach)						Uwaga: Ceny regulowane [2]	
		Index 2005 = 100	Ogółem		Towary	Usługi	Ogółem	Żywność przetworzona	Żywność nieprzetworzona	Towary przemysłowe z wyłączeniem energii	Energia (n.s.a.)	Usługi	Indeks HICP ogółem bez cen regulowanych	Ceny regulowane
				Ogółem z wyłączeniem żywności nieprzetworzonej i energii										
w % ogółem [3]		100,0	100,0	82,8	59,2	40,8	100,0	11,9	7,6	30,0	9,6	40,8	86,1	13,9
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003		95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-	2,0	2,4
2004		97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1
2005		100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2006		102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,0	3,1
2006	1 kw.	101,0	2,3	1,4	2,6	1,9	0,4	0,5	0,7	0,1	1,3	0,4	2,2	2,9
	2 kw.	102,4	2,5	1,5	2,8	2,0	0,8	0,4	0,6	0,3	3,9	0,5	2,4	3,2
	3 kw.	102,5	2,1	1,5	2,3	2,0	0,5	0,4	1,9	0,2	0,6	0,6	2,0	3,3
	4 kw.	102,8	1,8	1,6	1,6	2,1	0,0	0,8	0,8	0,3	-4,2	0,6	1,6	3,0
2007	1 kw.	102,9	1,9	1,9	1,6	2,4	0,5	0,4	-0,2	0,4	1,0	0,7	1,7	2,9
2006	gru.	103,0	1,9	1,6	1,8	2,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2	1,7	2,9
2007	sty.	102,5	1,8	1,8	1,5	2,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	1,6	3,0
	luty	102,8	1,8	1,9	1,5	2,4	0,2	0,1	-0,5	0,3	0,3	0,3	1,7	3,1
	mar.	103,5	1,9	1,9	1,7	2,4	0,2	0,1	-0,2	0,2	1,5	0,1	1,8	2,7
	kwi.	104,2	1,9	1,9	1,5	2,5	0,4	0,1	1,3	0,0	1,4	0,3	1,8	2,6
	maj [4]	.	1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

		Artykuły nieżywnościowe						Usługi					
		Żywność (łącznie z napojami alkoholowymi i tytoniem)			Artykuły nieżywnościowe z wyłączeniem nośników energii			Mieszkaniowe		Transportowe	Komunikacyjne	Rekreacyjne i osobiste	Pozostałe
		Ogółem	Żywność przetworzona	Żywność nieprzetworzona	Ogółem	Towary przemysłowe bez energii	Nośniki energii		Czynsze				
w % ogółem [3]		19,6	11,9	7,6	39,6	30,0	9,6	10,2	6,2	6,4	3,1	14,4	6,7
		14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2003		2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,4	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004		2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005		1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006		2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2006	1 kw.	1,8	2,0	1,4	3,0	0,3	12,2	2,5	2,0	2,4	-3,3	2,2	2,3
	2 kw.	2,0	2,2	1,6	3,1	0,7	11,6	2,5	2,1	2,8	-3,6	2,3	2,2
	3 kw.	2,8	2,1	3,9	2,0	0,7	6,3	2,5	2,1	2,6	-3,6	2,4	2,3
	4 kw.	2,9	2,2	4,1	1,0	0,8	1,5	2,5	2,1	2,3	-2,5	2,4	2,4
2007	1 kw.	2,5	2,1	3,1	1,1	1,1	1,1	2,6	2,0	2,9	-2,1	2,8	2,5
2006	lis.	3,0	2,2	4,4	1,1	0,8	2,1	2,5	2,1	2,3	-2,7	2,5	2,4
	gru.	2,7	2,1	3,7	1,4	0,9	2,9	2,5	2,1	2,2	-2,3	2,4	2,4
2007	sty.	2,8	2,2	3,7	0,9	0,9	0,9	2,6	2,0	2,9	-1,7	2,7	2,4
	luty	2,4	2,1	2,8	1,1	1,1	0,8	2,6	2,0	2,8	-1,8	2,8	2,6
	mar.	2,3	1,9	2,9	1,4	1,2	1,8	2,6	2,0	2,9	-2,8	2,9	2,6
	kwi.	2,7	1,9	3,9	1,0	1,1	0,4	2,7	2,1	2,6	-2,2	2,7	3,7

Źródła: Eurostat i wyliczenia EBC.

1) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

2) Dane szacunkowe EBC oparto na danych Eurostatu; próbne statystyki mogą dostarczyć jedynie przybliżonych wartości cen regulowanych, ponieważ zmiany cen regulowanycvh nie mogą być w pełni odizolowane od innych czynników. Proszę zapoznać się z uwagą wyjaśniającą metodologię zastosowaną przy tworzeniu tego wskaźnika http://www.ecb.int/stats/prices/hicp/html/index.en.html.

3) Odnosi się do okresu wskaźnika 2007 r.

4) Dane szacunkowe oparte na wstępnych publikacjach krajowych z reguły obejmujących 95% strefy euro, jak również na wstępnych informacjach dotyczących cen energii.

5.1 HICP, inne ceny i koszty

(o ile nie zaznaczono inaczej, roczne zmiany procentowe)

2. Ceny producentów, ceny budownictwa i nieruchomości mieszkaniowych oraz ceny towarów

	Ceny producentów z wyłączeniem budownictwa										Budownictwo[1]	Ceny nieruchomości mieszkaniowych[2]	Ceny surowców na rynku światowym[3]		Ceny ropy[4] (EUR za baryłkę)
	Ogółem (wskaźnik 2000=100)	Ogółem		Przemysł z wyłączeniem budownictwa i energii						Nośniki enegii			Ogółem		
			Przetwórstwo przemysłowe	Ogółem	Dobra zaopatrzeniowe	Dobra inwestycyjne	Ogółem							Ogółem z wyłączeniem energii	
							Ogółem	Dobra trwałego użytku	Pozostałe dobra konsumpcyjne						
w % ogółem[5]	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,7	2,1	7,0	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,8	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,4	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,3	1,1	1,3	1,1	13,4	3,1	7,9	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,2	.	6,4	19,7	24,8	52,9
2006 1 kw.	113,9	5,2	3,2	1,7	2,2	1,0	1,5	1,4	1,5	18,8	2,6	-	36,4	23,6	52,3
2 kw.	115,8	5,8	3,9	2,6	4,4	1,2	1,7	1,6	1,8	17,3	3,4	6,9[6]	30,0	26,2	56,2
3 kw.	116,9	5,4	3,7	3,6	6,3	1,7	1,9	1,8	1,9	11,7	3,5	-	13,4	26,6	55,7
4 kw.	116,6	4,1	2,8	3,5	6,2	1,8	1,6	1,7	1,6	6,1	.	6,0[6]	3,9	23,0	47,3
2007 1 kw.	117,3	2,9	2,5	3,4	6,0	2,0	1,5	2,0	1,5	1,3	.	-	-5,5	15,7	44,8
2006 gru.	116,6	4,1	2,9	3,4	6,1	1,8	1,4	1,7	1,4	6,2	-	-	3,2	17,7	47,4
2007 sty.	116,9	3,1	2,4	3,5	6,2	2,0	1,5	1,9	1,4	1,7	-	-	-9,6	15,6	42,2
luty	117,3	2,9	2,5	3,5	6,0	2,1	1,6	2,0	1,6	1,2	-	-	-4,6	13,9	44,9
mar.	117,6	2,8	2,6	3,4	5,9	2,0	1,5	1,9	1,4	0,9	-	-	-2,3	17,6	47,3
kwi.	118,2	2,4	2,6	3,4	5,8	2,0	1,6	1,8	1,6	-0,7	-	-	-5,6	15,3	50,2
maj	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	-3,9	11,9	50,3

3. Wskaźniki kosztów pracy na godzinę[7]

	Ogółem (wskaźnik s.s. 2000 = 100)	Ogółem	Wg składnika na ubezpieczenia społeczne		Ze względu na wybrane rodzaje działalności gospodarczej			Uwaga: Wskaźnik negocjowanego wynagrodzenia
			Wynagrodzenia	Składki pracodawców	Górnictwo, przetwórstwo przemysłowe i energia	Budownictwo	Usługi	
w % ogółem[5]	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	110,8	3,1	2,9	3,8	3,1	3,8	2,9	2,4
2004	113,5	2,4	2,3	2,3	2,8	2,7	2,0	2,1
2005	116,2	2,4	2,6	1,9	2,5	2,2	2,4	2,1
2006	119,1	2,5	2,8	1,9	2,8	2,2	2,4	2,2
2006 1 kw.	118,0	2,5	2,9	1,2	2,7	2,4	2,4	2,1
2 kw.	118,7	2,6	2,9	2,0	3,2	1,7	2,4	2,4
3 kw.	119,5	2,5	2,7	2,2	3,1	1,9	2,2	2,0
4 kw.	120,2	2,4	2,5	2,2	2,2	2,6	2,5	2,4
2007 1 kw.	.	.	.	.	.	.	.	1,9

Źródła: Eurostat, HWWA (kolumny 13 i 14, tabela 2 w części 5.1), obliczenia EBC oparte na danych Thomson Financial Datastream (kolumna 15, tabela 2 w części 5.1), obliczenia EBC oparte na danych Eurostatu (kolumna 6, tabela 2 w części 5.1 i kolumna 7, tabela 3 w części 5.1) oraz wyliczenia EBC (kolumna 12, tabela 2 w części 5.1 oraz kolumna 8, tabela 3 w części 5.1).

1) Budynki mieszkalne, w oparciu o dane niezharmonizowane.
2) Wskaźnik cen nieruchomości mieszkaniowych oparty na danych niezharmonizowanych.
3) Odnosi się do cen denominowanych w euro.
4) Brent Blend (dla jednomiesięcznej dostawy terminowej).
5) W 2000 r.
6) Dane kwartalne dotyczące drugiego (czwartego) kwartału odnoszą się do półrocznych średnich dla pierwszej (drugiej) połowy roku. Ponieważ pewne dane krajowe dostępne są jedynie raz w roku, szacunkowe dane półroczne zostały częściowo zaczerpnięte z wyników rocznych. Dlatego też dane półroczne są mniej dokładne niż dane roczne.
7) Jednostkowe koszty pracy w całej gospodarce, z wyłączeniem rolnictwa, administracji publicznej, sektora edukacji, opieki zdrowotnej i usług niesklasyfikowanych w innym miejscu. Ze względu na różnice w zakresie dane szacunkowe dotyczące składników nie sumują się w wartości ogółem.

5.1 HICP, inne ceny i koszty

(roczne zmiany procentowe, o ile nie zaznaczono inaczej)

4. Jednostkowe koszty pracy, wynagrodzenie na pracownika i wydajność pracy

(skorygowane o efekty sezonowe)

	Ogółem (wskaźnik skorygowany o efekty sezonowe 2000 = 100)	Ogółem	Ze względu na typ prowadzonej działalności gospodarczej					
			Rolnictwo, łowiectwo, leśnictwo, i rybołówstwo	Górnictwo, przetwórstwo przemysłowe i energia	Budownictwo	Handel, naprawy, hotele i restauracje, transport i komunikacja	Usługi finansowe, nieruchomości i najem, usługi biznesowe	Administracja publiczna, edukacja, opieka zdrowotna i pozostałe usługi
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Jednostkowe koszty pracy[1]							
2003	106,5	1,8	5,9	0,2	3,2	2,1	1,5	2,8
2004	107,7	1,1	-9,3	0,2	3,4	-0,1	2,3	2,5
2005	108,7	0,9	7,2	-1,2	3,4	0,3	1,8	1,9
2006	109,5	0,8	5,1	-1,7	0,9	0,5	2,4	2,2
2005 4 kw.	109,3	0,9	9,2	-2,0	2,1	0,1	2,1	2,7
2006 1 kw.	109,4	0,9	6,5	-1,5	1,3	0,4	2,6	2,2
2 kw.	109,8	1,1	6,0	-1,5	-0,2	0,8	1,8	3,1
3 kw.	109,6	1,1	5,9	-1,6	0,6	0,4	3,0	2,5
4 kw.	109,3	0,0	2,0	-2,1	1,8	0,3	2,3	0,8
	Wynagrodzenie na pracownika							
2003	107,5	2,1	2,3	2,1	2,7	1,9	2,5	2,0
2004	109,8	2,2	2,4	2,7	2,5	1,5	1,9	2,5
2005	111,8	1,7	3,2	1,5	2,3	1,6	2,0	1,9
2006	114,2	2,2	3,1	2,5	2,7	2,1	1,6	2,2
2005 4 kw.	112,8	2,2	3,2	1,6	2,4	1,6	1,8	3,3
2006 1 kw.	113,4	2,2	2,6	2,5	2,8	2,1	1,6	2,3
2 kw.	114,2	2,5	2,9	2,5	2,4	2,4	1,1	3,2
3 kw.	114,5	2,4	4,0	2,7	2,4	1,9	1,8	2,6
4 kw.	114,8	1,7	3,0	2,4	3,4	2,1	2,0	0,5
	Wydajność pracy[2]							
2003	100,9	0,3	-3,3	1,9	-0,5	-0,2	1,0	-0,8
2004	102,0	1,1	12,9	2,5	-0,9	1,6	-0,4	0,1
2005	102,8	0,8	-3,8	2,7	-1,1	1,3	0,2	0,0
2006	104,3	1,4	-1,8	4,3	1,9	1,7	-0,8	0,0
2005 4 kw.	103,2	1,2	-5,5	3,7	0,3	1,4	-0,3	0,6
2006 1 kw.	103,6	1,3	-3,7	4,1	1,5	1,8	-0,9	0,1
2 kw.	104,1	1,4	-2,9	4,1	2,6	1,6	-0,7	0,1
3 kw.	104,4	1,3	-1,8	4,3	1,8	1,6	-1,2	0,0
4 kw.	105,0	1,7	1,0	4,6	1,5	1,8	-0,3	-0,2

5. Deflatory produktu krajowego brutto

	Ogółem (wskaźnik 2000 = 100)	Ogółem	Popyt krajowy				Eksport [3]	Import [3]
			Ogółem	Spożycie prywatne	Spożycie publiczne	Nakłady brutto na środki trwałe		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	107,3	2,1	2,0	2,1	2,4	1,2	-1,2	-1,8
2004	109,4	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,1	1,5
2005	111,4	1,9	2,2	2,0	2,4	2,3	2,7	3,7
2006	113,3	1,8	2,3	2,2	1,9	2,7	2,6	4,0
2006 1 kw.	112,5	1,7	2,7	2,4	2,3	2,3	2,8	5,4
2 kw.	113,1	1,8	2,6	2,4	2,8	2,8	3,0	5,1
3 kw.	113,7	1,9	2,2	2,1	1,9	2,9	2,7	3,5
4 kw.	114,2	1,7	1,7	1,8	0,5	2,9	1,8	2,0
2007 1 kw.	115,3	2,5	1,7	1,7	1,3	3,1	2,3	0,4

Źródła: obliczenie EBC oparte na danych Eurostat.
1) Wynagrodzenia (w cenach bieżących) na pracownika podzielone przez wartość dodaną (wielkość) na osobę zatrudnioną.
2) Wartość dodana (wielkość) na osobę zatrudnioną.
3) Deflatory dla eksportu i importu dotyczą towarów i usług i obejmują handel międzynarodowy wewnątrz strefy euro.

1. PKB i składniki kosztowe

	PKB								
	Ogółem	Popyt krajowy					Saldo rozliczeń zagranicznych [1]		
		Ogółem	Spożycie prywatne	Spożycie publiczne	Nakłady brutto na środki trwałe	Zmiany stanu zapasów [2]	Ogółem	Eksport [1]	Import [1]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Ceny bieżące (miliardy EUR, skorygowane sezonowo)								
2003	7.486,4	7.329,9	4.291,7	1.531,5	1.504,7	1,9	156,6	2.638,4	2.481,9
2004	7.766,0	7.607,3	4.442,2	1.586,1	1.571,1	7,9	158,7	2.838,8	2.680,1
2005	8.037,7	7.919,1	4.602,0	1.648,0	1.651,8	17,3	118,6	3.044,6	2.926,0
2006	8.412,3	8.309,4	4.784,9	1.712,7	1.783,9	27,9	102,9	3.387,8	3.284,9
2006 1 kw.	2.061,3	2.043,6	1.180,1	422,8	430,1	10,5	17,6	819,5	801,9
2 kw.	2.091,5	2.069,5	1.190,5	428,3	443,3	7,4	22,1	834,2	812,1
3 kw.	2.116,0	2.095,2	1.203,6	429,4	450,6	11,6	20,8	852,0	831,2
4 kw.	2.143,5	2.101,1	1.210,6	432,2	459,9	-1,7	42,4	882,0	839,6
2007 1 kw.	2.176,8	2.141,7	1.215,5	436,7	475,4	14,1	35,1	891,0	855,9
	procent PKB								
2006	100,0	98,8	56,9	20,4	21,2	0,3	1,2	-	-
	Wartości wyliczane łańcuchowo (ceny z poprzedniego roku, skorygowane sezonowo)[3]								
	Zmiany kwartał do kwartału w procentach								
2006 1 kw.	0,9	0,5	0,5	1,1	1,2	-	-	3,6	2,7
2 kw.	0,9	0,8	0,3	0,1	2,1	-	-	1,0	0,8
3 kw.	0,6	0,8	0,7	0,6	1,0	-	-	1,4	2,1
4 kw.	0,9	0,1	0,4	0,4	1,5	-	-	3,5	1,7
2007 1 kw.	0,6	1,1	-0,1	0,8	2,5	-	-	0,3	1,6
	Roczne zmiany w procentach								
2003	0,8	1,5	1,2	1,8	1,1	-	-	1,1	3,1
2004	2,0	1,9	1,5	1,4	2,3	-	-	6,9	6,8
2005	1,5	1,7	1,5	1,4	2,6	-	-	4,2	5,0
2006	2,7	2,5	1,7	2,0	4,9	-	-	8,3	7,9
2006 1 kw.	2,4	2,4	1,7	2,2	4,3	-	-	9,1	9,4
2 kw.	2,9	2,6	1,7	1,7	5,5	-	-	8,1	7,7
3 kw.	2,8	3,0	1,7	1,9	4,9	-	-	6,9	7,5
4 kw.	3,3	2,4	1,9	2,2	5,9	-	-	9,8	7,5
2007 1 kw.	3,0	3,0	1,3	1,9	7,2	-	-	6,3	6,3
	Udział kwartał do kwartału w zmianach procentowych PKB w punktach procentowych								
2006 1 kw.	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,4	-	-
2 kw.	0,9	0,8	0,2	0,0	0,4	0,2	0,1	-	-
3 kw.	0,6	0,8	0,4	0,1	0,2	0,1	-0,2	-	-
4 kw.	0,9	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,4	0,7	-	-
2007 1 kw.	0,6	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,5	-0,5	-	-
	Udział w rocznych zmianach procentowych PKB w punktach procentowych								
2003	0,8	1,4	0,7	0,4	0,2	0,2	-0,7	-	-
2004	2,0	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,5	1,7	0,9	0,3	0,5	0,0	-0,2	-	-
2006	2,7	2,5	1,0	0,4	1,0	0,1	0,3	-	-
2006 1 kw.	2,4	2,3	1,0	0,4	0,9	0,0	0,0	-	-
2 kw.	2,9	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,3	-	-
3 kw.	2,8	2,9	1,0	0,4	1,0	0,6	-0,1	-	-
4 kw.	3,3	2,4	1,1	0,5	1,2	-0,4	1,0	-	-
2007 1 kw.	3,0	3,0	0,7	0,4	1,5	0,4	0,1	-	-

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.
1) Eksport i import obejmuje towary i usługi oraz handel międzynarodowy wewnątrz strefy euro. Dane te nie są w pełni zbieżne z tabelą 1 w części 7.3.
2) Włączając nabycie pomniejszone o zbycie papierów wartościowych.
3) Dane roczne nie uwzględniają różnic w liczbie dni roboczych.

5.2 Produkcja i popyt

2. Wartość dodana wg typu prowadzonej działalności gospodarczej

	Wartość dodana brutto (ceny podstawowe)							Podatki pomniejszone o dotacje do produktów
	Ogółem	Rolnictwo, łowiectwo, leśnictwo i rybołówstwo	Górnictwo, przetwórstwo przemysłowe i energia	Budownictwo	Handel, naprawy, hotele i restauracje, transport i komunikacja	Usługi finansowe, nieruchomości i najem, usługi biznesowe	Administracja publiczna, edukacja, opieka zdrowotna i usługi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Ceny bieżące (miliardy EUR, skorygowane sezonowo)							
2003	6.725,3	152,6	1.392,3	391,6	1.426,9	1.830,3	1.531,6	761,2
2004	6.969,8	157,8	1.421,1	412,8	1.482,9	1.906,1	1.589,0	796,3
2005	7.199,3	145,6	1.458,4	438,2	1.525,8	1.985,8	1.645,6	838,4
2006	7.508,8	143,7	1.527,0	481,3	1.575,7	2.081,7	1.699,4	903,5
2006 1 kw.	1.840,7	35,2	374,3	115,2	386,9	510,0	419,1	220,6
2 kw.	1.867,5	35,6	379,0	118,6	391,8	517,1	425,4	224,0
3 kw.	1.891,3	36,1	385,3	122,2	397,1	524,4	426,3	224,8
4 kw.	1.909,3	36,8	388,5	125,3	400,0	530,2	428,5	234,2
2007 1 kw.	1.936,4	36,3	397,0	128,9	402,2	538,9	433,0	240,4
	procent wartości dodanej							
2006	100,0	1,9	20,3	6,4	21,0	27,7	22,6	-
	Wartości wyliczane łańcuchowo (ceny z poprzedniego roku, skorygowane sezonowo)[1]							
	Zmiany kwartał do kwartału w procentach							
2006 1 kw.	0,8	-2,5	1,5	0,0	0,7	1,0	0,5	1,7
2 kw.	1,0	0,3	1,3	2,6	1,2	1,1	0,3	0,0
3 kw.	0,6	-0,2	1,0	1,2	0,6	0,4	0,2	0,8
4 kw.	0,7	2,3	0,6	1,5	0,7	0,7	0,3	2,7
2007 1 kw.	0,8	-1,7	1,1	1,9	0,4	0,9	0,5	-0,6
	Roczne zmiany w procentach							
2003	0,7	-5,9	0,4	0,3	0,4	1,6	1,0	1,4
2004	2,1	11,4	1,8	0,8	2,9	1,8	1,3	1,7
2005	1,5	-5,0	1,1	1,5	1,8	2,2	1,3	1,6
2006	2,6	-1,9	3,8	4,4	2,7	2,6	1,3	3,9
2006 1 kw.	2,2	-3,2	3,4	3,7	2,4	2,0	1,3	3,6
2 kw.	2,8	-1,8	4,0	4,6	3,0	2,9	1,4	3,6
3 kw.	2,8	-2,5	4,3	4,9	2,9	2,7	1,4	3,1
4 kw.	3,1	-0,2	4,4	5,3	3,3	3,2	1,3	5,3
2007 1 kw.	3,1	0,6	4,0	7,4	2,9	3,1	1,3	2,8
	Udział kwartał do kwartału w zmianach procentowych wartości dodanej w punktach procentowych							
2006 1 kw.	0,8	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	-
2 kw.	1,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	-
3 kw.	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-
4 kw.	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2007 1 kw.	0,8	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-
	Udział w rocznych zmianach procentowych wartości dodanej w punktach procentowych							
2003	0,7	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,1	0,3	0,4	0,0	0,6	0,5	0,3	-
2005	1,5	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,6	0,3	-
2006	2,6	0,0	0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	-
2006 1 kw.	2,2	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,5	0,3	-
2 kw.	2,8	0,0	0,8	0,3	0,6	0,8	0,3	-
3 kw.	2,8	-0,1	0,9	0,3	0,6	0,7	0,3	-
4 kw.	3,1	0,0	0,9	0,3	0,7	0,9	0,3	-
2007 1 kw.	3,1	0,0	0,8	0,5	0,6	0,9	0,3	-

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC.
1) Dane roczne nie uwzględniają różnic w liczbie dni roboczych.

5.2 Produkcja i popyt

(roczne zmiany procentowe, jeżeli nie zaznaczono inaczej)

3. Produkcja przemysłowa

	Ogółem	Przemysł z wyłączeniem budownictwa										Budownictwo
		(wskaźnik s.s. 2000 =100)	Ogółem	Przetwórstwo przemysłowe	Przemysł z wyłączeniem budownictwa i energii						Energia	
					Ogółem	Dobra zaopatrzeniowe	Dobra inwestycyjne	Dobra konsumpcyjne				
								Ogółem	Dobra trwałego użytku	Pozostałe dobra konsumpcyjne		
w % ogółem[1]	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	2,1	102,4	2,1	2,1	2,0	2,3	3,3	0,5	0,1	0,6	2,0	-0,5
2005	1,1	103,8	1,3	1,3	1,1	0,9	2,8	0,5	-0,9	0,7	1,3	-0,4
2006	3,8	108,0	4,0	4,4	4,4	5,0	5,9	2,4	4,2	2,1	0,7	4,2
2006 1 kw.	3,9	106,3	3,5	3,7	3,6	3,0	5,4	2,2	2,4	2,2	4,0	1,7
2 kw.	3,2	107,6	4,3	4,4	4,7	5,7	5,7	2,6	3,7	2,4	0,9	3,7
3 kw.	4,2	108,6	4,2	4,5	4,4	5,8	5,7	1,7	5,1	1,1	1,5	4,4
4 kw.	4,1	109,3	4,0	4,9	4,9	5,3	6,7	3,1	5,5	2,7	-3,3	6,7
2006 paź.	4,2	108,7	4,1	4,7	4,9	5,4	6,0	3,0	5,0	2,6	-1,6	5,2
lis.	3,8	108,9	3,0	4,0	3,8	3,5	6,5	2,4	5,3	1,9	-3,9	6,6
gru.	4,4	110,3	4,8	6,0	6,0	7,3	7,7	3,9	6,5	3,5	-4,2	8,6
2007 sty.	3,4	109,7	3,3	5,4	5,6	5,5	7,0	3,6	3,8	3,5	-7,5	8,6
luty	4,8	110,2	3,9	5,8	6,0	7,2	7,4	2,5	5,0	2,1	-7,3	11,5
mar.	4,8	110,7	3,7	5,3	5,5	6,4	6,4	3,2	3,9	3,1	-7,4	11,1
	Zmiany miesiąc do miesiąca w procentach											
2006 paź.	0,0	-	0,1	0,3	0,3	0,6	-0,1	0,5	0,2	0,5	-2,1	0,9
lis.	0,6	-	0,3	0,5	0,4	0,1	1,4	0,1	1,3	-0,1	0,5	0,9
gru.	1,0	-	1,3	1,3	1,5	2,1	0,8	1,2	0,9	1,2	1,8	0,8
2007 sty.	-0,4	-	-0,6	-0,1	-0,1	-0,6	0,3	-0,4	-1,5	-0,2	-3,5	0,4
luty	0,7	-	0,5	0,5	0,5	0,7	0,9	0,0	0,7	-0,1	-0,2	1,3
mar.	0,9	-	0,4	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	-0,2	0,7	0,3	0,9

4. Nowe zlecenia oraz obroty w przemyśle, sprzedaż detaliczna i rejestracja nowych samochodów osobowych

	Nowe zlecenia w przemyśle		Obroty w przemyśle		Sprzedaż detaliczna							Rejestracja nowych samochodów osobowych	
	Przetwórstwo przemysłowe [2]		Przetwórstwo przemysłowe		Ceny bieżące	Ceny stałe							
	Ogółem (s.n. wskaźnik 2000 = 100)	Ogółem	Ogółem (s.n. wskaźnik 2000 = 100)	Ogółem	Ogółem	Ogółem (s.n. wskaźnik 2000 = 100)	Ogółem	Żywność, napoje, tytoń	Artykuły nieżywnościowe			Ogółem (s.s.) w tysiącach [3]	Ogółem
										Tekstylia, odzież, obuwie	Sprzęt gospodarstwa domowego		
w % ogółem [1]	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	105,0	7,4	106,2	5,1	2,3	105,3	1,6	1,2	1,7	1,9	3,3	926	1,0
2005	110,9	4,6	110,7	3,6	2,2	106,7	1,3	0,6	1,7	2,3	1,2	941	1,6
2006	121,5	9,5	118,9	7,3	3,4	108,8	2,0	0,7	2,6	2,9	4,7	964	2,4
2006 2 kw.	119,7	8,4	118,2	6,4	3,7	108,5	2,2	1,3	2,5	2,9	4,0	972	2,9
3 kw.	123,3	10,6	119,8	6,5	3,8	109,2	2,3	1,3	2,7	3,5	5,0	937	-1,8
4 kw.	125,4	7,0	121,9	7,6	3,4	109,6	2,2	-0,2	3,5	3,3	6,8	982	5,1
2007 1 kw.	127,9	8,5	124,5	7,7	2,5	109,6	1,4	0,0	2,4	4,1	4,5	947	-1,7
2006 lis.	125,0	6,3	122,3	8,0	3,3	109,6	2,1	-0,1	3,3	3,4	7,0	972	4,4
gru.	127,2	2,0	123,5	4,0	4,1	110,2	3,0	0,2	4,4	4,5	7,9	1.026	13,2
2007 sty.	127,2	12,4	123,4	10,1	2,0	109,1	0,9	-0,5	1,6	2,3	3,9	938	-2,9
luty	126,4	5,1	124,0	7,4	2,0	109,6	1,1	-0,8	2,6	4,8	4,2	933	-3,7
mar.	130,2	8,1	126,1	5,9	3,3	110,0	2,2	1,2	2,9	5,6	5,3	971	0,8
kwi.	.	.	.	.	2,9	110,2	1,6	0,7	2,3	.	.	920	-5,8
	Zmiany miesiąc do miesiąca w procentach												
2006 lis.	-	0,8	-	2,1	0,7	-	0,5	0,1	0,7	1,3	1,0	-	2,5
gru.	-	1,8	-	1,0	0,5	-	0,5	0,2	0,6	0,5	1,2	-	5,5
2007 sty.	-	0,0	-	-0,1	-0,8	-	-0,9	-0,4	-1,2	0,9	-2,1	-	-8,6
luty	-	-0,6	-	0,4	0,4	-	0,4	0,3	0,7	-1,2	0,4	-	-0,5
mar.	-	2,9	-	1,7	0,6	-	0,4	0,3	0,3	-1,8	0,9	-	4,1
kwi.	-	.	-	.	0,3	-	0,2	0,5	0,1	.	.	-	-5,3

Źródła: Eurostat, z wyjątkiem danych w kolumnach 12 i 13 Tabeli 4 w części 5.2 (obliczenia EBC w oparciu o dane ACEA, *European Automobile Manufacturers' Association*).

1) W 2000 r.

2) Obejmuje branże przetwórstwa przemysłowego działające głównie w oparciu o zlecenia, stanowiące 62,6% przetwórstwa przemysłowego ogółem w 2000 r.; dane są obliczone na podstawie cen bieżących.

3) Roczne i kwartalne stany są średnimi stanów miesięcznych w danym okresie.

5.2 Produkcja i popyt

(o ile nie zaznaczono inaczej, salda procentowe[1] ; skorygowane sezonowo)

5. Badania gospodarcze i konsumenckie

		Wskaźnik nastrojów rynkowych[2] (średnia długoterminowa = 100)	Przetwórstwo przemysłowe					Wskaźnik zaufania konsumentów[3]				
			Wskaźnik zaufania w przemyśle				Wykorzystanie zdolności produkcyjnej[4] (w procentach)	Ogółem[5]	Sytuacja finansowa w kolejnych 12 miesiącach	Sytuacja gospodarcza w kolejnych 12 miesiącach	Bezrobocie w kolejnych 12 miesiącach	Oszczędności w kolejnych 12 miesiącach
			Ogółem[5]	Księgi zamówień	Zapasy gotowych produktów	Przewidywania dotyczące produkcji						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2003		93,1	-10	-25	10	4	80,8	-18	-5	-20	37	-10
2004		99,2	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005		97,9	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006		106,9	2	0	6	13	83,3	-9	-3	-9	15	-9
2006	1 kw.	102,6	-2	-9	9	11	82,2	-11	-3	-11	20	-9
	2 kw.	106,8	2	0	6	13	83,0	-10	-3	-10	16	-9
	3 kw.	108,2	4	3	5	12	83,8	-8	-3	-10	12	-8
	4 kw.	109,9	6	6	4	15	84,2	-7	-3	-7	10	-9
2007	1 kw.	110,0	6	7	4	14	84,6	-5	-2	-5	6	-8
2006	gru.	109,8	6	8	3	14	-	-6	-3	-5	9	-9
2006	sty.	109,2	5	6	4	15	84,4	-7	-2	-7	8	-9
	luty	109,7	5	7	3	12	-	-5	-3	-4	5	-8
	marz.	111,1	6	8	4	14	-	-4	-1	-3	5	-8
	kwie.	111,0	7	9	4	15	84,8	-4	-2	-3	3	-9
	maj	111,9	6	8	5	14	-	-1	-1	2	1	-6

		Wskaźnik zaufania w budownictwie			Wskaźnik zaufania w handlu detalicznym				Wskaźnik zaufania w sektorze usługowym			
		Ogółem[5]	Księgi zamówień	Przewidywania dotyczące zatrudnienia	Ogółem[5]	Obecna sytuacja gospodarcza	Wielkość zapasów	Przewidywana sytuacja gospodarcza	Ogółem[5]	Koniunktura	Popyt w ostatnich miesięcach	Popyt w kolejnych miesiącach
		12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2003		-16	-23	-9	-10	-12	16	0	4	-4	3	14
2004		-12	-20	-4	-8	-12	14	1	11	6	8	18
2005		-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006		0	-5	5	0	3	14	13	18	13	18	23
2006	1 kw.	-2	-8	3	-3	-4	15	9	15	10	14	20
	2 kw.	-1	-6	4	1	1	14	16	19	14	18	24
	3 kw.	3	-2	7	2	5	13	14	19	14	19	25
	4 kw.	3	-3	8	2	8	13	11	20	13	21	26
2007	1 kw.	0	-8	9	-1	1	16	12	21	16	21	25
2006	gru.	2	-2	7	0	5	13	8	19	12	20	25
2006	sty.	1	-8	10	-1	2	16	11	20	16	19	23
	luty	0	-8	8	-1	0	16	12	20	15	21	24
	marz.	0	-9	9	0	2	15	13	22	18	22	28
	kwie.	1	-6	7	0	3	17	15	23	19	24	25
	maj	0	-7	6	2	5	11	13	22	19	22	25

Źródło: Komisja Europejska (Dyrekcja Generalna ds. Gospodarczych i Finansowych).

1) Różnica pomiędzy odsetkiem respondentów udzielających odpowiedzi pozytywnych i negatywnych.

2) Wskaźnik nastrojów rynkowych składa się ze wskaźników zaufania konsumenckiego, w sektorze usługowym, w przemyśle, w budownictwie i w handlu detalicznym; wskaźnik zaufania w przemyśle posiada wagę 40%, wskaźnik zaufania w sektorze usługowym – 30%, wskaźnik zaufania konsumenckiego – 20%, a każdy z dwóch pozostałych wskaźników – 5%. Wartości wskaźników nastrojów społecznych o wartości powyżej (poniżej) 100 wskazują na nastroje powyżej średniej (poniżej średniej), obliczone dla okresu od 1990 r. do 2006 r.

3) Z powodu zmian we francuskim kwestionariuszu, wyniki sondażu w strefie euro od stycznia 2004 r. nie są w pełni porównywalne z poprzednimi wynikami.

4) Dane są gromadzone w styczniu, kwietniu, lipcu i październiku każdego roku. Przedstawione wielkości kwartalne są średnimi z dwóch kolejnych badań. Dane roczne są wyliczane na podstawie średnich kwartalnych.

5) Wskaźniki zaufania obliczane są jako proste średnie przedstawionych składników; przy szacowaniu wielkości zapasów (kolumny 4 i 17) oraz bezrobocia (kolumna 10) przy obliczaniu wskaźników zaufania stosuje się odwrócone znaki.

5.3 Rynki pracy [1]

(o ile nie zaznaczono inaczej, roczne zmiany procentowe)

1. Zatrudnienie

	Cała gospodarka		Według ststusu zatrudnienia		Według typu prowadzonej działalności gospodarczej					
	W milionach (s.a.)		Pracownicy	Pracujący na własny rachunek	Rolnictwo, łowiectwo, leśnictwo i rybołóstwo	Górnictwo, przemysł przetwóczy i energia	Budownictwo	Handel, naprawy, hotele i restauracje, transport i komunikacja	Usługi finansowe, nieruchomości i najem, usługi biznesowe	Administracja publiczna, edukacja, opieka zdrowotna i inne usługi
w % ogółem [2]	100,0	100,0	84,6	15,4	4,3	17,5	7,6	24,8	15,3	30,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	136,374	0,4	0,5	0,0	-2,7	-1,4	0,8	0,7	0,7	1,8
2004	137,365	0,7	0,7	0,9	-1,2	-1,3	1,5	1,0	2,1	1,2
2005	138,448	0,8	1,0	-0,1	-1,4	-1,2	2,7	0,7	2,1	1,3
2006	140,383	1,4	1,5	1,0	-0,1	-0,2	2,7	1,2	3,5	1,4
2005 4 kw.	138,911	0,7	1,0	-1,0	-1,1	-1,1	2,4	0,5	2,5	0,8
2006 1 kw.	139,577	1,0	1,1	0,6	0,2	-0,6	2,0	0,8	2,8	1,2
2 kw.	140,255	1,5	1,5	1,3	1,2	-0,1	1,9	1,5	3,4	1,3
3 kw.	140,627	1,5	1,6	0,8	-0,7	0,1	2,9	1,2	3,8	1,3
4 kw.	141,072	1,6	1,7	1,1	-1,1	-0,3	4,1	1,4	3,9	1,6
	Procentowe zmiany kwartał do kwartału									
2005 4 kw.	0,406	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0	0,9	0,3	1,1	-0,1
2006 1 kw.	0,666	0,5	0,4	0,9	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,9	0,6
2 kw.	0,677	0,5	0,5	0,6	0,7	0,2	0,7	0,5	0,9	0,4
3 kw.	0,373	0,3	0,4	-0,4	-1,8	0,0	0,9	0,1	1,0	0,4
4 kw.	0,445	0,3	0,3	0,1	-0,4	-0,2	1,6	0,4	0,7	0,2

2. Bezrobocie

(skorygowane sezonowo)

	Ogółem		Według wieku [3]				Według płci [4]			
	W milionach	% siły roboczej	Dorośli		Młodzież		Mężczyźni		Kobiety	
			W milionach	% siły roboczej	W milionach	% siły roboczej	W milionach	% siły roboczej	W milionach	% siły roboczej
w % ogółem [2]	100,0		75,4		24,6		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003	12,539	8,7	9,344	7,4	3,195	17,9	5,983	7,3	6,556	10,4
2004	12,882	8,8	9,661	7,5	3,221	18,2	6,193	7,5	6,690	10,4
2005	12,660	8,6	9,570	7,4	3,090	17,7	6,140	7,4	6,520	10,0
2006	11,717	7,9	8,832	6,7	2,886	16,7	5,612	6,7	6,105	9,3
2006 1 kw.	12,208	8,2	9,189	7,0	3,019	17,4	5,832	7,0	6,376	9,7
2 kw.	11,765	7,9	8,904	6,8	2,861	16,6	5,682	6,8	6,083	9,3
3 kw.	11,563	7,8	8,701	6,6	2,862	16,6	5,526	6,6	6,038	9,2
4 kw.	11,314	7,6	8,483	6,4	2,832	16,5	5,352	6,4	5,963	9,0
2007 1 kw.	10,869	7,3	8,103	6,1	2,767	16,1	5,105	6,1	5,764	8,7
2006 list.	11,312	7,6	8,491	6,4	2,822	16,4	5,350	6,4	5,962	9,0
gru.	11,190	7,5	8,378	6,3	2,812	16,4	5,303	6,4	5,887	8,9
2007 sty.	11,039	7,4	8,233	6,2	2,806	16,4	5,212	6,2	5,827	8,8
luty	10,863	7,3	8,090	6,1	2,773	16,2	5,098	6,1	5,764	8,7
mar.	10,707	7,2	7,985	6,0	2,721	15,9	5,005	6,0	5,701	8,6
kwie.	10,611	7,1	7,924	6,0	2,688	15,7	4,954	5,9	5,657	8,6

Źródło: Eurostat.

1) Dane na temat zatrudnienia dotyczą osób i oparte są na ESA 95. Dane na temat bezrobocia dotyczą osób i są zgodne z zaleceniami MOP.

2) W 2006 r.

3) Dorośli – 25 lat i więcej; młodzież – poniżej 25 lat; wskaźniki są wyrażone jako odsetek siły roboczej odpowiedniej grupy wiekowej.

4) Wskaźniki są wyrażone jako odsetek siły roboczej odnośnej płci.

FINANSE SEKTORA INSTYTUCJI RZĄDOWYCH

6.1 Dochody, wydatki i deficyt/nadwyżka [1]

(jako procent PKB)

1. Strefa euro – dochody

	Ogółem	Dochody bieżące										Dochody		Uwaga: obciążenie fiskalne [2]
			Podatki bezpośrednie			Podatki pośrednie		Składki na ubezpieczenia społeczne			Sprzedaż			
				Gospodarstwa domowe	Przedsiębiorstwa		Otrzymane przez instytucje UE		Pracodawcy	Pracownicy			Podatki kapitałowe	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	46,6	46,3	12,2	9,1	2,8	13,9	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	42,5
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,6	46,4	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,9	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,7
2001	45,8	45,6	12,3	9,2	2,8	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	41,8
2002	45,3	45,0	11,8	9,1	2,5	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,3
2003	45,2	44,5	11,5	8,9	2,3	13,5	0,4	15,8	8,3	4,7	2,1	0,6	0,5	41,3
2004	44,7	44,3	11,4	8,6	2,5	13,6	0,3	15,6	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,0
2005	45,1	44,7	11,6	8,7	2,7	13,7	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,2
2006	45,8	45,5	12,2	8,8	3,1	13,9	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	42,0

2. Strefa euro – wydatki

	Ogółem	Wydatki bieżące								Nakłady inwestycyjne				Uwaga: wydatki pierwotne [3]
		Ogółem	Wynagrodzenia pracowników	Spożycie pośrednie	Odsetki	Transfery bieżące					Inwestycje	Transfery kapitałowe		
							Świadczenia socjalne	Dotacje					Płacone przez instytucje UE	
									Płacone przez instytucje UE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	48,9	45,1	10,6	4,7	4,6	25,2	22,2	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,0	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	47,6	43,9	10,4	4,8	3,9	24,8	21,7	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	43,7
2001	47,7	43,8	10,3	4,8	3,8	24,8	21,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2002	47,8	44,0	10,4	4,9	3,5	25,2	22,3	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,3
2003	48,2	44,3	10,5	5,0	3,3	25,5	22,7	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,9
2004	47,6	43,7	10,4	5,0	3,1	25,2	22,5	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,6	43,7	10,4	5,1	3,0	25,2	22,5	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,6
2006	47,4	43,3	10,3	5,0	2,9	25,1	22,3	1,7	0,5	4,1	2,5	1,6	0,0	44,4

3. Strefa euro – deficyt/nadwyżka, deficit pierwotny/nadwyżka pierwotna oraz spożycie publiczne

	Deficyt (-)/Nadwyżka (+)					Deficyt pierwotny (-)/ Nadwyżka pierwotna (+)	Spożycie publiczne [4]							
	Ogółem	Instytucje rządowe szczebla centralnego	Instytucje stanowe	Instytucje samorządowe	Fundusze ubezpieczeń społecznych		Ogółem	Wynagrodzenia pracowników	Spożycie pośrednie	Transfery w naturze przez producentów rynkowych	Zużycie kapitału trwałego	Sprzedaż (minus)	Spożycie zbiorowe	Spożycie indywidualne
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,3	19,8	10,6	4,7	4,8	1,9	2,3	8,2	11,6
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,9	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	2,9	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,9	2,2	8,1	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,3	10,4	4,9	5,1	1,9	2,1	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-2,8	-2,4	-0,3	-0,2	0,1	0,3	20,4	10,4	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,3	0,2	0,5	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,6	-1,6	-0,1	-0,2	0,3	1,4	20,4	10,3	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Kraje strefy euro – deficyt (-)/nadwyżka (+) [5]

	Belgia	Niemcy	Irlandia	Grecja	Hiszpania	Francja	Włochy	Luksemburg	Holandia	Austria	Portugalia	Słowenia	Finlandia
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	0,1	-4,0	0,4	-6,2	0,0	-4,1	-3,5	0,4	-3,1	-1,6	-2,9	-2,8	2,5
2004	0,0	-3,7	1,4	-7,9	-0,2	-3,6	-3,5	-1,2	-1,8	-1,2	-3,3	-2,3	2,3
2005	-2,3	-3,2	1,0	-5,5	1,1	-3,0	-4,2	-0,3	-0,3	-1,6	-6,1	-1,5	2,7
2006	0,2	-1,7	2,9	-2,6	1,8	-2,5	-4,4	0,1	0,6	-1,1	-3,9	-1,4	3,9

Źródła: EBC dla zagregowanych danych dotyczących strefy euro; Komisja Europejska dla danych dotyczących deficytu/nadwyżki w poszczególnych państwach.

1) Dane na temat dochodów, wydatków i deficytu/nadwyżki oparte są na ESA 95, nie uwzględniają jednak wpływów ze sprzedaży licencji UMTS (uniwersalnych systemów telefonii komórkowej) w 2000 r. (deficyt/nadwyżka strefy euro uwzględniający te zyski wynosi 0,1% PKB). Uwzględniono i skonsolidowano transakcje z zaangażowaniem budżetu UE. Nie skonsolidowano transakcji pomiędzy rządami krajów członkowskich.
2) Obciążenie fiskalne obejmuje podatki i składki na ubezpieczenia społeczne.
3) Obejmuje wydatki ogółem minus wydatki odsetkowe.
4) Odpowiada wydatkom na spożycie finalne (P.3) instytucji rządowych i samorządowych w ESA 95.
5) Obejmuje dochody ze sprzedaży licencji UMTS i rozliczeń umów swap i przyszłej stopy procentowej.

6.2 Zadłużenie [1]

(jako odsetek PKB)

1. Strefa euro – w podziale na instrumenty oraz sektor wierzyciela

	Ogółem	Instrument finansowy				Wierzyciele				
		Gotówka i depozyty	Kredyty i pożyczki	Krótkoterminowe papiery wartościowe	Długoterminowe papiery wartościowe	Wierzyciele krajowi [2]				Pozostali wierzyciele [3]
						Ogółem	MIF	Pozostałe instytucje finansowe	Pozostałe sektory	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	73,9	2,8	16,0	6,4	48,8	55,5	28,4	13,6	13,5	18,4
1998	72,6	2,7	15,0	5,3	49,6	52,2	26,5	14,5	11,2	20,4
1999	71,8	2,9	14,2	4,2	50,5	48,5	25,3	11,9	11,2	23,3
2000	69,3	2,7	13,0	3,7	49,8	44,0	22,0	11,0	11,0	25,3
2001	68,2	2,8	12,3	4,0	49,2	41,9	20,5	10,3	11,0	26,3
2002	68,0	2,7	11,7	4,5	49,1	40,0	19,3	9,7	11,0	28,0
2003	69,2	2,1	12,3	5,0	49,9	39,3	19,4	10,2	9,8	29,9
2004	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6	37,5	18,4	9,9	9,2	32,2
2005	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6	35,5	17,3	10,4	7,8	35,0
2006	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0	32,8	17,6	7,6	7,5	36,2

2. Strefa euro – w podziale na emitentów, pierwotny termin i walutę

	Ogółem	Wyemitowany przez [4]				Pierwotny termin			Pozostały okres spłaty			Waluty	
		Instytucje rządowe szczebla centralnego	Instytucje stanowe	Instytucje samorządowe	Fundusze ubezpieczeń społecznych	Do 1 roku	Powyżej 1 roku	Zmienna stopa procentowa	Do 1 roku	Powyżej 1 roku i do 5 lat	Powyżej 5 lat	Euro lub waluty uczestniczące [5]	Pozostałe waluty
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	73,9	61,9	6,0	5,4	0,6	9,4	64,5	8,4	18,1	25,3	30,6	71,9	2,0
1998	72,6	60,9	6,1	5,3	0,4	8,1	64,5	7,5	15,4	26,4	30,8	70,8	1,8
1999	71,8	60,3	6,0	5,1	0,4	7,3	64,5	6,6	13,6	27,9	30,4	69,7	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,8	5,8	13,4	27,9	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,8	0,4	7,0	61,3	5,0	13,7	26,8	27,8	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,8	0,4	7,6	60,4	5,0	15,3	25,2	27,5	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,6	5,1	0,6	7,8	61,4	4,9	14,3	26,1	28,8	68,1	1,1
2004	69,7	57,4	6,7	5,1	0,4	7,8	61,8	4,6	14,3	26,5	28,9	68,6	1,1
2005	70,5	57,9	6,8	5,3	0,5	7,9	62,6	4,9	14,4	26,1	30,0	69,3	1,2
2006	68,9	56,3	6,6	5,4	0,6	7,5	61,4	4,6	13,7	25,2	30,0	68,0	0,9

3. Kraje strefy euro

	Belgia	Niemcy	Irlandia	Grecja	Hiszpania	Francja	Włochy	Luksemburg	Holandia	Austria	Portugalia	Słowenia	Finlandia
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003	98,6	63,9	31,2	107,8	48,8	62,4	104,3	6,3	52,0	64,6	56,8	28,6	44,3
2004	94,3	65,7	29,7	108,5	46,2	64,3	103,8	6,6	52,6	63,9	58,2	28,9	44,1
2005	93,2	67,9	27,4	107,5	43,2	66,2	106,2	6,1	52,7	63,5	63,6	28,4	41,4
2006	89,1	67,9	24,9	104,6	39,9	63,9	106,8	6,8	48,7	62,2	64,7	27,8	39,1

Źródła: EBC dla zagregowanych danych dotyczących strefy euro; Komisja Europejska dla danych dotyczących zadłużenia poszczególnych krajów.

1) Dane są częściowo szacunkowe. Jest to zadłużenie brutto instytucji rządowych i samorządowych w wartości nominalnej. Dane różnych sektorów rządu zostały skonsolidowane. Dane na temat innych rządów nie są skonsolidowane.
2) Wierzyciele w państwie, którego rząd wyemitował dług.
3) Obejmuje rezydentów państw strefy euro innych niż państwo, którego rząd wyemitował dług.
4) Z wyłączeniem długu posiadanego przez sektor instytucji rządowych i samorządowych w państwie, którego rząd wyemitował ten dług.
5) Przed 1999 r., obejmuje zadłużenie w ECU, w walucie krajowej i w walutach innych Państw Członkowskich, które przyjęły euro.

6.3 Zmiana stanu długu publicznego [1]

(jako odsetek PKB)

1. Strefa euro – w podziale na źródło, instrument finansowy i sektor wierzyciela

	Ogółem	Źródło zmiany				Instrumenty finansowe				Wierzyciele			
		Potrzeby pożyczkowe [2]	Skutki wyceny [3]	Inne zmiany w wielkości [4]	Skutki agregacji [5]	Rachunki bieżące i depozyty	Kredyty i pożyczki	Krótkoterminowe papiery wartościowe	Długoterminowe papiery wartościowe	Wierzyciele krajowi [6]			Pozostali wierzyciele [7]
											MIF	Pozostałe instytucje finansowe	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	1,8	2,2	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,8	2,8	-0,9	-0,7	1,5	2,7
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,8	-0,2	-2,0	3,8
2000	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,4	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,2	-0,6	-0,2	2,1
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,3	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,6	0,7	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,4	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,6	-1,2	1,0	-2,3	2,7

2. Strefa euro – dostosowanie deficytu do długu

	Zmiana stanu zadłużenia	Deficyt(-)/ nadwyżka (+) [8]	Dostosowanie deficytu do długu [9]											
			Ogółem	Transakcje w głównych aktywach finansowych w posiadaniu instytucji rządowych i samorządowych							Skutki wyceny		Pozostałe zmiany w wielkości	Pozostałe [10]
				Ogółem	Rachunki bieżące i depozyty	Papiery wartościowe [11]	Kredyty i pożyczki	Papiery wartościowe z prawem do kapitału i udziały	Prywatyzacje	Zasilenia kapitałowe		Skutki zmian kursowych		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,1	-0,4	-0,7	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
2001	1,9	-1,8	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,5	-0,1	0,0	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,8	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,1	-2,5	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1
2006	1,5	-1,6	-0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,5

Źródło: EBC.

1) Dane są częściowo szacunkowe. Roczna zmiana w nominalnym skonsolidowanym zadłużeniu brutto jest wyrażona jako odsetek PKB np. [zadłużenie (t) – zadłużenie (t-1)] ÷ PKB(t).
2) Potrzeby pożyczkowe są z definicji równe transakcjom dotyczącym zadłużenia.
3) Oprócz skutków zmian kursowych należą tu również skutki wynikające z pomiaru w wartości nominalnej (np. agia i dyskonta od wartości wyemitowanych papierów wartościowych)
4) Należą tu, przede wszystkim, skutki przegrupowania jednostek i pewnych typów zaciągania długu.
5) Różnica pomiędzy zmianami w zagregowanym zadłużeniu powstałym w efekcie agregacji długu poszczególnych państw a agregacją zmian w zadłużeniu poszczególnych państw wynika z różnic w kursach wymiany stosowanych przy agregacji przed 2001 r.
6) Są to wierzyciele rezydujący w państwie, którego rząd wyemitował dług.
7) Obejmuje rezydentów z państw obszaru euro innych niż państwo, którego rząd wyemitował dług.
8) Włączając wpływy ze sprzedaży licencji UMTS.
9) To jest różnica pomiędzy rocznymi zmianami w nominalnym skonsolidowanym zadłużeniu brutto a deficytem jako odsetkiem PKB.
10) Należą tu głównie transakcje na innych aktywach i pasywach (kredyty handlowe, inne należności/zobowiązania oraz finansowe instrumenty pochodne).
11) Z wyłączeniem finansowych instrumentów pochodnych.

6.4 Kwartalne dochody, wydatki i deficyt/nadwyżka [1]

(jako odsetek PKB)

1. Strefa euro – przychody kwartalne

		Ogółem	Dochody bieżące						Dochody kapitałowe		Uwaga: obciążenie fiskalne[2]
				Podatki bezpośrednie	Podatki pośrednie	Składki na ubezpieczenia społeczne	Sprzedaż	Dochody z własności		Podatki kapitałowe	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	4 kw.	49,7	49,2	13,9	14,0	16,6	2,9	1,0	0,5	0,3	44,8
2001	1 kw.	42,3	41,9	10,5	12,8	15,2	1,8	0,8	0,4	0,2	38,7
	2 kw.	47,0	46,6	13,5	13,0	15,6	2,0	1,6	0,4	0,2	42,3
	3 kw.	43,4	43,1	11,6	12,4	15,5	1,9	0,9	0,4	0,3	39,7
	4 kw.	49,0	48,5	13,5	13,9	16,3	2,9	1,1	0,5	0,3	43,9
2002	1 kw.	42,0	41,6	10,1	12,8	15,5	1,7	0,8	0,4	0,2	38,6
	2 kw.	45,7	45,2	12,6	12,7	15,5	2,0	1,6	0,5	0,3	41,1
	3 kw.	43,5	43,0	11,2	12,7	15,5	1,9	0,8	0,4	0,3	39,6
	4 kw.	49,1	48,5	13,4	14,1	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003	1 kw.	42,1	41,6	9,8	12,9	15,6	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
	2 kw.	46,0	44,6	12,1	12,7	15,8	2,0	1,3	1,5	1,2	41,7
	3 kw.	42,9	42,4	10,8	12,7	15,5	1,9	0,7	0,5	0,2	39,3
	4 kw.	49,3	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004	1 kw.	41,5	41,1	9,6	12,9	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,1
	2 kw.	45,2	44,4	12,2	13,1	15,4	2,0	0,9	0,8	0,6	41,2
	3 kw.	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,0
	4 kw.	49,3	48,3	13,0	14,4	16,2	2,9	0,8	1,0	0,4	44,0
2005	1 kw.	42,2	41,6	10,0	13,0	15,4	1,7	0,6	0,5	0,2	38,6
	2 kw.	45,0	44,3	11,9	13,3	15,3	2,0	1,0	0,6	0,3	40,9
	3 kw.	43,4	42,7	11,0	12,9	15,3	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
	4 kw.	49,5	48,8	13,5	14,4	16,2	2,9	0,9	0,8	0,3	44,3
2006	1 kw.	42,8	42,4	10,3	13,4	15,4	1,7	0,8	0,5	0,3	39,3
	2 kw.	46,2	45,8	12,7	13,7	15,4	2,0	1,2	0,5	0,3	42,1
	3 kw.	43,7	43,3	11,5	13,0	15,4	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
	4 kw.	49,9	49,3	14,3	14,4	16,0	2,9	0,9	0,6	0,3	45,0

2. Strefa euro – kwartalne wydatki oraz deficyt/nadwyżka

		Ogółem	Wydatki bieżące							Nakłady inwestycyjne		Deficyt (-)/ nadwyżka(+)	Deficyt pierwotny (-)/ nadwyżka pierwotna (+)
			Ogółem	Wynagrodzenia pracowników	Spożycie pośrednie	Odsetki	Transfer bieżący	Świadczenia socjalne	Dotacje	Inwestycje	Nakłady kapitałowe		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2000	4 kw.	49,7	45,9	11,0	5,3	3,7	25,8	22,0	1,6	3,8	3,1	1,5	0,1	3,8
2001	1 kw.	45,7	42,3	10,1	4,2	4,0	24,1	20,9	1,3	3,4	1,9	1,5	-3,4	0,6
	2 kw.	46,3	42,8	10,2	4,6	3,9	24,1	20,8	1,3	3,5	2,4	1,1	0,7	4,5
	3 kw.	46,1	42,4	10,0	4,6	3,8	24,1	20,8	1,4	3,7	2,5	1,2	-2,6	1,2
	4 kw.	51,1	46,1	11,0	5,7	3,6	25,9	22,1	1,7	4,9	3,2	1,7	-2,0	1,5
2002	1 kw.	46,3	42,9	10,3	4,3	3,7	24,6	21,2	1,4	3,5	2,0	1,5	-4,3	-0,6
	2 kw.	46,7	43,2	10,3	4,9	3,5	24,4	21,2	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,0	2,5
	3 kw.	46,8	43,1	10,0	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
	4 kw.	50,8	46,4	11,0	5,7	3,3	26,3	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003	1 kw.	47,0	43,5	10,4	4,5	3,5	25,1	21,6	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
	2 kw.	47,4	43,9	10,4	4,8	3,4	25,3	21,8	1,3	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
	3 kw.	47,0	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,2	-0,9
	4 kw.	51,2	46,3	11,0	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004	1 kw.	46,6	43,2	10,4	4,6	3,2	25,1	21,5	1,2	3,4	1,9	1,4	-5,1	-1,8
	2 kw.	46,7	43,4	10,4	4,9	3,1	25,0	21,6	1,2	3,3	2,3	1,0	-1,5	1,6
	3 kw.	46,2	42,7	10,0	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,5	1,0	-3,4	-0,3
	4 kw.	50,7	45,9	11,0	5,7	3,0	26,2	22,7	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,4	1,6
2005	1 kw.	47,1	43,4	10,3	4,7	3,1	25,3	21,5	1,2	3,8	1,9	1,9	-5,0	-1,9
	2 kw.	46,6	43,2	10,3	5,0	3,2	24,7	21,5	1,1	3,4	2,4	1,0	-1,6	1,6
	3 kw.	45,9	42,4	9,9	4,8	2,9	24,8	21,4	1,2	3,4	2,5	0,9	-2,5	0,5
	4 kw.	50,7	45,9	11,1	5,8	2,8	26,2	22,7	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,2	1,6
2006	1 kw.	45,9	42,7	10,1	4,6	3,0	25,1	21,4	1,2	3,2	1,9	1,2	-3,0	-0,1
	2 kw.	46,3	42,9	10,3	4,9	3,1	24,5	21,4	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,1
	3 kw.	46,3	42,1	9,8	4,7	2,9	24,6	21,2	1,2	4,3	2,5	1,7	-2,6	0,3
	4 kw.	50,8	45,3	10,7	5,8	2,7	26,1	22,4	1,4	5,4	3,3	2,2	-0,9	1,8

Źródło: obliczenia EBC oparte o dane Eurostatu i krajowe.

1) Dane na temat dochodów, wydatków i deficytu/nadwyżki oparte są na ESA 95, nie uwzględniają jednak transakcji z zaangażowaniem budżetu UE. Poza tym, z wyjątkiem różnych terminów przekazywania danych, dane kwartalne są spójne z danymi rocznymi. Dane nie są skorygowane sezonowo.

2) Obciążenie fiskalne obejmuje podatki i składki na ubezpieczenia społeczne.

6.5 Zadłużenie kwartalne i zmiana zadłużenia [1]

(jako odsetek PKB)

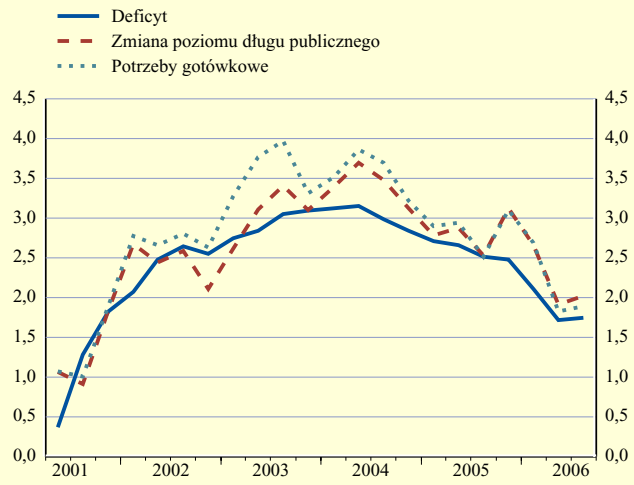
1. Strefa euro – dług publiczny obliczany zgodnie z metodologią służącą do oceny wypełniania kryterium z Maastricht, w podziale na instrumenty finansowe [2]

		Ogółem	Instrumenty finansowe			
			Rachunki bieżące i depozyty	Kredyty i pożyczki	Krótkoterminowe papiery wartościowe	Długoterminowe papiery wartościowe
		1	2	3	4	5
2004	1 kw.	70,6	2,1	12,3	5,5	50,8
	2 kw.	71,3	2,2	12,1	5,5	51,5
	3 kw.	71,1	2,3	12,0	5,5	51,4
	4 kw.	69,7	2,2	11,9	5,0	50,6
2005	1 kw.	71,0	2,2	11,9	5,2	51,7
	2 kw.	71,7	2,3	11,6	5,2	52,6
	3 kw.	71,3	2,4	11,7	5,2	52,0
	4 kw.	70,5	2,4	11,7	4,7	51,6
2006	1 kw.	70,9	2,5	11,7	4,9	51,8
	2 kw.	71,1	2,5	11,6	4,9	52,0
	3 kw.	70,6	2,5	11,6	4,7	51,7
	4 kw.	68,9	2,5	11,4	4,1	51,0

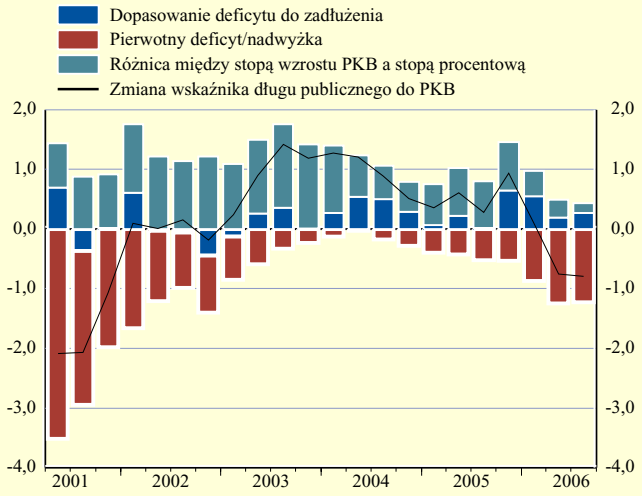
2. Strefa euro – dostosowanie deficytu dodługu publicznego

		Zmiana poziomu długu publicznego	Deficyt (-) Nadwyżka (+)	Dostosowanie deficytu do długu publicznego								Uwaga: Potrzeby pożyczkowe
				Ogółem	Transakcje w głównych aktywach finansowych w posiadaniu instytucji rządowych					Skutki aktualizacji wyceny i innych zmian w wolumenie	Inne	
					Ogółem	Gotówka i depozyty	Kredyty i pożyczki	Papiery wartościowe	Papiery wartościowe z prawem do kapitału i inne udziały			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004	1 kw.	8,5	-5,1	3,4	1,9	1,4	-0,1	0,2	0,5	0,0	1,4	8,4
	2 kw.	5,8	-1,5	4,3	4,0	3,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,3	5,8
	3 kw.	1,8	-3,4	-1,6	-1,2	-1,4	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,2	2,1
	4 kw.	-3,2	-1,4	-4,6	-3,3	-2,5	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	-1,2	-3,0
2005	1 kw.	7,3	-5,0	2,3	2,2	1,3	0,1	0,3	0,5	0,1	0,0	7,2
	2 kw.	5,5	-1,6	3,8	3,5	2,5	0,1	0,4	0,5	0,0	0,4	5,5
	3 kw.	0,6	-2,5	-1,9	-2,5	-2,4	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,6
	4 kw.	-0,6	-1,2	-1,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-1,2	-0,5
2006	1 kw.	5,0	-3,0	1,9	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,5	-0,3	0,9	5,2
	2 kw.	3,3	0,0	3,2	3,2	2,5	0,1	0,4	0,3	0,7	-0,7	2,6
	3 kw.	1,1	-2,6	-1,4	-0,8	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,8	1,0
	4 kw.	-3,1	-0,9	-3,9	-2,3	-1,4	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1	-1,6	-3,0

C28 Deficyt, potrzeby pożyczkowe i zmiana poziomu długu publicznego (czterokwartalna suma ruchoma jako odsetek PKB)



C29 Dług publiczny obliczony zgodnie z metodologią służącą do oceny wypełnienia kryterium z Maastricht (roczne zmiany wskaźnika długu do PKB oraz czynników, z których one wynikają)



Źródło: obliczenia EBC oparte na danych z Eurostatu i danych krajowych.

1) Dane odnoszą się do euro 13.

2) Dane dotyczące papierów wartościowych w kwartale t są wyrażone jako odsetek PKB w kwartale t i w poprzednich trzech kwartałach.

7 TRANSAKCJE I POZYCJE ZAGRANICZNE

7.1 Bilans płatniczy

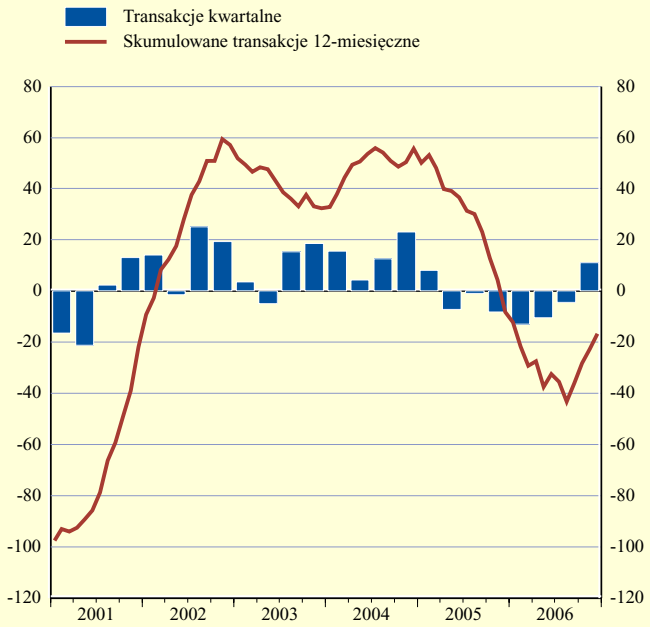
(miliardy EUR; transakcje netto)

1. Zbiorczy bilans płatniczy

		Rachunek bieżący					Rachunek kapitałowy	Kredyty i pożyczki netto dla/od reszty świata (kolumny 1+6)	Rachunek finansowy						Błędy i opuszczenia
		Ogółem	Towary	Usługi	Dochody	Transfery bieżące			Ogółem	Inwestycje bezpośrednie	Inwestycje portfelowe	Finansowe instrumenty pochodne	Pozostałe inwestycje	Aktywa rezerwowe	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004		60,7	100,5	32,6	-13,7	-58,6	16,6	77,3	-18,7	-68,6	72,9	-8,3	-27,1	12,5	-58,6
2005		-1,9	45,4	34,8	-11,6	-70,5	12,1	10,3	25,5	-210,0	146,1	-13,9	85,3	18,0	-35,8
2006		-6,1	30,5	36,6	1,8	-75,0	11,3	5,3	134,0	-156,7	273,1	-2,6	21,7	-1,5	-139,3
2006	1 kw.	-14,5	-3,5	5,0	4,4	-20,4	1,9	-12,6	72,8	-35,4	23,1	-7,6	86,8	5,9	-60,2
	2 kw.	-7,2	6,8	12,5	-10,6	-15,8	1,3	-5,8	39,1	-20,0	97,6	-2,1	-34,9	-1,5	-33,3
	3 kw.	-5,7	7,5	9,8	0,9	-23,9	2,1	-3,6	51,0	-43,9	22,3	7,9	67,8	-3,2	-47,4
	4 kw.	21,3	19,7	9,3	7,1	-14,9	6,0	27,3	-28,8	-57,3	130,0	-0,8	-98,1	-2,7	1,5
2007	1 kw.	-1,4	7,9	6,2	2,3	-17,8	5,5	4,1	-5,1	-32,8	133,4	-14,6	-89,6	-1,5	1,0
2006	mar.	-1,1	2,6	1,5	2,2	-7,5	0,1	-1,0	46,8	-1,5	36,3	-2,3	8,0	6,4	-45,7
	kwie.	-5,7	1,1	3,3	-4,0	-6,2	0,3	-5,4	12,1	2,0	-9,0	-6,3	26,6	-1,2	-6,7
	maj	-10,6	0,4	4,1	-9,5	-5,5	0,3	-10,3	25,6	-6,2	37,9	2,5	-6,9	-1,7	-15,3
	czer.	9,1	5,3	5,0	2,9	-4,1	0,7	9,9	1,4	-15,8	68,7	1,8	-54,7	1,4	-11,2
	lip.	-1,2	4,1	4,2	-1,1	-8,4	0,8	-0,4	8,2	-10,8	4,6	3,4	12,3	-1,3	-7,8
	sier.	-5,9	-2,2	1,8	1,5	-7,0	1,0	-4,8	3,7	-5,5	-22,5	-2,5	35,0	-0,8	1,2
	wrze.	1,4	5,6	3,8	0,5	-8,5	0,2	1,7	39,1	-27,7	40,2	7,1	20,5	-1,1	-40,7
	paz.	1,8	6,0	3,3	0,4	-7,9	0,7	2,5	8,8	-12,8	35,3	5,8	-19,5	0,1	-11,3
	list.	5,7	7,8	2,3	2,7	-7,1	1,2	7,0	-8,4	-15,7	61,9	-2,1	-51,7	-0,8	1,5
	grud.	13,8	5,9	3,6	4,1	0,2	4,1	17,9	-29,2	-28,8	32,8	-4,5	-26,8	-1,9	11,3
2007	sty.	-4,5	-3,0	0,6	-1,1	-1,0	2,5	-2,0	42,1	-12,3	35,4	-4,9	26,9	-3,1	-40,1
	luty	-5,7	2,5	2,9	0,4	-11,5	1,4	-4,3	-9,2	-12,4	26,2	-7,8	-14,7	-0,6	13,6
	mar.	8,8	8,5	2,7	2,9	-5,3	1,6	10,4	-37,9	-8,1	71,7	-1,8	-101,8	2,1	27,6
		Skumulowane transakcje 12-miesięczne													
2007	mar.	7,0	42,0	37,8	-0,3	-72,4	14,9	21,9	56,2	-154,1	383,3	-9,6	-154,7	-8,9	-78,1

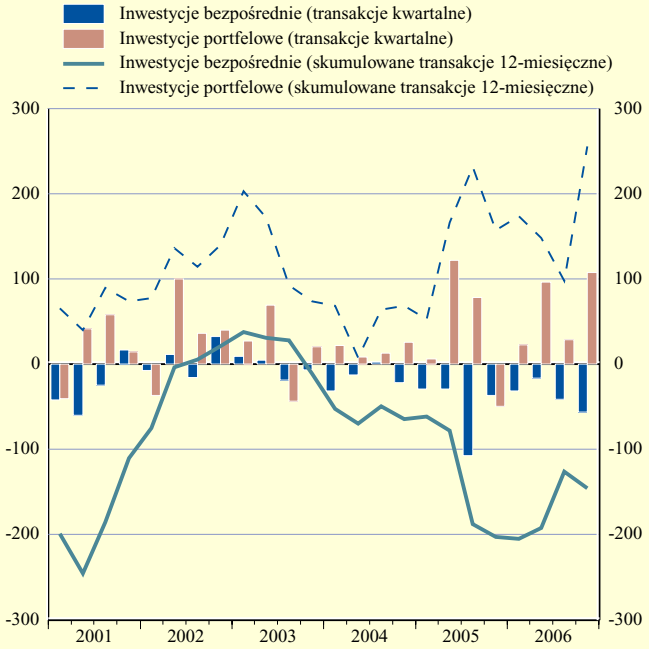
C30 Bilans płatniczy – saldo rozrachunku bieżącego

(miliardy EUR)



C31 Bilans płatniczy – inwestycje bezpośrednie i portfelowe

(miliardy EUR)



Źródło: EBC.

7.1 Bilans płatniczy

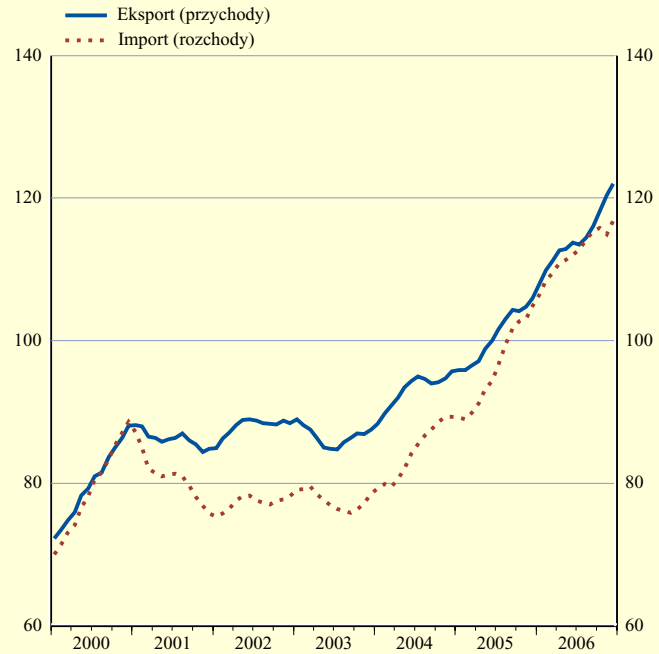
(miliardy EUR; transakcje netto)

2. Rachunek bieżący i kapitałowy

		Rachunek bieżący											Rachunek kapitałowy	
		Ogółem			Towary		Usługi		Dochody		Transfery bieżące			
		Przychody	Rozchody	Netto	Przychody	Rozchody	Przychody	Rozchody	Przychody	Rozchody	Przychody	Rozchody	Przychody	Rozchody
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004		1.866,8	1.806,0	60,7	1.129,3	1.028,9	366,4	333,8	288,9	302,7	82,1	140,7	24,6	8,1
2005		2.066,1	2.067,9	-1,9	1.224,2	1.178,9	401,8	367,0	354,7	366,2	85,4	155,9	24,1	12,0
2006		2.338,7	2.344,8	-6,1	1.390,0	1.359,5	429,8	393,2	432,6	430,8	86,3	161,3	23,7	12,4
2006	1 kw.	545,2	559,7	-14,5	330,3	333,8	97,5	92,5	91,6	87,3	25,8	46,2	5,9	4,0
	2 kw.	584,9	592,1	-7,2	343,5	336,6	107,5	95,1	116,4	127,0	17,5	33,4	4,5	3,2
	3 kw.	575,8	581,4	-5,7	342,1	334,6	114,1	104,3	104,0	103,1	15,5	39,4	4,4	2,4
	4 kw.	632,9	611,6	21,3	374,1	354,4	110,6	101,3	120,6	113,5	27,5	42,4	8,8	2,8
2007	4 kw.	606,7	608,1	-1,4	361,3	353,4	103,1	96,9	114,0	111,7	28,3	46,2	7,5	2,1
2007	sty.	192,2	196,7	-4,5	113,4	116,4	33,4	32,7	36,1	37,1	9,3	10,4	3,5	1,0
	luty	196,2	201,9	-5,7	116,7	114,2	33,0	30,1	34,1	33,7	12,4	23,9	1,9	0,5
	mar.	218,4	209,6	8,8	131,2	122,7	36,8	34,1	43,8	40,9	6,6	11,9	2,1	0,6
		skorygowane sezonowo												
2006	1 kw.	560,4	566,6	-6,2	333,9	330,0	106,5	96,6	98,0	99,8	22,0	40,2	.	.
	2 kw.	576,3	580,8	-4,5	340,4	335,9	107,3	98,1	107,6	109,3	21,0	37,4	.	.
	3 kw.	590,0	594,5	-4,4	350,5	346,2	107,0	98,3	111,1	109,1	21,5	40,8	.	.
	4 kw.	614,6	603,7	10,8	366,7	349,3	109,4	100,5	114,6	111,5	23,8	42,5	.	.
2007	1 kw.	625,9	620,8	5,1	367,6	351,8	112,8	101,5	122,2	128,1	23,3	39,4	.	.
2006	lip.	191,7	195,6	-3,9	113,3	114,4	35,5	32,5	36,0	35,2	6,8	13,5	.	.
	sier.	195,8	199,4	-3,6	116,0	115,7	35,6	32,7	36,9	37,3	7,3	13,7	.	.
	wrze.	202,5	199,4	3,1	121,1	116,1	35,9	33,1	38,2	36,6	7,4	13,6	.	.
	paź	200,3	196,9	3,4	119,7	115,0	35,7	33,5	36,8	33,6	8,1	14,8	.	.
	lis.	199,8	199,1	0,7	122,2	114,7	36,7	33,8	35,1	36,8	5,8	14,0	.	.
	gru.	214,4	207,7	6,8	124,8	119,6	37,0	33,3	42,8	41,1	9,8	13,7	.	.
2007	sty.	202,0	198,5	3,5	120,2	115,2	36,8	33,8	40,2	40,3	4,8	9,2	.	.
	luty	211,8	215,5	-3,7	123,5	119,8	37,3	33,2	38,5	43,4	12,4	19,1	.	.
	mar.	212,2	206,8	5,4	123,9	116,7	38,7	34,5	43,5	44,4	6,1	11,2	.	.

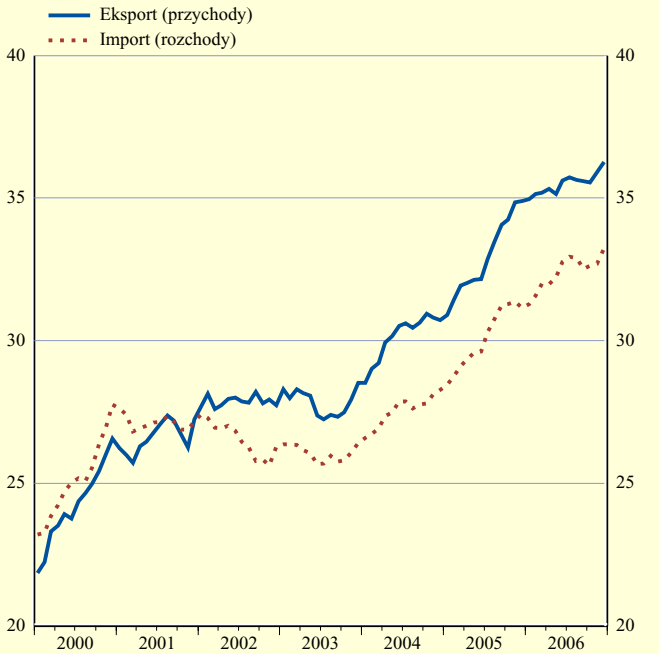
C32 Bilans płatniczy – towary

(miliardy EUR; skorygowane sezonowo: trzymiesięczna średnia ruchoma)



C33 Bilans płatniczy – usługi

(miliardy EUR; skorygowane sezonowo; trzymiesięczna średnia ruchoma)



Źródło: EBC.

7.1 Bilans płatniczy

(miliardy EUR; transakcje)

3. Rachunek dochodów

(transakcje)

	Wnagrodzenia pracowników		Dochody z inwestycji											
	Przychody	Rozchody	Ogółem		Inwestycje bezpośrednie				Inwestycje portfelowe				Pozostałe inwestycje	
			Przychody	Rozchody	Udziałowe		Dłużne		Udziałowe		Dłużne		Przychody	Rozchody
					Przychody	Rozchody	Przychody	Rozchody	Przychody	Rozchody	Przychody	Rozchody		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	15,5	7,9	273,4	294,7	100,6	76,2	13,4	12,8	24,5	56,2	67,7	77,0	67,2	72,4
2005	15,7	9,3	339,0	357,0	121,5	89,1	14,0	13,5	31,3	71,2	78,1	82,4	94,1	100,7
2006	16,1	10,0	416,5	420,8	124,4	66,7	18,4	16,3	38,0	99,4	100,0	89,6	135,7	148,8
2005 4 kw.	4,1	2,4	99,7	104,1	38,7	33,1	4,2	4,1	7,3	14,0	20,9	23,3	28,6	29,7
2006 1 kw.	4,0	2,2	87,6	85,1	22,9	12,9	4,2	3,4	8,2	16,0	22,7	21,8	29,6	31,0
2 kw.	4,0	2,4	112,4	124,6	38,1	18,6	4,5	4,0	13,2	43,0	24,0	23,1	32,5	36,0
3 kw.	4,0	2,9	100,0	100,1	26,8	15,4	4,5	4,1	8,5	21,4	25,8	21,2	34,4	38,1
4 kw.	4,2	2,5	116,5	111,0	36,6	19,8	5,2	4,9	8,0	19,0	27,5	23,6	39,3	43,7

4. Inwestycje bezpośrednie

(transakcje netto)

	Przez jednostki rezydentów za granicą							Przez jednostki nierezydentów w strefie uero						
	Ogółem	Kapitał własny i reinwestowane zyski			Pozostałe kapitały (głównie pożyczki między spółkami)			Ogółem	Kapitał własny i reinwestowane zyski			Pozostałe kapitały (głównie pożyczki między spółkami)		
		Ogółem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF	Ogółem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF		Ogółem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF	Ogółem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2004	-161,0	-171,1	-21,4	-149,8	10,1	0,1	10,0	92,4	95,7	0,7	95,0	-3,3	0,5	-3,8
2005	-301,6	-242,0	-11,0	-230,9	-59,7	-0,2	-59,5	91,6	64,0	0,7	63,2	27,7	-0,3	28,0
2006	-314,8	-264,2	-34,7	-229,5	-50,6	-1,0	-49,6	158,1	128,8	4,3	124,6	29,3	0,3	29,0
2006 1 kw.	-56,3	-49,6	-1,7	-47,9	-6,8	0,2	-7,0	20,9	17,8	1,6	16,2	3,1	-0,3	3,5
2 kw.	-112,5	-92,0	-6,5	-85,5	-20,5	-0,6	-19,9	92,5	79,6	0,5	79,1	12,8	1,0	11,9
3 kw.	-73,5	-65,1	-10,4	-54,6	-8,4	0,2	-8,6	29,6	25,6	1,2	24,4	4,0	-0,3	4,3
4 kw.	-72,5	-57,5	-16,1	-41,4	-14,9	-0,7	-14,2	15,2	5,8	0,9	4,9	9,4	0,0	9,4
2007 1 kw.	-75,4	-55,4	-10,5	-44,9	-20,0	2,2	-22,1	42,6	8,7	0,7	8,1	33,9	-1,1	35,0
2006 mar.	-5,7	-15,2	0,3	-15,5	9,5	0,3	9,2	4,2	-1,6	0,2	-1,8	5,8	-0,5	6,3
kwie.	-83,0	-60,2	-1,7	-58,4	-22,8	-0,3	-22,5	85,0	71,4	0,0	71,3	13,6	0,2	13,4
maj	-16,2	-20,4	-3,5	-16,9	4,2	-0,2	4,4	10,0	8,3	0,4	7,9	1,7	0,4	1,3
czer.	-13,3	-11,4	-1,2	-10,2	-1,9	-0,1	-1,8	-2,5	0,0	0,1	-0,1	-2,4	0,4	-2,8
lip.	-21,1	-18,1	-1,5	-16,5	-3,1	0,1	-3,1	10,3	7,1	0,4	6,7	3,3	-0,1	3,4
sier.	-4,3	-7,4	-3,6	-3,8	3,1	0,0	3,1	-1,2	4,6	0,4	4,1	-5,7	-0,1	-5,6
wrze.	-48,0	-39,6	-5,3	-34,3	-8,5	0,1	-8,5	20,4	14,0	0,4	13,6	6,4	-0,1	6,5
paz.	-22,2	-13,2	-5,8	-7,5	-9,0	0,1	-9,1	9,4	3,4	1,1	2,3	6,0	1,5	4,4
list.	-12,3	-16,2	-1,9	-14,3	3,8	-0,2	4,0	-3,3	-3,8	-0,2	-3,6	0,5	-1,7	2,1
grud.	-37,9	-28,1	-8,5	-19,6	-9,8	-0,7	-9,1	9,1	6,2	0,0	6,2	3,0	0,1	2,9
2007 sty.	-24,3	-25,8	-2,6	-23,2	1,5	2,3	-0,8	12,0	2,0	0,2	1,8	10,1	-1,1	11,2
luty	-29,6	-10,8	-0,1	-10,7	-18,8	-0,3	-18,5	17,2	7,7	4,2	3,5	9,4	0,2	9,2
mar.	-21,5	-18,8	-7,8	-11,1	-2,7	0,2	-2,8	13,4	-1,0	-3,8	2,8	14,3	-0,2	14,5

Źródło: EBC.

7.1 Bilans płatniczy

(miliardy EUR; transakcje)

5. Inwestycje portfelowe według instrumentu oraz sektora wierzyciela

		Udziały					Instrumenty dłużne									
							Długoterminowe papiery dłużne					Instrumenty rynku pieniężnego				
		Aktywa				Pasywa	Aktywa				Pasywa	Aktywa				Pasywa
		Eurosystem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF	Instytucje rządowe i samorządowe		Eurosystem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF	Instytucje rządowe i samorządowe		Eurosystem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF	Instytucje rządowe i samorządowe	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004		0,0	-22,4	-84,1	-3,7	126,8	0,6	-81,9	-98,1	-2,1	273,5	0,0	-43,1	-14,9	0,1	16,5
2005		-0,1	-14,4	-119,8	-3,5	263,2	-0,7	-119,6	-142,2	-0,8	248,6	0,1	-14,5	-0,1	0,1	45,6
2006		0,0	-27,9	-101,5	-6,1	290,3	-2,4	-166,4	-117,6	-1,1	459,3	-0,1	-48,7	-12,5	0,1	0,6
2006	1 kw.	0,0	-19,5	-77,6	-0,8	120,4	-0,2	-53,9	-36,1	-0,2	81,7	0,7	2,5	-10,0	-3,8	15,2
	2 kw.	0,0	11,1	7,2	-2,6	32,8	1,0	-23,4	-25,6	0,1	116,5	-3,2	-7,6	-0,7	-3,2	-10,4
	3 kw.	0,0	-4,7	-23,7	-0,9	53,5	-0,4	-51,9	-15,7	-0,2	80,9	1,9	-25,0	0,7	3,1	6,8
	4 kw.	0,0	-14,8	-7,4	-1,8	83,6	-2,8	-37,2	-40,2	-0,8	180,2	0,6	-18,5	-2,4	4,0	-10,9
2007	1 kw.	0,0	-16,4	0,8	-	109,3	-0,6	-50,1	-41,8	-	134,5	0,7	-25,5	-2,9	-	24,8
2006	mar.	0,0	-8,7	-17,7	-	49,2	-0,1	-13,8	-16,5	-	53,8	0,0	-2,0	-0,5	-	-7,2
	kwie.	0,0	3,3	-6,0	-	-11,5	0,2	-6,1	-10,7	-	25,3	-1,1	-7,1	0,6	-	4,2
	maj	0,0	3,2	12,3	-	-16,4	0,1	-10,8	-12,2	-	65,3	-1,6	-2,2	-2,0	-	2,3
	czer.	0,0	4,5	1,0	-	60,7	0,6	-6,4	-2,7	-	25,9	-0,4	1,7	0,7	-	-16,8
	lip.	0,0	3,2	-11,7	-	42,8	0,2	-13,2	-2,0	-	6,2	0,4	-18,1	-1,1	-	-2,0
	sier.	0,0	-4,7	-7,2	-	-13,6	0,0	-8,9	-9,1	-	15,1	1,0	0,2	1,2	-	3,3
	wrze.	0,0	-3,2	-4,8	-	24,2	-0,6	-29,8	-4,6	-	59,6	0,5	-7,1	0,5	-	5,5
	paz.	0,0	-5,8	-2,1	-	23,9	-1,8	-14,6	-19,4	-	52,7	0,4	-5,8	-5,3	-	13,1
	list.	0,0	-0,8	-7,4	-	27,2	-0,5	-24,7	-9,7	-	69,6	0,3	-9,6	5,0	-	12,5
	grud.	0,0	-8,2	2,1	-	32,4	-0,6	2,1	-11,1	-	57,9	-0,1	-3,1	-2,1	-	-36,6
2007	sty.	0,0	-6,0	-3,4	-	43,6	-0,1	-32,2	-11,1	-	35,7	0,5	-8,4	-2,2	-	18,9
	luty	0,0	-14,7	-7,5	-	40,4	0,0	-15,5	-14,0	-	35,6	0,1	-4,3	1,5	-	4,6
	mar.	0,0	4,2	11,8	-	25,7	-0,5	-2,4	-16,8	-	63,3	0,2	-12,8	-2,2	-	1,3

6. Pozostałe inwestycje według sektorów

		Ogółem		Eurosystem		Instytucje rządowe i samorządowe			MIF (z wyłączeniem Eurosystemu)						Pozostałe sektory		
									Ogółem		Długoterminowe		Krótkoterminowe				
		Aktywa	Pasywa	Aktywa	Pasywa	Aktywa	Rachunki bieżące i depozyty	Pasywa	Aktywa	Pasywa	Aktywa	Pasywa	Aktywa	Pasywa	Aktywa	Rachunki bieżące i depozyty	Pasywa
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2004		-310,7	283,6	0,4	7,8	-1,6	-2,0	-3,8	-260,1	245,7	6,2	-17,0	-266,3	262,7	-49,3	-9,1	33,8
2005		-569,1	654,3	-0,9	6,7	5,1	-2,4	-2,2	-395,5	483,5	-96,9	55,3	-298,6	428,2	-177,7	-6,0	166,4
2006		-751,0	772,6	-2,9	18,6	3,4	-3,0	1,2	-522,1	489,1	-133,3	82,5	-388,8	406,6	-229,3	25,6	263,7
2006	1 kw.	-219,2	305,9	-3,2	7,0	7,6	3,8	-2,2	-135,7	222,9	-12,9	13,1	-122,8	209,8	-87,8	-10,5	78,3
	2 kw.	-113,7	78,8	0,9	2,1	-11,0	-12,1	0,3	-57,5	9,0	-15,1	21,6	-42,4	-12,5	-46,0	6,7	67,4
	3 kw.	-144,5	212,3	0,5	4,9	12,3	8,5	6,3	-119,9	161,7	-32,6	21,3	-87,3	140,5	-37,4	10,7	39,4
	4 kw.	-273,6	175,6	-1,1	4,7	-5,5	-3,2	-3,2	-209,1	95,4	-72,8	26,6	-136,3	68,8	-58,0	18,7	78,7
2007	1 kw.	-388,5	298,9	-5,4	9,4	3,9	5,5	1,1	-280,1	249,9	-60,9	22,8	-219,2	227,2	-106,8	-37,0	38,5
2006	mar.	-71,0	79,0	1,2	1,6	2,6	0,5	0,1	-61,5	68,2	-12,4	4,0	-49,0	64,1	-13,4	10,3	9,1
	kwie.	-86,2	112,8	0,0	-1,4	-4,5	-4,9	4,3	-64,6	81,7	-0,1	10,1	-64,5	71,6	-17,1	2,9	28,3
	maj	-75,7	68,8	0,1	4,4	-4,3	-4,7	-4,7	-45,0	40,4	-3,0	2,5	-42,0	38,0	-26,4	-7,0	28,7
	czer.	48,2	-102,9	0,8	-0,9	-2,2	-2,6	0,7	52,1	-113,0	-11,9	9,0	64,1	-122,0	-2,5	10,8	10,3
	lip.	-58,8	71,1	1,6	1,0	7,2	7,1	2,1	-48,5	64,9	-10,4	8,6	-38,1	56,3	-19,1	8,0	3,1
	sier.	11,1	23,9	-1,5	1,3	0,6	0,0	-0,6	7,3	18,7	-7,1	6,7	14,4	12,0	4,8	0,2	4,5
	wrze.	-96,8	117,3	0,5	2,5	4,6	1,5	4,8	-78,6	78,1	-15,1	6,0	-63,5	72,1	-23,2	2,5	31,8
	paz.	-104,7	85,2	-0,5	-1,1	-2,4	-4,1	-2,1	-78,0	63,2	-41,8	5,0	-36,2	58,3	-23,8	3,3	25,2
	list.	-148,4	96,7	0,5	3,2	-3,8	-4,3	1,6	-105,9	70,3	-10,5	27,3	-95,4	42,9	-39,2	-8,4	21,6
	grud.	-20,5	-6,3	-1,1	2,5	0,7	5,2	-2,7	-25,2	-38,1	-20,5	-5,7	-4,7	-32,4	5,0	23,9	31,9
2007	sty.	-141,9	168,8	-1,5	5,7	1,0	1,3	-5,3	-91,7	144,7	-27,1	9,4	-64,6	135,3	-49,6	-30,7	23,6
	luty	-126,2	111,6	-3,5	0,4	0,1	1,6	4,6	-89,8	78,2	-4,7	7,8	-85,1	70,3	-33,1	-10,3	28,4
	mar.	-120,3	18,5	-0,4	3,2	2,8	2,6	1,8	-98,6	27,0	-29,2	5,5	-69,5	21,5	-24,1	4,0	-13,5

Źródło: EBC.

7.1 Bilans płatniczy

(miliardy EUR; transakcje)

7. Pozostałe inwestycje według instrumentu

	Eurosystem				Instytucje rządowe i samorządowe							
	Aktywa		Pasywa		Aktywa					Pasywa		
	Kredyty i pożyczki /rachunki bieżące i depozyty	Pozostałe aktywa	Kredyty i pożyczki /rachunki bieżące i depozyty	Pozostałe pasywa	Kredyty handlowe	Kredyty i pożyczki/rachunki bieżące i depozyty			Pozostałe aktywa	Kredyty handlowe	Kredyty i pożyczki	Pozostałe pasywa
						Ogółem	Kredyty i pożyczki	Rachunki bieżące i depozyty				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	0,6	-0,3	7,8	0,0	0,0	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	0,0	-3,7	-0,2
2005	-0,9	0,0	6,6	0,0	0,0	6,3	8,8	-2,4	-1,1	0,0	-1,9	-0,3
2006	-2,9	0,0	18,6	0,0	0,0	4,2	7,2	-3,0	-0,8	0,0	1,3	-0,1
2005 4 kw.	-1,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	-2,1	-1,0	-1,1	0,1	0,0	-2,1	0,0
2006 1 kw.	-3,2	0,0	6,9	0,1	0,0	7,7	4,0	3,8	-0,2	0,0	-1,8	-0,4
2 kw.	0,9	0,0	2,1	0,0	0,0	-10,8	1,4	-12,1	-0,3	0,0	0,2	0,1
3 kw.	0,5	0,0	4,8	0,0	0,0	12,3	3,7	8,5	0,1	0,0	6,2	0,1
4 kw.	-1,1	0,0	4,7	0,0	0,0	-5,0	-1,9	-3,2	-0,4	0,0	-3,3	0,0

	MIF (z wyłączeniem Eurosystemu)				Pozostałe sektory							
	Aktywa		Pasywa		Aktywa					Pasywa		
	Kredyty i pożyczki /rachunki bieżące i depozyty	Pozostałe aktywa	Kredyty i pożyczki /rachunki bieżące i depozyty	Pozostałe pasywa	Kredyty handlowe	Kredyty i pożyczki/rachunki bieżące i depozyty			Pozostałe aktywa	Kredyty handlowe	Kredyty i pożyczki	Pozostałe pasywa
						Ogółem	Kredyty i pożyczki	Rachunki bieżące i depozyty				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2004	-256,2	-4,0	242,8	2,9	-6,2	-39,0	-30,0	-9,1	-4,1	9,5	22,8	1,6
2005	-392,3	-3,2	481,9	1,6	-8,9	-152,2	-146,2	-6,0	-16,7	11,8	148,8	5,8
2006	-517,9	-4,2	486,1	3,0	-6,9	-215,8	-241,5	25,6	-6,5	8,6	252,8	2,3
2005 4 kw.	-90,7	3,4	125,0	-4,8	-1,9	-36,2	-50,1	13,9	1,0	5,0	50,3	0,8
2006 1 kw.	-131,8	-3,9	217,0	5,9	-3,8	-75,7	-65,2	-10,5	-8,4	4,4	68,2	5,6
2 kw.	-58,0	0,5	14,6	-5,6	-3,7	-44,2	-50,9	6,7	1,9	4,1	67,9	-4,7
3 kw.	-118,8	-1,0	159,5	2,3	2,4	-36,0	-46,8	10,7	-3,8	3,2	33,2	3,0
4 kw.	-209,3	0,3	95,0	0,4	-1,8	-59,9	-78,6	18,7	3,7	-3,2	83,4	-1,6

8. Aktywa rezerwowe

	Ogółem	Złoto monetarne	Specjalne prawa ciągnienia (SDR)	Pozycja rezerwowa w MFW	Waluta obca							Pozostałe należności
					Ogółem	Rachunki bieżące i depozyty		Papiery wartościowe			Derywaty finansowe	
						W bankach centralnych i BIS	Z bankami	Udziały	Długoterminowe papiery dłużne	Instrumenty rynku pieniężnego		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,8	-2,9	3,3	0,5	18,3	-12,2	-0,1	0,0
2005	18,0	3,9	-0,2	8,6	5,8	0,2	7,2	0,0	-4,9	3,3	0,0	0,0
2006	-1,5	4,2	-0,5	5,2	-10,6	6,1	-2,8	0,0	-19,4	5,5	0,0	0,2
2005 4 kw.	8,3	1,2	-0,1	3,0	4,2	-2,1	6,1	0,0	-1,9	2,0	0,0	0,0
2006 1 kw.	5,9	0,8	0,0	3,4	2,2	6,2	-4,8	0,0	-4,1	4,9	0,0	-0,5
2 kw.	-1,5	1,4	0,0	-0,5	-3,1	0,9	2,4	0,0	-7,2	0,7	0,0	0,7
3 kw.	-3,2	0,9	-0,3	0,8	-4,6	1,0	-2,9	0,0	-4,1	1,4	0,0	0,0
4 kw.	-2,7	1,1	-0,2	1,6	-5,1	-2,0	2,5	0,0	-4,0	-1,5	0,0	0,0

Źródło: EBC.

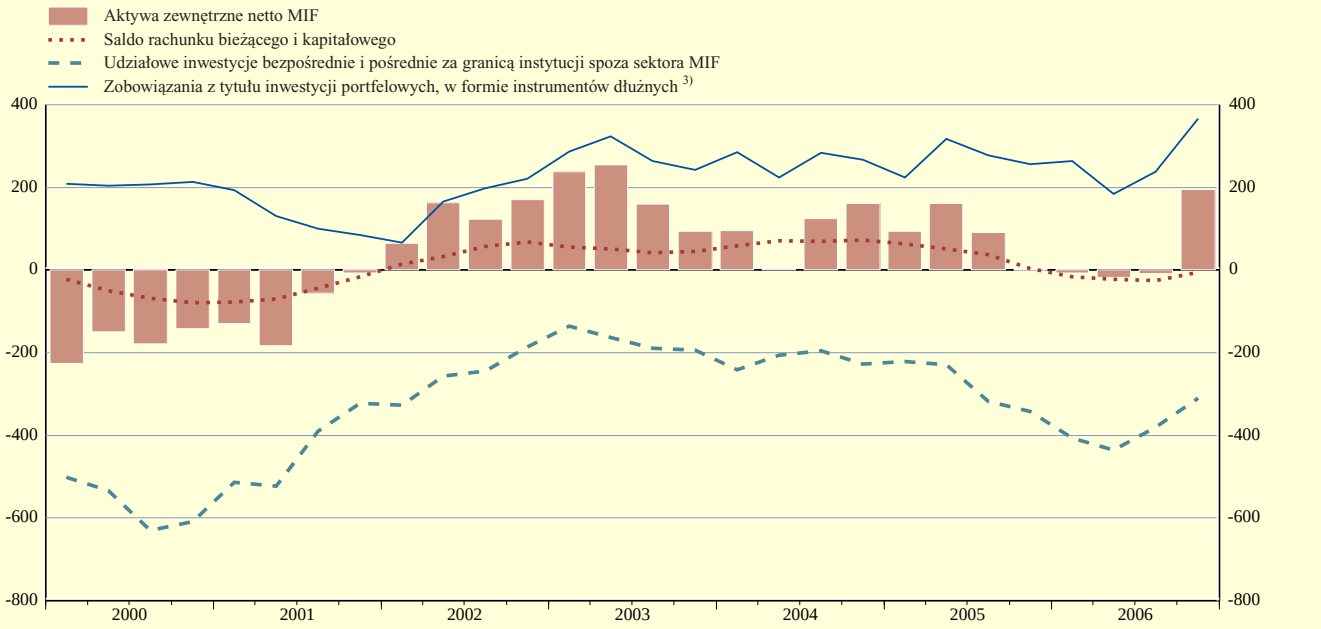
7.2 Bilans płatniczy w ujęciu monetarnym [1]

(miliardy EUR; transakcje)

		Pozycje bilansu płatniczego równoważące transakcje w zagranicznej części czynnika kreacji M3											Memo: Transakcje w zagranicznej części czynnika kreacji M3
		Saldo rachunku bieżącgo i kapitałowego	Inwestycje bezpośrednie		Inwestycje portfelowe			Pozostałe inwestycje		Instrumenty finansowe	Błędy i opuszczenia	Suma kolumn od 1 do 10	
			Jednostki rezydentów za granicą (instytucje spoza sektora MFI)	Jednostki nierezydentów w strefie euro	Aktywa	Pasywa		Aktywa	Pasywa				
					Instytucje spoza sektora MFI	Udziały [2]	Instrumenty dłużne [3]	Instytucje spoza sektora MFI	Instytucje spoza sektora MFI				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004		79,1	-139,7	91,7	-196,8	116,9	270,5	-51,0	29,7	-8,3	-58,0	134,0	160,8
2005		12,0	-290,5	92,0	-261,6	220,2	270,4	-172,6	164,2	-13,9	-35,8	-15,5	0,5
2006		7,6	-279,1	157,8	-231,1	229,3	399,3	-225,7	264,7	-2,6	-140,4	179,8	191,1
2006	1 kw.	-11,9	-54,8	21,3	-123,6	115,4	74,7	-80,1	76,1	-7,6	-60,0	-50,7	-38,1
	2 kw.	-5,5	-105,4	91,5	-19,0	26,3	101,5	-56,9	67,7	-2,1	-34,2	63,8	60,2
	3 kw.	-2,9	-63,3	29,8	-38,7	20,2	78,1	-25,1	45,6	7,9	-47,4	4,3	2,1
	4 kw.	27,9	-55,5	15,3	-49,8	67,5	145,0	-63,5	75,3	-0,8	1,2	162,4	166,8
2007	1 kw.	4,1	-67,1	43,7	-43,9	90,6	151,8	-102,9	39,6	-14,6	1,5	102,7	106,0
2006	mar.	-0,8	-6,4	4,7	-34,8	52,7	38,0	-10,7	9,3	-2,3	-45,8	3,8	0,4
	kwi.	-5,3	-80,9	84,7	-16,2	-15,6	19,8	-21,5	32,6	-6,3	-7,6	-16,4	-16,4
	maj	-10,1	-12,5	9,6	-1,9	-16,7	63,3	-30,7	24,0	2,5	-15,4	12,0	6,4
	cze.	9,9	-12,0	-2,8	-0,9	58,7	18,4	-4,8	11,1	1,8	-11,1	68,2	70,3
	lip.	-0,2	-19,7	10,4	-14,8	24,6	7,6	-11,9	5,2	3,4	-8,0	-3,2	3,9
	sie.	-4,6	-0,7	-1,1	-15,1	-8,4	11,1	5,4	3,8	-2,5	1,2	-11,0	-19,0
	wrz.	2,0	-42,9	20,4	-8,9	4,0	59,4	-18,5	36,6	7,1	-40,6	18,6	17,2
	paź.	2,6	-16,5	7,9	-26,8	13,4	49,5	-26,2	23,0	5,8	-11,9	20,8	25,8
	lis.	7,1	-10,2	-1,6	-12,0	31,7	77,1	-43,0	23,1	-2,1	1,3	71,4	65,2
	gru.	18,1	-28,8	9,0	-11,0	22,3	18,4	5,6	29,2	-4,5	11,8	70,2	75,8
2007	sty.	-2,0	-24,0	13,1	-16,7	33,6	46,2	-48,6	18,3	-4,9	-40,1	-25,0	-25,2
	luty	-4,3	-29,2	17,0	-20,0	45,0	35,0	-33,0	33,0	-7,8	13,6	49,3	38,7
	mar.	10,4	-13,9	13,6	-7,1	12,3	70,6	-21,3	-11,8	-1,8	27,6	78,4	92,4
		Skumulowane transakcje 12-miesięczne											
2007	mar.	23,6	-291,4	180,2	-151,4	205,0	476,4	-248,5	228,1	-9,5	-79,4	333,2	335,1

C34 Główne transakcje bilansu płatniczego powodujące zmiany w aktywach zewnętrznych netto MIF [1]

(miliardy EUR ; 12-miesięczne skumulowane transakcje)



Źródło: EBC.
1) Dane dotyczące papierów wartościowych w kwartale t są wyrażone jako odsetek PKB w kwartale t i w poprzednich trzech kwartałach.
2) Z wyłączeniem jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego.
3) Z wyłączeniem dłużnych papierów wartościowych z terminem pierwotnym do dwóch lat wyemitowanych przez MIF strefy euro.

7.3 Struktura geograficzna bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

(miliardy EUR)

1. Bilans płatniczy: rachunek bieżący i kapitałowy

(transakcje skumulowane)

	Ogółem	Unia Europejska 27 (poza strefą euro)						Kanada	Japonia	Szwajcaria	USA	Pozostałe
		Ogółem	Dania	Szwecja	Wielka Brytania	Pozostałe kraje UE	Instytucje UE					
kw. 1 2006 do kw. 4 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Przychody											
Rachunek bieżący	2.338,7	880,1	47,9	73,5	453,6	244,4	60,7	31,0	54,6	153,1	384,9	835,1
Towary	1.390,0	500,1	31,5	49,7	224,3	194,5	0,1	17,8	34,1	77,8	200,9	559,3
Usługi	429,8	154,3	8,7	11,7	104,3	24,5	5,2	6,1	11,3	41,9	79,6	136,6
Dochody	432,6	162,4	7,2	11,5	114,5	22,9	6,3	6,8	8,9	27,3	97,9	129,3
z czego: dochody z inwestycji	416,5	157,0	7,1	11,4	112,8	22,7	3,0	6,7	8,9	21,0	96,5	126,5
Transfery bieżące	86,3	63,3	0,5	0,7	10,4	2,5	49,2	0,4	0,2	6,1	6,5	9,8
Rachunek kapitałowy	23,7	18,8	0,0	0,0	0,8	0,2	17,7	0,0	0,4	0,4	0,9	3,2
	Rozchody											
Rachunek bieżący	2.344,8	778,3	39,6	71,9	380,2	190,0	96,6	22,5	87,7	144,4	326,4	985,6
Towary	1.359,5	397,5	27,2	45,9	172,5	152,0	0,0	10,6	53,6	68,1	131,8	697,8
Usługi	393,2	126,8	7,2	9,3	82,8	27,4	0,1	5,6	7,7	30,8	86,5	135,8
Dochody	430,8	151,2	4,8	15,8	115,7	7,6	7,4	4,9	26,0	40,1	101,0	107,7
z czego: dochody z inwestycji	420,8	145,7	4,7	15,7	114,5	3,4	7,4	4,8	25,9	39,6	100,1	104,7
Transfery bieżące	161,3	102,7	0,5	0,8	9,2	3,1	89,2	1,4	0,4	5,4	7,1	44,3
Rachunek kapitałowy	12,4	2,0	0,0	0,2	1,2	0,3	0,2	0,1	0,0	0,5	1,2	8,5
	Netto											
Rachunek bieżący	-6,1	101,8	8,3	1,6	73,4	54,4	-35,9	8,5	-33,1	8,7	58,5	-150,5
Towary	30,5	102,6	4,3	3,8	51,9	42,6	0,1	7,2	-19,4	9,7	69,1	-138,5
Usługi	36,6	27,5	1,5	2,3	21,5	-3,0	5,1	0,5	3,6	11,1	-6,9	0,8
Dochody	1,8	11,2	2,5	-4,3	-1,2	15,3	-1,1	1,9	-17,0	-12,8	-3,1	21,6
z czego: dochody z inwestycji	-4,4	11,3	2,4	-4,3	-1,8	19,4	-4,4	1,9	-17,0	-18,6	-3,6	21,7
Transfery bieżące	-75,0	-39,4	0,0	-0,2	1,2	-0,5	-40,0	-1,0	-0,3	0,7	-0,6	-34,4
Rachunek kapitałowy	11,3	16,8	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	17,5	-0,1	0,4	-0,1	-0,3	-5,3

2. Bilans płatniczy: inwestycje bezpośrednie

(transakcje skumulowane)

	Ogółem	Unia Europejska 27 (poza strefą euro)						Kanada	Japonia	Szwajcaria	USA	Zagraniczne centra finansowe	Pozostałe
		Ogółem	Dania	Szwecja	Wielka Brytania	Pozostałe kraje UE	Instytucje UE						
kw. 1 2006 do kw. 4 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Inwestycje bezpośrednie	-156,7	-70,6	2,6	11,0	-52,7	-31,6	0,1	-6,9	11,7	-3,7	-47,3	9,4	-49,4
Za granicą	-314,8	-159,2	-0,5	3,8	-131,0	-31,5	0,0	-9,9	4,0	-8,4	-66,1	-25,2	-50,0
Kapitał własny/ reinwestowane zyski	-264,2	-148,1	-0,8	4,1	-123,6	-27,8	0,0	-8,0	6,8	-1,0	-47,4	-17,7	-48,8
Pozostałe kapitały	-50,6	-11,0	0,3	-0,3	-7,4	-3,7	0,0	-1,8	-2,9	-7,4	-18,8	-7,5	-1,2
W strefie euro	158,1	88,6	3,1	7,2	78,3	-0,1	0,1	3,0	7,8	4,7	18,8	34,6	0,6
Kapitał własny/ reinwestowane zyski	128,8	66,6	2,7	4,0	60,6	-0,9	0,1	0,3	4,8	10,2	1,1	42,3	3,6
Pozostałe kapitały	29,3	22,0	0,4	3,2	17,6	0,8	0,0	2,7	3,0	-5,5	17,8	-7,7	-3,0

Źródło: EBC.

7.3 Struktura geograficzna bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej

(miliardy EUR)

3. Bilans płatniczy: aktywa inwestycji portfelowych według instrumentu

(transakcje skumulowane)

	Ogółem	Unia Europejska 27 (poza strefą euro)						Kanada	Japonia	Szwajcaria	USA	Zagraniczne centra finansowe	Pozostałe
		Ogółem	Dania	Szwecja	Wielka Brytania	Pozostałe kraje UE	Instytucje UE						
kw. 1 2006 do kw. 4 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Aktywa inwestycji portfelowych	-477,1	-125,3	-2,5	-12,9	-100,4	-8,3	-1,2	-7,7	-6,8	-5,2	-161,0	-96,3	-74,7
Udziałowe	-129,5	-5,5	0,7	-3,3	-2,4	-0,4	-0,1	-2,2	-14,4	-1,5	-43,5	-30,5	-31,9
Dłużne	-347,6	-119,8	-3,2	-9,6	-98,0	-8,0	-1,0	-5,5	7,5	-3,7	-117,5	-65,8	-42,8
Długoterminowe papiery dłużne	-286,4	-89,6	-2,3	-9,2	-69,9	-7,2	-1,0	-4,8	-3,1	-1,5	-93,9	-47,7	-45,8
Instrumenty rynku pieniężnego	-61,3	-30,2	-0,9	-0,4	-28,1	-0,7	-0,1	-0,7	10,6	-2,3	-23,6	-18,1	3,0

4. Bilans płatniczy: pozostałe inwestycje według sektora

(transakcje skumulowane)

	Ogółem	Unia Europejska 27 (poza strefą euro)						Kanada	Japonia	Szwajcaria	USA	Zagra-niczne centra finansowe	Orga-nizacje między-narodowe	Pozostałe
		Ogółem	Dania	Szwecja	Wielka Brytania	Pozostałe kraje UE	Instytucje UE							
kw. 1 2006 do kw. 4 2006	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inne inwestycje	21,7	-80,8	-16,8	7,4	-71,6	-15,6	15,7	2,0	41,7	-28,0	21,0	27,3	15,7	22,8
Aktywa	-751,0	-548,6	-36,2	-3,4	-473,1	-36,2	0,3	-0,3	26,0	-57,4	-49,0	-71,5	-2,0	-48,0
Instytucje rządowe i samorządowe	3,4	-6,3	-1,9	0,2	-5,0	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,1	-1,2	10,9
MIF	-525,0	-356,2	-33,6	0,1	-290,9	-32,0	0,2	-1,4	24,5	-50,7	-53,1	-42,8	-0,9	-44,4
Pozostałe sektory	-229,3	-186,1	-0,7	-3,7	-177,2	-4,3	-0,1	1,0	1,8	-6,7	3,8	-28,7	0,1	-14,5
Pasywa	772,6	467,8	19,5	10,8	401,5	20,6	15,4	2,3	15,8	29,4	70,0	98,8	17,7	70,8
Instytucje rządowe i samorządowe	1,2	2,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,8	0,0	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	2,8	-2,1
MIF	507,7	256,2	19,5	9,4	208,0	17,4	1,9	1,1	12,6	26,3	37,7	94,1	15,0	64,6
Pozostałe sektory	263,7	209,6	0,0	1,4	193,3	3,2	11,7	1,2	3,4	3,6	33,0	4,6	-0,1	8,4

5. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna

(stany na koniec okresu)

	Ogółem	Unia Europejska 27 (poza strefą euro)						Kanada	Japonia	Szwajcaria	USA	Zagra-niczne centra finansowe	Orga-nizacje między-narodowe	Pozostałe
		Ogółem	Dania	Szwecja	Wielka Brytania	Pozostałe kraje UE	Instytucje UE							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Inwestycje bezpośrednie	324,1	-142,8	0,8	-17,3	-292,9	166,8	-0,2	25,2	4,7	35,3	-1,6	-13,9	-0,3	417,5
Za granicą	2.710,3	957,2	33,8	81,0	651,8	190,6	0,0	76,1	68,8	241,8	558,1	316,1	0,0	492,2
Kapitał własny/reinwestowane zyski	2.184,8	753,5	29,7	56,8	502,1	164,9	0,0	64,9	63,6	193,8	419,2	297,1	0,0	392,8
Pozostałe kapitały	525,4	203,7	4,1	24,2	149,6	25,7	0,0	11,2	5,2	48,1	138,9	19,0	0,0	99,4
W strefie euro	2.386,2	1.100,0	33,0	98,3	944,7	23,8	0,2	50,9	64,1	206,6	559,6	330,0	0,3	74,6
Kapitał własny/reinwestowane zyski	1.777,9	874,0	26,9	81,9	757,1	8,0	0,1	45,9	53,5	142,2	396,0	199,7	0,0	66,7
Pozostałe kapitały	608,2	226,0	6,1	16,4	187,6	15,8	0,1	5,1	10,7	64,4	163,6	130,2	0,3	8,0
Aktywa inwestycji portfelowych	3.874,9	1.202,7	61,2	119,3	861,3	90,8	70,0	83,4	270,4	122,3	1.308,8	411,5	30,8	445,0
Udziałowe	1.733,6	422,4	10,9	46,5	342,4	22,6	0,0	21,7	182,4	112,1	617,1	155,6	1,4	220,9
Dłużne	2.141,3	780,3	50,3	72,8	519,0	68,2	70,0	61,7	88,0	10,2	691,7	255,9	29,4	224,1
Długoterminowe papiery dłużne	1.826,7	652,8	45,9	61,6	408,2	67,2	69,9	60,2	62,4	7,8	592,5	228,7	28,7	193,7
Instrumenty rynku pieniężnego	314,6	127,5	4,3	11,2	110,8	1,0	0,1	1,5	25,6	2,4	99,2	27,2	0,7	30,5
Pozostałe inwestycje	-304,2	-50,7	51,8	15,4	17,8	9,3	-145,0	4,5	9,4	-81,5	-13,0	-216,6	-22,8	66,4
Aktywa	3.664,7	1.872,1	77,0	62,0	1.618,3	105,1	9,8	21,7	92,6	209,2	510,6	354,2	41,8	562,6
Instytucje rządowe i samorządowe	102,2	17,4	0,2	0,3	8,9	0,5	7,5	0,1	0,1	0,1	3,3	1,2	35,8	44,2
MIF	2.515,2	1.432,7	65,7	44,5	1.243,0	78,5	0,9	11,6	67,1	122,0	316,3	245,0	5,4	315,2
Pozostałe sektory	1.047,4	422,0	11,0	17,2	366,4	26,0	1,4	10,0	25,4	87,2	191,0	107,9	0,6	203,2
Pasywa	3.969,0	1.922,8	25,2	46,6	1.600,5	95,8	154,8	17,2	83,1	290,7	523,6	570,7	64,6	496,2
Instytucje rządowe i samorządowe	46,5	23,7	0,0	0,3	3,3	0,0	20,1	0,0	0,8	0,1	7,4	0,2	3,3	11,1
MIF	3.180,6	1.491,7	20,0	26,3	1.270,8	74,0	100,6	12,2	55,5	243,9	400,6	518,2	60,0	398,5
Pozostałe sektory	741,9	407,4	5,2	20,0	326,4	21,8	34,0	5,0	26,8	46,7	115,6	52,3	1,4	86,6

Źródło: EBC.

7.4 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna włączając rezerwy międzynarodowe

(miliardy EUR; jeśli nie zaznaczono inaczej stany na koniec okresu)

1. Zbiorcza międzynarodowa pozycja inwestycyjna

	Ogółem	Ogółem jako procent PKB	Inwestycje bezpośrednie	Inwestycje portfelowe	Finansowe instrumenty pochodne	Pozostałe inwestycje	Oficjalne aktywa rezerwowe
	1	2	3	4	5	6	7
	Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto						
2002	-714,9	-9,8	179,5	-940,9	-12,6	-307,1	366,1
2003	-784,9	-10,5	87,4	-916,1	-7,5	-255,4	306,7
2004	-829,9	-10,7	106,7	-996,6	-14,9	-206,2	281,0
2005	-817,1	-10,2	324,1	-1.142,6	-14,4	-304,2	320,1
2006 3 kw.	-957,1	-11,5	433,4	-1.294,7	-15,4	-405,4	325,1
4 kw.	-969,7	-11,5	473,3	-1.473,6	-15,3	-279,9	325,8
	Aktywa						
2002	7.419,6	102,1	2.005,9	2.291,9	133,1	2.622,6	366,1
2003	7.964,9	106,5	2.169,3	2.658,1	160,8	2.670,0	306,7
2004	8.768,7	112,7	2.337,1	3.035,8	174,1	2.940,8	281,0
2005	10.806,1	134,4	2.710,3	3.874,9	236,1	3.664,7	320,1
2006 3 kw.	11.857,5	142,8	2.944,9	4.213,6	300,0	4.073,9	325,1
4 kw.	12.325,0	146,6	3.006,2	4.393,5	289,0	4.310,5	325,8
	Pasywa						
2002	8.134,5	111,9	1.826,4	3.232,7	145,7	2.929,7	-
2003	8.749,8	117,0	2.081,9	3.574,2	168,3	2.925,4	-
2004	9.598,6	123,4	2.230,4	4.032,3	189,0	3.147,0	-
2005	11.623,2	144,5	2.386,2	5.017,6	250,5	3.969,0	-
2006 3 kw.	12.814,5	154,3	2.511,5	5.508,4	315,4	4.479,2	-
4 kw.	13.294,7	158,1	2.532,9	5.867,1	304,3	4.590,4	-

2. Inwestycje bezpośrednie

	Przez jednostki rezydentów za granicą						Przez jednostki nierezydentów w strefie euro					
	Kapitał własny i reinwestowane zyski			Pozostałe kapitały (głównie pożyczki i kredyty między spółkami)			Kapitał własny i reinwestowane zyski			Pozostałe kapitały (głównie pożyczki i kredyty między spółkami)		
	Ogółem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF	Ogółem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF	Ogółem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF	Ogółem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	1.544,6	132,3	1.412,3	461,3	1,6	459,7	1.295,6	42,1	1.253,5	530,8	2,7	528,1
2003	1.726,8	124,4	1.602,4	442,5	2,1	440,4	1.510,1	46,2	1.464,0	571,8	3,2	568,6
2004	1.897,4	144,6	1.752,8	439,7	3,1	436,5	1.661,2	43,9	1.617,4	569,1	8,2	560,9
2005	2.184,8	166,5	2.018,3	525,4	6,6	518,8	1.777,9	45,9	1.732,1	608,2	10,1	598,1
2006 3 kw.	2.394,6	176,9	2.217,7	550,3	2,7	547,6	1.907,8	46,5	1.861,3	603,7	10,0	593,7
4 kw.	2.445,6	191,9	2.253,7	560,6	2,8	557,8	1.905,3	46,9	1.858,4	627,6	10,1	617,5

3. Inwestycje portfelowe według instrumentu

	Udziałowe					Instrumenty dłużne										
						Długoterminowe papiery dłużne					Instrumenty rynku pieniężnego					
	Aktywa				Pasywa	Aktywa				Pasywa	Aktywa				Pasywa	
	Eurosystem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF			Eurosystem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF			Eurosystem	MIF z wyłączeniem Eurosystemu	Instytucje spoza sektora MIF			
			Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostałe sektory				Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostałe sektory				Instytucje rządowe i samorządowe	Pozostałe sektory		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,4	7,2	403,1	6,3	784,7	1.660,1	1,3	189,4	1,1	47,1	208,2	
2003	1,7	53,5	11,5	1.026,2	1.570,4	9,3	460,2	8,0	846,0	1.755,7	1,1	191,5	0,6	48,5	248,0	
2004	2,1	73,9	16,1	1.160,6	1.755,9	7,9	540,7	9,7	938,0	2.041,3	0,9	231,4	0,4	54,2	235,1	
2005	3,0	100,8	26,6	1.603,3	2.428,0	8,3	693,0	11,6	1.113,9	2.271,9	0,8	260,5	0,4	52,9	317,6	
2006 3 kw.	2,9	114,0	33,0	1.729,4	2.748,1	7,8	789,9	10,8	1.177,5	2.442,4	1,4	283,1	4,2	59,8	317,8	
4 kw.	2,8	131,4	36,2	1.817,1	2.990,4	10,4	809,7	11,4	1.210,2	2.576,1	0,9	301,0	0,2	62,1	300,6	

Źródło: EBC.

7.4 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna włączając rezerwy międzynarodowe

(miliardy EUR; jeśli nie zanaczono inaczej stany na koniec okresu)

4. Pozostałe inwestycje

	Eurosystem				Instytucje rządowe i samorządowe							
	Aktywa		Pasywa		Aktywa					Pasywa		
	Kredyty i pożyczki /rachunki bieżące i depozyty	Pozostałe aktywa	Kredyty i pożyczki /rachunki bieżące i depozyty	Pozostałe pasywa	Kredyty handlowe	Kredyty i pożyczki/rachunki bieżące i depozyty			Pozostałe aktywa	Kredyty handlowe	Kredyty i pożyczki	Pozostałe pasywa
						Ogółem	Kredyty i pożyczki	Rachunki bieżące i depozyty				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	4,9	0,3	57,2	0,1	1,4	62,1	57,4	4,7	55,4	0,1	42,6	13,8
2003	5,2	0,7	66,0	0,2	0,2	59,0	53,2	5,8	42,4	0,0	42,3	3,8
2004	4,7	0,3	74,5	0,2	0,2	62,3	54,1	8,3	42,6	0,0	42,4	3,4
2005	5,4	0,4	82,2	0,2	0,1	57,5	45,7	11,8	44,6	0,0	42,8	3,6
2006 3 kw.	7,4	0,4	95,6	0,3	0,1	50,1	38,5	11,6	45,0	0,0	46,8	3,4
4 kw.	8,4	0,4	100,0	0,2	0,1	55,0	40,2	14,8	44,7	0,0	45,1	3,4

	MIF (z wyłączeniem Eurosystemu)				Pozostałe sektory							
	Aktywa		Pasywa		Aktywa					Pasywa		
	Kredyty i pożyczki /rachunki bieżące i depozyty	Pozostałe aktywa	Kredyty i pożyczki /rachunki bieżące i depozyty	Pozostałe pasywa	Kredyty handlowe	Kredyty i pożyczki/rachunki bieżące i depozyty			Pozostałe aktywa	Kredyty handlowe	Kredyty i pożyczki	Pozostałe pasywa
						Ogółem	Kredyty i pożyczki	Rachunki bieżące i depozyty				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	1.685,1	61,0	2.250,8	48,4	174,4	487,4	199,3	288,1	90,7	104,5	364,3	47,8
2003	1.734,6	38,5	2.241,9	31,0	169,2	535,9	206,7	329,2	84,3	107,2	387,3	45,7
2004	1.950,5	45,4	2.423,0	42,2	172,4	568,8	236,8	332,0	93,5	110,2	401,4	49,7
2005	2.453,1	56,3	3.045,8	52,4	185,1	730,4	374,9	355,5	131,9	125,3	547,5	69,1
2006 3 kw.	2.705,7	56,8	3.360,7	52,3	181,8	886,5	535,7	350,8	140,1	131,0	701,0	88,1
4 kw.	2.879,2	58,6	3.414,0	55,8	185,0	943,0	610,3	332,8	136,1	128,3	759,0	84,6

5. Rezerwy międzynarodowe

	Oficjalne aktywa rezerwowe														Uwaga	
															Aktywa	Pasywa
	Ogółem	Złoto monetarne		Specjalne prawa ciągnienia (SDR)	Pozycja rezerwowa w MFW	Waluta obca								Pozostałe należności	Należności od rezydentów strefy euro w walutach obcych	Przewidywane krótkoterminowe obciążenia aktywów i pasywów walutowych
		W miliardach EUR	W uncjach fine troy (miliony)			Ogółem	Rachunki bieżące i depozyty		Papiery wartościowe				Finansowe instrumenty			
							W bankach centralnych i BIS	W bankach	Ogółem	Udziały	Długoterminowe papiery dłużne	Instrumenty rynku pieniężnego				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Eurosystem															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,7	130,0	393,543	4,4	23,3	149,0	10,0	30,4	107,9	1,0	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,6	37,7	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006 2 kw.	323,8	178,9	370,694	4,2	7,8	133,0	5,4	22,0	105,3	0,5	74,6	30,2	0,2	0,0	26,9	-19,1
3 kw.	325,1	174,2	367,958	4,5	7,0	139,4	4,5	25,3	109,7	0,5	79,1	30,1	-0,1	0,0	26,8	-21,9
4 kw.	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,4	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 luty	337,5	183,3	364,604	4,6	4,5	145,1	4,1	26,6	114,1	-	-	-	0,2	0,0	23,6	-23,8
mar.	331,6	180,4	363,108	4,6	4,3	142,2	4,9	27,6	109,5	-	-	-	0,3	0,0	25,1	-22,6
kwi.	330,0	179,9	361,562	4,6	4,1	141,4	4,2	25,7	111,1	-	-	-	0,4	0,0	27,3	-25,0
	Z czego będące w posiadaniu EBC															
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	0,0	10,6	12,9	0,0	0,0	2,9	-0,9
2006 2 kw.	39,2	10,3	21,312	0,2	0,0	28,7	1,3	2,4	25,1	0,0	18,6	6,5	0,0	0,0	3,5	0,0
3 kw.	40,8	10,1	21,312	0,2	0,0	30,5	1,4	3,8	25,3	0,0	18,4	6,9	0,0	0,0	2,9	-0,7
4 kw.	39,9	9,9	20,572	0,4	0,0	29,6	1,6	1,5	26,5	0,0	19,1	7,4	0,0	0,0	2,8	-0,3
2007 luty	42,8	10,4	20,632	0,4	0,0	32,0	0,7	4,4	27,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-1,9
mar.	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,9	1,4	3,3	25,2	-	-	-	0,0	0,0	3,0	-0,6
kwi.	40,5	10,3	20,632	0,4	0,0	29,8	0,8	3,9	25,1	-	-	-	0,0	0,0	3,4	-1,2

Źródło: EBC.

7.5 Obroty towarowe

(skorygowane sezonowo; jeżeli nie zaznaczono inaczej)

1. Wartości, wolumen i ceny transakcyjne według grup towarów

		Ogółem (n.s.a.)		Eksport (f.o.b.)					Import (c.i.f.)					
				Ogółem				Uwaga: Towary przemysłowe	Ogółem				Uwaga:	
		Eksport	Import		Zaopatrzeniowe	Inwestycyjne	Konsumpcyjne			Zaopatrzeniowe	Inwestycyjne	Konsumpcyjne	Towary przemysłowe	Ropa
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
		Wartości (miliardy EUR; zmiany procentowe w ujęciu rocznym dla kolumn 1 i 2)												
2003		-2,3	0,5	1.056,9	499,3	221,3	299,8	916,4	987,7	553,0	164,1	240,1	708,6	109,1
2004		8,9	9,4	1.142,8	545,6	246,7	314,6	994,2	1.073,3	604,3	183,2	255,5	767,3	129,2
2005		7,8	13,5	1.237,0	590,2	269,6	334,6	1.068,6	1.223,2	704,8	206,3	275,8	842,7	186,3
2006		11,1	13,3	1.379,5	662,4	289,3	366,0	1.183,8	1.390,7	824,7	207,3	302,1	939,2	224,8
2005	4 kw.	9,8	15,9	321,6	154,4	69,0	86,4	276,5	328,3	188,7	55,5	72,5	222,3	53,8
2006	1 kw.	16,0	22,4	332,2	159,1	71,7	90,0	282,6	337,5	199,3	53,9	74,1	224,4	55,1
	2 kw.	9,4	14,4	340,6	162,6	71,5	89,9	290,6	344,6	205,1	52,2	75,0	231,6	57,3
	3 kw.	8,0	10,4	346,3	167,3	71,5	90,9	298,0	353,9	211,6	50,9	75,3	238,4	60,0
	4 kw.	11,6	7,4	360,3	173,4	74,7	95,2	312,6	354,7	208,8	50,3	77,7	244,8	52,3
2007	1 kw.	9,3	5,5	365,5	.	.	.	311,2	358,0	.	.	.	248,2	.
2006	paź.	16,1	13,7	118,2	57,1	24,5	31,3	101,9	117,7	69,6	17,0	25,7	80,6	18,0
	lis.	12,6	6,2	120,0	58,3	25,7	31,2	105,0	116,2	68,6	16,7	25,8	80,7	17,0
	gru.	6,2	2,4	122,2	58,0	24,5	32,7	105,7	120,8	70,5	16,6	26,1	83,5	17,4
2007	sty.	12,0	8,2	121,4	49,1	22,1	30,9	104,2	119,5	63,3	14,0	23,4	83,1	16,1
	luty	9,7	7,5	121,4	48,9	22,1	30,1	103,9	120,9	63,6	13,9	24,0	84,0	15,4
	mar.	6,8	1,2	122,8	.	.	.	103,2	117,7	.	.	.	81,1	.
		Wskaźniki wolumenu (2000 = 100, roczne zmiany procentowe dla kolumn 1 i 2)												
2003		1,0	3,6	108,5	105,9	106,8	113,1	108,4	101,9	100,2	97,1	109,7	100,2	103,2
2004		9,0	6,5	117,4	115,5	119,9	118,4	118,0	107,8	104,1	109,1	117,4	108,2	105,2
2005		4,9	5,1	123,6	120,1	129,5	123,5	124,2	113,8	107,5	123,5	123,5	116,3	109,8
2006		7,4	5,6	133,2	129,3	136,3	131,0	134,0	120,6	113,6	123,9	130,6	125,3	109,7
2005	4 kw.	5,6	5,4	126,5	122,9	131,6	125,6	127,2	116,9	108,0	131,4	126,5	120,8	110,7
2006	1 kw.	10,5	8,5	128,7	125,2	134,7	129,1	128,2	117,0	110,4	126,1	127,7	120,1	105,6
	2 kw.	5,2	3,8	132,0	127,9	135,0	128,5	132,3	119,1	112,2	124,9	130,7	124,5	106,2
	3 kw.	5,0	4,5	133,7	130,2	135,3	130,4	135,0	121,9	115,3	122,7	129,7	126,6	115,9
	4 kw.	9,0	5,7	138,4	134,1	140,1	136,1	140,4	124,3	116,5	121,7	134,1	129,9	111,0
2007	1 kw.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006	paź.	13,4	11,5	136,3	132,8	138,0	134,3	137,3	124,3	117,2	123,6	133,0	128,5	115,9
	lis.	9,5	4,2	138,2	134,8	144,8	134,2	141,5	122,0	115,0	120,6	134,1	128,0	111,6
	gru.	4,1	1,5	140,6	134,5	137,5	139,9	142,5	126,4	117,2	121,0	135,3	133,1	105,4
2007	sty.	11,0	9,3	139,5	112,9	124,9	131,9	140,1	125,5	105,5	102,8	120,7	131,5	104,4
	luty	7,5	8,0	138,7	111,9	124,3	127,5	138,8	126,3	106,0	100,3	123,2	132,1	100,7
	mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
		Indeksy cen transakcyjnych (2000 = 100, roczne zmiany procentowe dla kolumn 1 i 2)												
2003		-3,2	-3,0	97,6	96,2	96,3	101,1	97,4	94,8	93,6	92,3	99,5	96,0	86,4
2004		-0,1	2,6	97,5	96,4	95,7	101,4	97,1	97,3	98,4	91,8	98,9	96,3	99,5
2005		2,8	7,9	100,2	100,2	96,8	103,4	99,1	105,0	111,2	91,2	101,5	98,3	137,5
2006		3,6	7,4	103,8	104,5	98,7	106,5	101,8	112,8	123,1	91,4	105,2	101,8	166,8
2005	4 kw.	4,0	9,9	101,9	102,5	97,6	105,0	100,2	109,8	118,5	92,3	104,2	99,9	158,1
2006	1 kw.	5,0	12,8	103,4	103,7	99,0	106,3	101,6	112,9	122,4	93,4	105,5	101,5	170,0
	2 kw.	4,0	10,2	103,4	103,8	98,5	106,8	101,3	113,2	124,0	91,4	104,4	101,1	175,5
	3 kw.	2,8	5,7	103,8	104,9	98,3	106,3	101,8	113,6	124,5	90,6	105,6	102,3	168,2
	4 kw.	2,4	1,6	104,4	105,6	99,1	106,7	102,6	111,6	121,6	90,4	105,3	102,4	153,6
2007	1 kw.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2006	paź.	2,4	1,9	104,2	105,2	99,1	106,8	102,6	111,1	121,0	90,2	105,5	102,2	151,2
	lis.	2,9	1,9	104,3	105,9	99,0	106,4	102,7	111,8	121,3	91,0	105,1	102,7	148,5
	gru.	2,1	0,9	104,5	105,7	99,2	106,9	102,6	112,1	122,4	89,8	105,4	102,1	161,1
2007	sty.	0,9	-1,0	104,6	106,5	98,8	107,2	102,8	111,7	122,1	89,4	105,5	103,0	150,5
	luty	2,0	-0,5	105,2	107,0	99,3	108,0	103,5	112,3	122,1	90,8	106,1	103,6	149,6
	mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC oparte na danych Eurostatu (wskaźniki wolumenu i sezonowa korekta indeksów cen transakcyjnych).

7.5 Obroty towarowe

(miliardy EUR, jeżeli nie zaznaczono inaczej; skorygowane sezonowo)

2. Struktura geograficzna

		Ogółem	Unia Europejska 27 (poza strefą euro)				Rosja	Szwajcaria	Turcja	USA	Azja			Afryka	Ameryka Łacińska	Pozostałe państwa
			Dania	Szwecja	Wielka Brytania	Pozostałe państwa UE					Chiny	Japonia	Pozostałe państwa azjatyckie			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
								Eksport (f.o.b.)								
2003		1.056,9	24,9	38,6	194,5	125,0	29,1	63,3	24,8	167,0	35,1	31,3	135,3	59,2	37,9	91,0
2004		1.142,8	25,7	42,2	205,4	138,3	35,9	66,2	32,1	172,5	40,3	33,3	150,3	64,2	40,4	96,0
2005		1.237,0	29,0	45,1	203,2	157,9	43,6	70,7	34,8	185,0	43,3	34,0	165,9	72,9	46,9	104,8
2006		1.379,5	31,1	49,7	214,7	193,8	55,3	76,5	38,5	199,7	53,5	34,5	183,1	76,9	54,3	117,7
2005	4 kw.	321,6	7,5	11,3	51,2	42,5	11,5	17,7	9,5	48,3	11,5	8,5	42,2	19,3	12,4	28,1
2006	1 kw.	332,2	7,5	11,6	53,2	44,5	12,5	18,1	9,7	49,6	12,7	8,7	43,6	19,3	13,1	28,1
	2 kw.	340,6	7,7	12,3	53,3	47,6	13,0	18,4	9,8	49,8	12,7	8,5	45,1	18,9	13,4	30,3
	3 kw.	346,3	7,8	12,7	54,3	49,5	14,2	19,3	9,6	49,7	13,5	8,6	45,8	19,0	13,7	28,7
	4 kw.	360,3	8,1	13,1	54,0	52,2	15,6	20,7	9,5	50,7	14,6	8,6	48,6	19,7	14,1	30,7
2007	1 kw.	365,5	.	.	.	.	15,6	20,5	10,0	48,5	14,1	8,5	49,0	21,2	14,7	.
2006	paź.	118,2	2,7	4,4	18,0	17,1	5,2	7,0	3,1	16,0	4,7	3,0	15,7	6,4	4,7	10,3
	lis.	120,0	2,7	4,3	18,1	17,3	5,3	6,8	3,4	17,1	5,0	2,9	16,5	6,7	4,6	9,4
	gru.	122,2	2,7	4,4	18,0	17,9	5,1	6,9	3,1	17,6	4,9	2,8	16,4	6,7	4,7	11,0
2007	sty.	121,4	2,8	4,5	18,9	17,7	5,1	7,0	3,5	16,6	4,6	2,8	16,5	7,0	4,9	9,4
	lut.	121,4	2,8	4,4	18,7	17,8	5,2	6,8	3,2	16,2	4,8	2,8	16,2	7,0	4,9	10,6
	mar.	122,8	.	.	.	.	5,3	6,6	3,3	15,8	4,7	2,8	16,3	7,1	4,9	.
								Procentowy udział w eksporcie ogółem								
2006		100,0	2,3	3,6	15,6	14,0	4,0	5,5	2,8	14,5	3,9	2,5	13,3	5,6	3,9	8,5
								Import (c.i.f.)								
2003		987,7	23,7	36,9	138,6	108,9	47,2	50,4	19,2	110,5	74,4	52,0	141,8	68,8	39,7	75,5
2004		1.073,3	25,4	39,8	145,0	116,6	56,4	53,5	23,2	113,1	92,1	54,4	161,0	72,8	45,2	74,8
2005		1.223,2	26,3	42,2	152,5	129,2	76,7	58,0	25,2	119,9	117,9	53,1	189,8	95,9	53,5	82,8
2006		1.390,7	27,4	47,4	165,6	153,7	94,4	62,1	29,1	128,2	143,6	56,0	212,5	109,5	65,9	95,3
2005	4 kw.	328,3	6,6	11,0	39,3	34,0	21,1	15,2	6,7	31,1	32,1	13,7	52,8	26,3	14,8	23,6
2006	1 kw.	337,5	6,7	11,3	41,1	35,3	23,3	15,0	7,1	31,7	33,4	14,2	51,7	26,7	15,6	24,5
	2 kw.	344,6	6,7	11,5	42,9	37,3	24,5	15,4	7,5	31,6	34,4	13,9	53,7	27,0	15,9	22,5
	3 kw.	353,9	7,0	12,1	41,4	39,4	23,8	15,9	7,3	32,2	36,0	14,3	54,7	27,9	16,7	25,3
	4 kw.	354,7	6,9	12,6	40,3	41,7	22,9	15,8	7,3	32,6	39,8	13,6	52,4	27,9	17,8	23,1
2007	1 kw.	358,0	.	.	.	.	22,7	16,7	7,9	33,0	42,0	14,5	51,2	25,7	18,1	.
2006	paź.	117,7	2,2	4,1	13,4	13,8	7,6	5,2	2,4	10,9	12,5	4,6	17,9	9,2	5,7	8,3
	lis.	116,2	2,3	4,1	13,5	13,6	7,6	5,2	2,4	10,4	13,4	4,5	17,4	9,3	5,9	6,5
	gru.	120,8	2,4	4,5	13,4	14,2	7,7	5,3	2,5	11,4	13,8	4,5	17,1	9,4	6,2	8,3
2007	sty.	119,5	2,4	4,3	13,4	14,1	7,5	5,5	2,6	11,1	13,8	5,0	17,3	8,8	6,2	7,4
	lut.	120,9	2,2	4,2	13,5	13,8	7,6	5,6	2,7	11,2	14,0	4,8	17,7	8,8	6,1	8,7
	mar.	117,7	.	.	.	.	7,5	5,6	2,7	10,6	14,3	4,7	16,2	8,1	5,8	.
								Procentowy udział w imporcie ogółem								
2006		100,0	2,0	3,4	11,9	11,0	6,8	4,5	2,1	9,2	10,3	4,0	15,3	7,9	4,7	6,9
								Saldo								
2003		69,2	1,2	1,7	55,9	16,1	-18,1	12,9	5,6	56,5	-39,3	-20,7	-6,4	-9,6	-1,8	15,4
2004		69,5	0,4	2,4	60,3	21,7	-20,5	12,7	8,9	59,5	-51,8	-21,1	-10,7	-8,6	-4,9	21,2
2005		13,8	2,7	2,9	50,6	28,7	-33,1	12,7	9,6	65,1	-74,6	-19,1	-23,9	-23,0	-6,7	21,9
2006		-11,3	3,8	2,2	49,1	40,2	-39,1	14,4	9,5	71,5	-90,2	-21,6	-29,4	-32,6	-11,6	22,4
2005	4 kw.	-6,7	0,9	0,4	11,9	8,5	-9,6	2,5	2,8	17,2	-20,6	-5,2	-10,5	-7,0	-2,4	4,4
2006	1 kw.	-5,4	0,8	0,3	12,1	9,2	-10,8	3,0	2,6	17,9	-20,8	-5,4	-8,0	-7,4	-2,4	3,6
	2 kw.	-4,0	1,0	0,8	10,4	10,2	-11,5	3,0	2,3	18,1	-21,6	-5,4	-8,6	-8,1	-2,5	7,8
	3 kw.	-7,6	0,8	0,7	12,9	10,1	-9,6	3,4	2,3	17,5	-22,5	-5,7	-8,9	-8,9	-3,0	3,4
	4 kw.	5,7	1,2	0,5	13,7	10,5	-7,3	5,0	2,2	18,1	-25,2	-5,0	-3,8	-8,2	-3,6	7,6
2007	1 kw.	7,5	.	.	.	.	-7,0	3,8	2,2	15,5	-27,9	-6,0	-2,2	-4,5	-3,4	.
2006	paź.	0,5	0,5	0,3	4,6	3,2	-2,4	1,8	0,7	5,1	-7,8	-1,7	-2,1	-2,8	-0,9	2,0
	lis.	3,8	0,4	0,2	4,6	3,7	-2,3	1,6	0,9	6,7	-8,5	-1,6	-1,0	-2,7	-1,3	2,9
	gru.	1,5	0,3	-0,1	4,5	3,6	-2,6	1,6	0,6	6,2	-9,0	-1,7	-0,7	-2,7	-1,5	2,8
2007	sty.	1,9	0,4	0,2	5,5	3,7	-2,4	1,5	1,0	5,5	-9,2	-2,1	-0,9	-1,8	-1,4	2,0
	lut.	0,5	0,6	0,2	5,2	4,0	-2,4	1,3	0,5	4,9	-9,2	-2,0	-1,5	-1,7	-1,1	1,8
	mar.	5,1	.	.	.	.	-2,2	1,0	0,7	5,1	-9,6	-1,9	0,2	-1,0	-0,9	.

Źródła: Eurostat i obliczenia EBC oparte na danych Eurostatu (saldo i kolumny 5, 12 i 15).

8 KURSY WALUTOWE

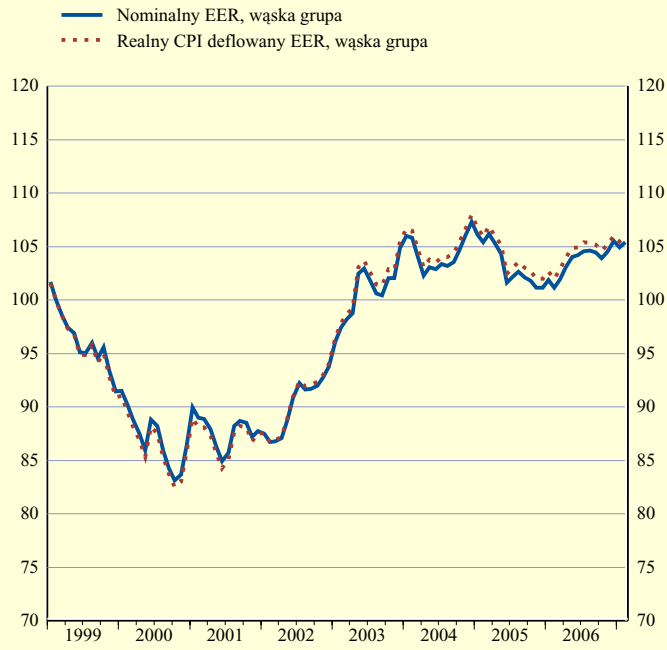
8.1 Efektywne kursy walutowe[1)]

(średnie okresowe; wskaźnik 1 kw. 1999 = 100)

		Wąska grupa (EER-24)						Szeroka grupa (EER-44)	
		Nominalny	Realny CPI	Realny PPI	Realny deflator PKB	Realny ULVM	Realny ULCT	Nominalny	Realny CPI
		1	2	3	4	5	6	7	8
2004		104,3	105,1	104,2	103,2	99,9	101,8	111,2	105,6
2005		103,3	104,1	102,5	100,9	97,4	99,3	109,7	103,7
2006		103,6	104,4	102,9	100,7	95,1	97,7	110,0	103,4
2006	1 kw.	101,7	102,5	100,9	99,0	94,1	96,6	107,4	101,2
	2 kw.	103,8	104,6	103,0	100,9	95,1	98,2	110,1	103,6
	3 kw.	104,5	105,3	103,7	101,4	95,7	98,3	111,2	104,5
	4 kw.	104,6	105,3	104,1	101,5	95,3	97,8	111,3	104,3
2007	1 kw.	105,5	106,0	104,8	.	.	.	112,0	104,7
2006	maj	104,0	104,9	103,3	-	-	-	110,5	104,0
	cze.	104,2	104,9	103,3	-	-	-	111,1	104,4
	lip.	104,5	105,4	103,8	-	-	-	111,3	104,7
	sie.	104,6	105,4	103,7	-	-	-	111,3	104,6
	wrz.	104,4	105,2	103,4	-	-	-	111,1	104,3
	paź.	103,9	104,6	103,4	-	-	-	110,4	103,6
	list.	104,5	105,2	103,9	-	-	-	111,1	104,2
	gru.	105,5	106,0	104,9	-	-	-	112,3	105,0
2007	sty.	104,9	105,5	104,4	-	-	-	111,5	104,3
	luty	105,4	105,9	104,8	-	-	-	111,9	104,6
	mar.	106,1	106,5	105,3	-	-	-	112,7	105,2
	kwie.	107,1	107,5	106,4	-	-	-	113,7	106,0
	maj	107,3	107,6	106,6	-	-	-	113,6	105,9
		Zmiana w stosunku do poprzedniego miesiąca (w %)							
2007	maj	0,1	0,2	0,2	-	-	-	-0,1	-0,1
		Zmiana w stosunku do poprzedniego roku (w %)							
2007	maj	3,2	2,6	3,2	-	-	-	2,8	1,8

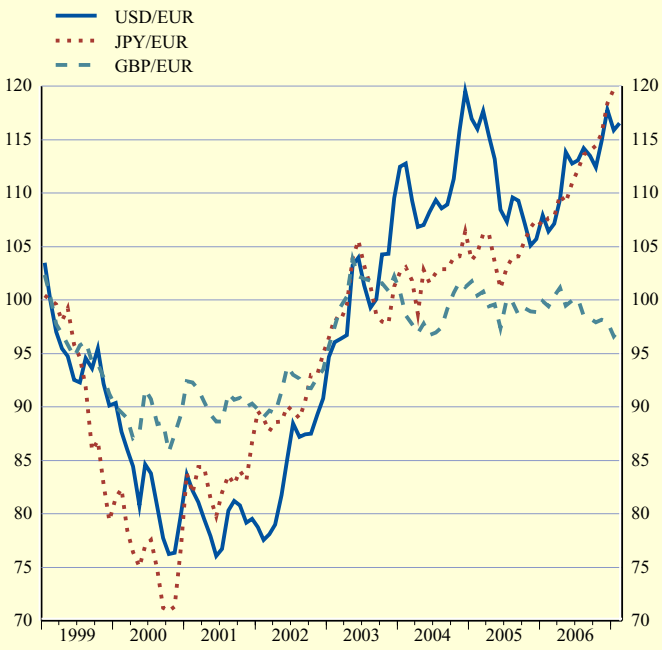
C35 Efektywne kursy walutowe

(średnie miesięczne; wskaźnik 1 kw. 1999 = 100)



C36 Dwustronne kursy walutowe

(średnie miesięczne; wskaźnik 1 kw. 1999 = 100)



Źródła: EBC.

1) Definicja grupy krajów-partnerów handlowych oraz inne informacje znajdują się w Uwagach ogólnych.

8.2 Kursy walutowe

(średnie okresowe; jednostki waluty krajowej za euro)

		DKK	SEK	GBP	USD	JPY	CHF	KRW	HKD	SGD	CAD	NOK	AUD
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2004		7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2005		7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006		7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2006	3 kw.	7,4604	9,2304	0,67977	1,2743	148,09	1,5768	1.217,10	9,9109	2,0125	1,4283	8,0604	1,6831
	4 kw.	7,4557	9,1350	0,67314	1,2887	151,72	1,5928	1.209,29	10,0269	2,0091	1,4669	8,2712	1,6740
2007	1 kw.	7,4524	9,1894	0,67062	1,3106	156,43	1,6162	1.230,80	10,2334	2,0073	1,5357	8,1690	1,6670
2006	list.	7,4564	9,1008	0,67397	1,2881	151,11	1,5922	1.205,01	10,0246	2,0049	1,4635	8,2446	1,6684
	gru.	7,4549	9,0377	0,67286	1,3213	154,82	1,5969	1.222,34	10,2704	2,0354	1,5212	8,1575	1,6814
2007	sty.	7,4539	9,0795	0,66341	1,2999	156,56	1,6155	1.217,83	10,1390	1,9983	1,5285	8,2780	1,6602
	luty	7,4541	9,1896	0,66800	1,3074	157,60	1,6212	1.225,25	10,2130	2,0049	1,5309	8,0876	1,6708
	mar.	7,4494	9,2992	0,68021	1,3242	155,24	1,6124	1.248,82	10,3464	2,0186	1,5472	8,1340	1,6704
	kwie.	7,4530	9,2372	0,67934	1,3516	160,68	1,6375	1.257,99	10,5634	2,0476	1,5334	8,1194	1,6336
	maj	7,4519	9,2061	0,68136	1,3511	163,22	1,6506	1.253,27	10,5642	2,0581	1,4796	8,1394	1,6378
		Zmiana w stosunku do poprzedniego miesiąca (w %)											
2007	maj	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,6	0,8	-0,4	0,0	0,5	-3,5	0,2	0,3
		Zmiana w stosunku do poprzedniego roku (w %)											
2007	maj	-0,1	-1,3	-0,3	5,8	14,4	6,1	4,3	6,7	2,2	4,4	4,4	-2,0

		CZK	EEK	CYP	LVL	LTL	HUF	MTL	PLN	SKK	BGL	RON [1]
		13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2004		31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	40,022	1,9533	40.510
2005		29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	38,599	1,9558	3,6209
2006		28,342	15,6466	0,57578	0,6962	3,4528	264,26	0,4293	3,8959	37,234	1,9558	3,5258
2006	3 kw.	28,337	15,6466	0,57579	0,6960	3,4528	275,41	0,4293	3,9537	37,842	1,9558	3,5415
	4 kw.	28,044	15,6466	0,57748	0,6969	3,4528	260,25	0,4293	3,8478	35,929	1,9558	3,4791
2007	1 kw.	28,037	15,6466	0,57915	0,7023	3,4528	252,32	0,4293	3,8863	34,347	1,9558	3,3812
2006	list.	28,029	15,6466	0,57770	0,6970	3,4528	258,84	0,4293	3,8248	35,884	1,9558	3,4955
	gru.	27,778	15,6466	0,57811	0,6976	3,4528	253,97	0,4293	3,8125	34,967	1,9558	3,4137
2007	sty.	27,840	15,6466	0,57842	0,6975	3,4528	253,88	0,4293	3,8795	34,751	1,9558	3,3922
	luty	28,233	15,6466	0,57918	0,7003	3,4528	253,30	0,4293	3,8943	34,490	1,9558	3,3823
	mar.	28,057	15,6466	0,57985	0,7088	3,4528	249,86	0,4293	3,8859	33,813	1,9558	3,3692
	kwie.	28,015	15,6466	0,58148	0,7036	3,4528	246,00	0,4293	3,8144	33,491	1,9558	3,3338
	maj	28,231	15,6466	0,58303	0,6965	3,4528	248,42	0,4293	3,7819	33,736	1,9558	3,2836
		Zmiana w stosunku do poprzedniego miesiąca (w %)										
2007	maj	0,8	0,0	0,3	-1,0	0,0	1,0	0,0	-0,9	0,7	0,0	-1,5
		Zmiana w stosunku do poprzedniego roku (w %)										
2007	maj	-0,1	0,0	1,4	0,1	0,0	-5,3	0,0	-2,9	-10,2	0,0	-6,4

		CNY [2]	HRK [2]	ISK	IDR [2]	MYR [2]	NZD	PHP [2]	RUR [2]	ZAR	THB [2]	TRL [3]
		24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2004		10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777.052
2005		10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771
2006		10,0096	7,3247	87,76	11.512,37	4,6044	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594	1,8090
2006	3 kw.	10,1506	7,3109	91,21	11.626,90	4,6786	2,0079	65,356	34,1602	9,1094	48,015	1,9118
	4 kw.	10,1339	7,3657	88,94	11.771,01	4,6734	1,9143	64,108	34,2713	9,4458	47,109	1,8781
2007	1 kw.	10,1688	7,3656	89,28	11.934,33	4,5842	1,8836	63,609	34,4795	9,4919	44,538	1,8492
2006	list.	10,1286	7,3482	89,29	11.772,03	4,6927	1,9263	64,186	34,2602	9,3616	47,049	1,8786
	gru.	10,3356	7,3564	91,59	12.003,18	4,6909	1,9094	65,274	34,7316	9,3092	47,224	1,8920
2007	sty.	10,1238	7,3711	91,02	11.796,04	4,5596	1,8699	63,552	34,4578	9,3440	45,850	1,8536
	luty	10,1326	7,3612	88,00	11.855,46	4,5706	1,8859	63,167	34,4060	9,3797	44,434	1,8260
	mar.	10,2467	7,3641	88,69	12.144,32	4,6212	1,8952	64,069	34,5680	9,7417	43,320	1,8659
	kwie.	10,4400	7,3967	88,36	12.290,98	4,6449	1,8394	64,421	34,9054	9,6089	44,010	1,8362
	maj	10,3689	7,3258	85,12	11.927,80	4,5962	1,8441	63,136	34,8999	9,4855	44,507	1,8029
		Zmiana w stosunku do poprzedniego miesiąca (w %)										
2007	maj	-0,7	-1,0	-3,7	-3,0	-1,0	0,3	-2,0	0,0	-1,3	1,1	-1,8
		Zmiana w stosunku do poprzedniego roku (w %)										
2007	maj	1,3	0,7	-7,2	3,4	-0,3	-8,9	-5,2	1,0	17,3	-8,3	-2,0

Źródło: EBC.
1) Dane sprzed 1 lipca 2005 r. odnoszą się do rumuńskiej waluty leja; 1 nowy lej (RON) to równowartość 10.000 starych ROL.
2) Od 1 kwietnia 2005 r., EBC oblicza i publikuje referencyjne kursy walutowe w stosunku do euro dla tych walut. Poprzednie dane są orientacyjne.
3) Dane sprzed stycznia 2005 r. w lirach tureckich (TRL); 1 nowa lira turecka stanowi równowartość 1.000.000 TRL.

9 KIERUNKI ROZWOJU POZA STREFĄ EURO

9.1 W innych państwach UE

(roczne zmiany procentowe, jeżeli nie zaznaczono inaczej)

1. Zmiany gospodarcze i finansowe

	Bułgaria	Czechy	Dania	Estonia	Cypr	Łotwa	Litwa	Węgry	Malta	Polska	Rumunia	Słowacja	Szwecja	Wlk. Brytania
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP)													
2005	6,0	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	9,1	2,8	0,8	2,1
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	2,2	6,6	3,8	4,0	2,6	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2006 3 kw.	6,7	2,4	1,8	4,4	2,6	6,6	4,0	4,6	3,2	1,5	5,9	4,8	1,5	2,4
4 kw.	5,7	1,1	1,6	4,5	1,5	6,2	4,2	6,4	1,1	1,3	4,8	3,5	1,4	2,7
2007 1 kw.	5,3	1,7	1,9	5,1	1,4	7,6	4,4	8,8	0,8	2,0	3,9	2,1	1,7	2,8
2006 gru.	6,1	1,5	1,7	5,1	1,5	6,8	4,5	6,6	0,8	1,4	4,9	3,7	1,4	3,0
2007 sty.	6,8	1,4	1,8	5,0	1,4	7,1	4,0	8,4	1,2	1,6	4,1	2,2	1,6	2,7
lut.	4,6	1,7	1,9	4,6	1,2	7,2	4,4	9,0	0,8	1,9	3,9	2,0	1,7	2,8
mar.	4,4	2,1	1,9	5,6	1,4	8,5	4,8	9,0	0,5	2,4	3,7	2,1	1,6	3,1
kwie.	4,4	2,7	1,7	5,6	1,6	8,8	4,9	8,7	-1,1	2,2	3,8	2,0	1,6	2,8
	Deficyt (-)/nadwyżka (+) sektora instytucji rządowych i samorządowych jako % PKB													
2004	2,2	-2,9	2,0	2,3	-4,1	-1,0	-1,5	-6,5	-4,9	-5,7	-1,5	-2,4	0,8	-3,1
2005	1,9	-3,5	4,7	2,3	-2,3	-0,2	-0,5	-7,8	-3,1	-4,3	-1,4	-2,8	2,1	-3,1
2006	3,3	-2,9	4,2	3,8	-1,5	0,4	-0,3	-9,2	-2,6	-3,9	-1,9	-3,4	2,2	-2,8
	Dług publiczny brutto jako % PKB[1)]													
2004	37,9	30,7	44,0	5,2	70,3	14,5	19,4	59,4	73,9	45,7	18,8	41,5	52,4	40,3
2005	29,2	30,4	36,3	4,4	69,2	12,0	18,6	61,7	72,4	47,1	15,8	34,5	52,2	42,2
2006	22,8	30,4	30,2	4,1	65,3	10,0	18,2	66,0	66,5	47,8	12,4	30,7	46,9	43,5
	Rentowność długoterminowych obligacji skarbowych w % rocznie, średnie okresowe													
2006 list.	4,38	3,78	3,78	-	4,26	4,95	4,28	7,01	4,34	5,20	7,56	4,25	3,62	4,45
gru.	4,18	3,68	3,78	-	4,26	4,90	4,28	6,81	4,33	5,14	7,42	4,15	3,65	4,54
2007 sty.	4,27	3,84	4,00	-	4,36	4,92	4,28	6,96	4,34	5,17	7,39	4,25	3,90	4,94
lut.	4,24	3,78	4,05	-	4,42	5,07	4,28	6,96	4,38	5,19	7,52	4,28	3,93	4,97
mar.	4,22	3,76	3,96	-	4,47	5,14	4,24	6,79	4,38	5,19	7,53	4,24	3,79	4,88
kwie.	4,28	3,92	4,18	-	4,44	5,52	4,18	6,65	4,44	5,28	7,39	4,26	4,04	5,10
	3-miesięczne stopy procentowe w % rocznie, średnie okresowe													
2006 list.	3,84	2,64	3,72	3,66	3,80	4,36	3,61	-	3,90	4,20	8,71	4,94	3,08	5,23
gru.	4,01	2,56	3,84	3,81	3,76	4,21	3,72	8,20	3,90	4,20	8,19	4,82	3,21	5,29
2007 sty.	4,06	2,58	3,92	3,90	3,82	3,82	3,79	8,15	3,85	4,20	6,69	4,50	3,35	5,49
lut.	4,09	2,59	3,99	3,94	3,87	5,61	3,87	-	4,10	4,20	7,13	4,60	3,43	5,57
mar.	4,19	2,56	4,07	4,06	3,97	6,30	4,05	8,10	4,18	4,22	7,49	4,48	3,43	5,55
kwie.	4,30	2,60	4,16	4,42	3,99	9,32	4,41	8,20	4,19	4,31	7,33	4,05	3,51	5,65
	Realny PKB													
2005	6,2	6,1	3,1	10,5	3,9	10,6	7,6	4,2	3,0	3,6	4,1	6,0	2,9	1,9
2006	6,0	6,1	3,2	11,4	3,8	11,9	7,5	3,9	2,9	6,1	7,6	8,3	4,2	2,8
2006 3 kw.	6,7	6,0	2,7	11,3	3,8	11,9	6,9	3,9	2,3	5,9	8,2	9,8	4,2	2,9
4 kw.	5,7	5,8	3,1	10,9	3,6	11,7	7,0	3,3	3,6	6,6	7,6	9,6	4,3	3,0
2007 1 kw.	.	.	.	.	.	10,7	8,0	3,1	.	.	5,8	9,0	3,3	2,9
	Saldo na rachunkach bieżącym i kapitałowy jako % PKB													
2005	-11,1	-2,4	3,9	-9,5	-5,1	-11,2	-5,9	-6,0	-4,9	-1,4	-7,9	-8,6	7,1	-2,3
2006	-15,4	-4,0	2,4	-12,3	-5,9	-19,9	-9,7	-4,9	-3,3	-1,7	-10,4	-8,4	6,7	-3,3
2006 3 kw.	-12,1	-5,9	2,8	-10,6	-2,3	-16,3	-8,3	-5,4	-6,0	-1,6	-13,6	-9,3	6,0	-3,0
4 kw.	-4,3	-5,1	4,4	-12,6	8,6	-22,7	-11,1	-4,2	5,2	-0,7	-9,5	-10,1	7,3	-3,5
2007 1 kw.	-24,5	-5,3	1,2	-14,5	-19,5	-25,3	-10,0	-2,9	-3,0	-2,6	-10,7	-7,3	7,4	-3,3
	Jednostkowe kosztypracy													
2005	2,4	-0,5	0,9	2,7	1,3	15,5	3,4	3,1	0,0	0,9	.	0,5	0,6	.
2006	4,5	.	2,5	5,7	0,1	13,8	7,0	.	-0,7	.	.	1,2	-0,4	.
2006 3 kw.	-	.	2,0	5,1	-	-	3,5	-	-0,6	-	-	3,0	-0,3	.
4 kw.	-	.	2,9	5,6	-	-	11,1	-	-0,9	-	-	0,3	0,6	.
2007 1 kw.	-	.	4,0	8,3	-	-	10,0	-	-1,2	-	-	0,6	0,1	.
	Standardowa stopa bezrobocia jako % siły roboczej													
2005	10,1	7,9	4,8	7,9	5,2	8,9	8,3	7,2	7,3	17,7	7,1	16,3	7,4	4,8
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	4,7	6,8	5,6	7,5	7,3	13,8	7,3	13,4	7,0	5,3
2006 3 kw.	9,2	7,1	3,7	5,8	4,6	6,6	5,9	7,6	7,2	13,4	7,7	13,1	6,9	5,4
4 kw.	8,2	6,6	3,6	5,5	4,5	6,1	5,0	7,7	7,0	12,6	7,3	12,3	6,5	5,3
2007 1 kw.	8,1	6,3	3,4	4,8	4,4	5,9	5,7	8,0	6,6	11,8	7,7	11,1	6,5	.
2007 sty.	8,3	6,5	3,3	4,8	4,4	6,0	5,9	7,9	6,7	12,1	7,7	11,3	6,5	5,4
lut.	8,2	6,3	3,4	4,8	4,4	5,9	5,7	8,0	6,6	11,8	7,6	11,1	6,5	5,4
mar.	7,9	6,2	3,4	4,8	4,3	5,7	5,6	8,2	6,6	11,5	7,7	10,8	6,4	.
kwie.	7,5	6,1	3,2	4,7	4,4	5,8	5,4	8,2	6,4	11,2	7,2	10,5	6,2	.
maj	.	.	.	.	.	.	.	8,3	.	.	.	.	.	.

Źródła: Komisja Europejska (Dyrekcja do Spraw Gospodarczych i Finansowych), dane krajowe oraz wyliczenia Reuters i EBC.

9.2 W Stanach Zjednoczonych i Japonii

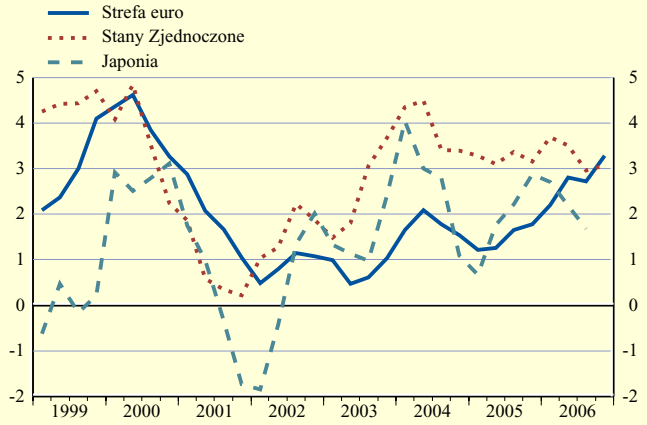
(roczne zmiany procentowe; jeżeli nie zaznaczono inaczej)

1. Zmiany gospodarcze i finansowe

	CPI	ULCM [1]	Realny PKB	Wskaźnik produkcji przemysłowej (przetwórstwo przemysłowe)	Stopa bezrobocia jako % siły roboczej (s.s.)	Szeroki pieniądz [2]	3-miesięczna stopa procentowa depozytów międzybankowych (w % rocznie) [3]	Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych [3] w % rocznie	Kurs walutowy [4] waluty krajowej do euro	Deficyt (-)/ nadwyżka (+) fiskalna jako procent PKB	Dług publiczny brutto jako % PKB [5]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stany Zjednoczone										
2003	2,3	0,8	2,5	1,3	6,0	6,9	1,22	4,00	1,1312	-4,8	48,0
2004	2,7	0,1	3,9	3,0	5,5	4,6	1,62	4,26	1,2439	-4,6	48,8
2005	3,4	-0,1	3,2	4,0	5,1	4,3	3,56	4,28	1,2441	-3,7	49,2
2006	3,2	-0,2	3,3	5,0	4,6	4,7	5,19	4,79	1,2556	.	.
2006 1 kw.	3,6	1,9	3,7	4,9	4,7	4,7	4,76	4,57	1,2023	-2,3	49,8
2 kw.	4,0	0,1	3,5	5,5	4,6	4,7	5,21	5,07	1,2582	-2,3	48,6
3 kw.	3,3	-2,2	3,0	6,1	4,7	4,5	5,43	4,90	1,2743	-2,6	48,5
4 kw.	1,9	-0,4	3,1	3,6	4,5	5,0	5,37	4,63	1,2887	.	.
2007 1 kw.	2,4	-2,0	1,9	2,3	4,5	5,7	5,36	4,68	1,3106	.	.
2007 sty.	2,1	-	-	2,1	4,6	5,5	5,36	4,76	1,2999	-	-
luty	2,4	-	-	2,4	4,5	5,5	5,36	4,73	1,3074	-	-
mar.	2,8	-	-	2,5	4,4	6,1	5,35	4,56	1,3242	-	-
kwie.	2,6	-	-	2,0	4,5	6,5	5,35	4,69	1,3516	-	-
maj	.	-	-	.	4,5	.	5,36	4,75	1,3511	-	-
	Japonia										
2003	-0,2	-3,9	1,5	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	151,4
2004	0,0	-4,9	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,5	157,6
2005	-0,3	-0,6	1,9	1,1	4,4	1,8	0,06	1,39	136,85	-5,9	164,2
2006	0,2	-2,6	2,2	4,8	4,1	1,1	0,30	1,74	146,02	.	.
2006 1 kw.	-0,1	-1,7	2,7	3,0	4,2	1,7	0,08	1,58	140,51	.	.
2 kw.	0,2	-2,4	2,1	4,7	4,1	1,4	0,21	1,90	143,81	.	.
3 kw.	0,6	-2,8	1,5	5,6	4,1	0,6	0,41	1,80	148,09	.	.
4 kw.	0,3	-3,5	2,4	5,9	4,1	0,7	0,49	1,70	151,72	.	.
2007 1 kw.	-0,1	.	2,2	3,0	4,0	1,0	0,62	1,68	156,43	.	.
2007 sty.	0,0	-3,1	-	4,4	4,0	0,9	0,56	1,71	156,56	-	-
luty	-0,2	-1,9	-	3,1	4,0	1,0	0,59	1,71	157,60	-	-
mar.	-0,1	.	-	1,9	4,0	1,1	0,71	1,62	155,24	-	-
kwie.	0,0	.	-	2,3	3,8	1,1	0,66	1,67	160,68	-	-
maj	.	.	-	.	.	.	0,67	1,67	163,22	-	-

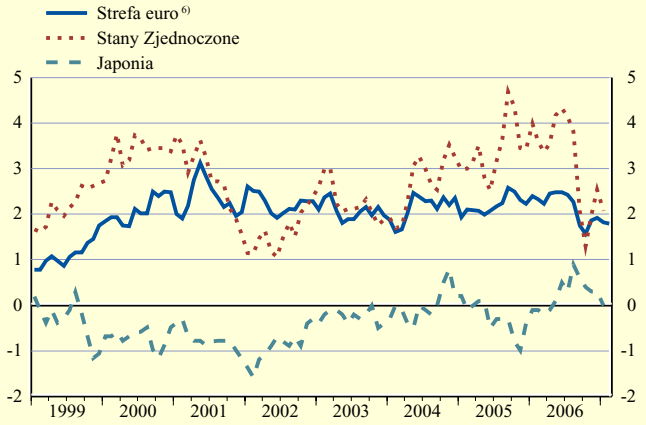
C37 Realne PKB

(roczne zmiany procentowe; kwartalnie)



C38 Wskaźnik CPI

(roczne zmiany procentowe; miesięcznie)



Źródła: Dane krajowe (kolumny 1, 2 (Stany Zjednoczone), 3, 4, 5 (Stany Zjednoczone), 6, 9 i 10); OECD (kolumna 2 (Japonia)); Eurostat (kolumna 5 (Japonia), wykres danych strefy euro); Reuters (kolumny 7 i 8); obliczenia EBC (kolumna 11).

1) Dane dla Stanów Zjednoczonych są skorygowane sezonowo.
2) Wartości średniookresowe; M3 dla USA, M2+certyfikaty depozytowe dla Japonii.
3) Więcej informacji zamieszczono w sekcjach 4.6 i 4.7.
4) Więcej informacji zamieszczono w sekcji 8.2.
5) Skonsolidowane zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych (koniec okresu).
6) Dane odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Więcej informacji na ten temat można znaleźć w Uwagach ogólnych.

SPIS WYKRESÓW

C1 Agregaty monetarne S12
C2 Czynniki kreacji pieniądza S12
C3 Składniki agregatów monetarnych S13
C4 Składniki długoterminowych zobowiązań finansowych S13
C5 Kredyty i pożyczki dla instytucji pośrednictwa finansowego i przedsiębiorstw S14
C6 Kredyty i pożyczki dla gospodarstw domowych S15
C7 Kredyty i pożyczki dla instytucji rządowych oraz nierezydentów strefy euro S16
C8 Depozyty ogółem wg sektorów (instytucje pośrednictwa finansowego) S17
C9 Depozyty ogółem i depozyty ujęte M3, wg sektorów (instytucje pośrednictwa finansowego) S17
C10 Depozyty ogółem wg sektorów (przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) S18
C11 Depozyty ogółem i depozyty ujęte w M3 (przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) S18
C12 Depozyty instytucji rządowych oraz nierezydentów strefy euro S19
C13 Papiery wartościowe w posiadaniu MIF S20
C14 Aktywa funduszy inwestycyjnych ogółem S24
C15 Wartości w obiegu i emisje brutto dłużnych papierów wartościowych przez rezydentów strefy euro ogółem S35
C16 Emisje netto dłużnych papierów wartościowych skorygowane sezonowo i nieskorygowane sezonowo S37
C17 Roczne stopy wzrostu długoterminowych dłużnych papierów wartościowych w podziale wg sektora emitenta we wszystkich walutach łącznie S38
C18 Roczne stopy wzrostu krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych w podziale wg sektora emitenta we wszystkich walutach łącznie S39
C19 Roczne stopy wzrostu akcji dopuszczonych do obrotu, wyemitowanych przez rezydentów strefy euro S40
C20 Emisje brutto akcji dopuszczonych do obrotu w podziale wg sektora emitenta S41
C21 Nowe depozyty terminowe S43
C22 Nowe kredyty i pożyczki o zmiennej stopie procentowej i z okresem trwania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku S43
C23 Stopu procentowe rynku pieniężnego strefy euro S44
C24 3-miesięczne stopy procentowe rynku pieniężnego S44
C25 Rentowność obligacji skarbowych strefy euro S45
C26 Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych S45
C27 Dow Jones EURO STOXX Broad, Standard & Poor's 500 i Nikkei 225 S46
C28 Deficyt, potrzeby pożyczkowe i zmiana poziomu długu publicznego S59
C29 Dług publiczny obliczany zgonie z metodologią służącą do oceny wypełniania kryterium Maastricht S59
C30 Bilans płatniczy – saldo rachunku bieżącego S60
C31 Bilans płatniczy – inwestycje bezpośrednie i portfelowe S60
C32 Bilans płatniczy – towary S61
C33 Bilans płatniczy – usługi S61
C34 Główne transakcje bilansu płatniczego powodujące zmiany w aktywach zewnętrznych netto MIF S65
C35 Efektywne kursy walutowe S72
C36 Dwustronne kursy walutowe S72
C37 Realne PKB S75
C38 Wskaźnik CPI S75

UWAGI TECHNICZNE

DOTYCZĄCE TABELI PRZEGLĄDOWEJ STREFY EURO

OBLICZANIE STOPY WZROSTU DLA ROZWOJU MONETARNEGO

Średnia stopa wzrostu dla kwartału kończącego się w miesiącu t jest obliczana jako:

$$\text{a)} \quad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

gdzie I_t jest wskaźnikiem skorygowanych stanów w miesiącu t (patrz również poniżej) Podobnie, dla roku kończącego się w miesiącu t, średnia stopa wzrostu jest obliczana jako:

$$\text{b)} \quad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

DOTYCZĄCE CZĘŚCI 2.1 DO 2.6

OBLICZANIE TRANSAKCJI

Miesięczne transakcje oblicza się na podstawie miesięcznych różnic w stanach skorygowanych o reklasyfikacje, inne aktualizacje z wyceny, zmiany kursowe i wszelkie inne zmiany nie wynikające z transakcji.

Jeśli L_t oznacza stan na koniec miesiąca t, C_t^M korektę o reklasyfikację, E_t^M korektę kursu walutowego a V_t^M korektu o inne aktualizacje z wyceny, to transakcje F_t^M w miesiącu t są definiowane jako:

$$\text{c)} \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Podobnie, kwartalne transakcje F_t^Q dla kwartału kończącego się w miesiącu t są definiowane jako:

$$\text{d)} \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

gdzie L_{t-3} oznacza stan na koniec miesiąca t-3 (koniec poprzedniego kwartału), a na przykład C_t^Q oznacza korektę o reklasyfikację w kwartale kończącym się w miesiącu t.

Dla tych kwartalnych szeregów statystycznych, dla których miesięczne obserwacje są obecnie dostępne (patrz poniżej) transakcje kwartalne mogą być również wyprowadzone jako suma trzech transakcji miesięcznych w danym kwartale.

OBLICZANIE STÓP WZROSTU DLA SZEREGÓW MIESIĘCZNYCH

Stopy wzrostu można obliczyć na podstawie transakcji lub na podstawie wskaźnika skorygowanych stanów. Jeśli F_t^M i L_t są zdefiniowane jak powyżej, wskaźnik I_t skorygowanych stanów w miesiącu t definiuje się jako:

$$\text{e)} \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Za podstawę tego wskaźnika (nieskorygowanego sezonowo szeregu statystycznego) przyjęto obecnie grudzień 2006 = 100. Szeregi czasowe wskaźnika skorygowanych stanów dostępne są na stronie internetowej EBC (www. ecb. int) pod nagłówkiem „Money, banking and financial markets" w dziale „Statistics".

Roczna stopa wzrostu at dla miesiąca t – tzn. zmiana w ciągu 12 miesięcy kończących się miesiącem t – może być obliczona przy zastosowaniu jednego z dwóch poniższych wzorów:

$$\text{f)} \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + {F_{t-i}^M}/{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$\text{g)} \quad a_t = \left({I_t}/{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

O ile nie zaznaczono inaczej, roczne stopy wzrostu odnoszą się do końca wskazanego okresu. Na przykład, roczną zmianę procentową

dla roku 2002 we wzorze g) można wyliczyć dzieląc wskaźnik dla grudnia 2002 r. przez wskaźnik dla grudnia 2001 r.

Stopy wzrostu dla okresów w trakcie roku można otrzymać poprzez przekształcenie wzoru g). Na przykład, stopa wzrostu miesiąc do miesiąca a_t^M może być obliczona jako:

$$\text{h)} \quad a_t^M = \left(I_t \Big/ I_{t-1} - 1 \right) \times 100$$

Wreszcie, trzymiesięczną średnią ruchomą dla rocznej stopy wzrostu M3 można obliczyć za pomocą następującego działania: $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$, gdzie a_t jest definiowana jak w punkcie f) lub g) powyżej.

OBLICZANIE STÓP WZROSTU DLA SZEREGÓW KWARTALNYCH

Jeśli F_t^Q i L_{t-3} są zdefiniowane jak powyżej, to wskaźnik I_t skorygowanych stanów dla kwartału kończącego się w miesiącu t może być obliczony według wzoru:

$$\text{i)} \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Roczna stopa wzrostu w czterech kwartałach kończących się w miesiącu t, tzn. a_t może być obliczona przy użyciu wzoru g).

KOREKTY SEZONOWE STATYSTYKI MONETARNEJ STREFY EURO[1]

Stosowana metoda opiera się na rozkładzie multiplikatywnym przez X-12-ARIMA[2]. Do korekt sezonowych można zaliczyć korektę o dzień tygodnia. Dla niektórych szeregów statystycznych korekty sezonowe są przeprowadzane pośrednio za pomocą liniowej kombinacji składników. W szczególności ma to miejsce w przypadku M3, który jest wyliczany poprzez zagregowanie skorygowanych sezonowo szeregów dla M1, M2 minus M1, i M3 minus M2.

Procedury korekty sezonowej stosuje się najpierw do wskaźnika skorygowanych stanów[3]. Otrzymane szacunkowe wielkości czynników sezonowych są następnie stosowane do poziomów i do zmian wynikających z reklasyfikacji i aktualizacji z wyceny, dając z kolei wynik w postaci skorygowanych sezonowo transakcji. Czynniki sezonowe (i dnia operacyjnego) są weryfikowane co roku lub w razie potrzeby.

DOTYCZĄCE CZĘŚCI 3.1 DO 3.5

BILANSOWANIE ZUŻYCIA I ZASOBÓW

Dane zawarte w tabeli 3.1 są dostosowane do podstawowej tożsamości księgowej (ang. *accounting identity*). Jeśli chodzi o transakcje niefinansowe, dla każdej kategorii transakcji całkowite wykorzystanie jest równe zasobom całkowitym. Podobnie w przypadku rachunków finansowych, gdzie ta tożsamość księgowa jest również odzwierciedlona, np. dla każdej kategorii instrumentu finansowego, ogół transakcji po stronie aktywów równa się ogółowi transakcji po stronie pasywów. W przypadku innych zmian na rachunku aktywów oraz bilansie finansowym (ang. *financial balance sheets*), aktywa finansowe ogółem równają się pasywom ogółem dla każdej kategorii instrumentu finansowego, za wyjątkiem złota monetarnego oraz specjalnych praw ciągnienia, które z samej definicji nie stanowią zobowiązania żadnego sektora.

1 Szczegółowe informacje – patrz „Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area" EBC (sierpień 2000) oraz dział „Statistics" strony internetowej EBC (www.ecb.int) pod pozycją „Monetary statistics".

2 Szczegółowe informacje – patrz D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto i B.C. Chen (1998) „New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program", Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2, str. 127-152 lub „X-12-ARIMA Reference Manual", Time Series Staff, Bureau of Census, Washington D.C.
Do celów wewnętrznych stosuje się także metodę opartą na modelu TRAMO-SEATS. Szczegółowe informacje na temat TRAMO-SEATS – patrz V. Gomez i A. Maravall (1996) „Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User", Bank Hiszpanii, Working Paper No. 9628, Madryt.

3 Stąd dla skorygowanych sezonowo szeregów statystycznych, poziom wskaźnika dla okresu bazowego, tj. grudnia 2001 r., na ogół nie równa się 100, ze względu na sezonowość tego miesiąca.

OBLICZANIE BILANSUJĄCYCH SIĘ POZYCJI

Pozycje bilansujące się na końcu każdego rachunku w tabeli 3.1 oraz 3.2 wyliczane są w następujący sposób:

Bilans równa się wartości importu minus wartość eksportu towarów i usług ze strefy euro do pozostałej części świata.

Nadwyżka operacyjna netto oraz dochód mieszany są definiowane jedynie dla sektorów rezydentów oraz obliczane jako wartość dodana brutto (dla strefy euro jest to produkt krajowy brutto (PKB) obliczony po cenach rynkowych) minus wynagrodzenia pracowników, minus inne podatki pomniejszone o dotacje na cele produkcyjne (rozchody) minus zużycie kapitału trwałego (zużycie) (ang. *consumption of fixed capital (uses)*).

Dochód narodowy netto jest definiowany jedynie dla sektorów rezydentów i obliczany jako dochód mieszany plus wynagrodzenia pracowników (przychody) plus podatki pomniejszone o dotacje na cele produkcyjne (przychody) plus dochód netto z tytułu własności(przychody minus rozchody).

Dochód do dyspozycji netto jest także definiowany jedynie dla sektorów rezydentów i równa się dochodowi narodowemu netto plus bieżące podatki od dochodu i majątku (przychody minus rozchody) plus składki netto na ubezpieczenie społeczne plus świadczenia społeczne inne niż transfery socjalne w naturze (ang. social transfers in kind) plus różne transfery bieżące netto (przychody minus rozchody).

Oszczędności netto (ang. *net saving*) są definiowane dla sektorów rezydentów i obliczane jako dochód do dyspozycji netto plus korekta netto z tytułu zmian udziałów gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych (ang. *net adjustment for the change in equity of households in pension funds reserves*) (przychody minus rozchody) minus spożycie (rozchody). Dla pozostałej części świata zewnętrzny rachunek obrotów bieżących (ang. *current external account*) został opracowany jako saldo obrotów handlowych plus cały dochód netto (przychody minus rozchody).

Pożyczki i kredyty udzielone netto/Zaciągnięte pożyczki i kredyty netto obliczane są z rachunku kapitałowego jako oszczędności netto plus transfery kapitałowe netto (ang. *net capital transfers*) (przychody minus rozchody) minus akumulacja (ang. *gross capital formation*) (rozchody) minus przyrost aktywów o wyjątkowej wartościnabycie pomniejszone o rozdysponowanie nieprodukowanych aktywów niefinansowych (rozchody) plus zużycie kapitału trwałego (przychody). Mogą one również być obliczone na rachunku finansowym jako transakcje ogółem na aktywach finansowych minus transakcje ogółem na pasywach (znane również jako zmiana finansowej wartości netto wynikająca z transakcji. Dla sektora gospodarstw domowych oraz sektora przedsiębiorstw występuje rozbieżność statystyczna pomiędzy tymi bilansującymi się pozycjami wyliczanymi odpowiednio z rachunku kapitałowego i finansowego.

Zmiany w wartości (majątku) netto są wyliczane jako zmiany wartości (majątku) netto wynikające z oszczędności i transferów kapitałowych plus inne zmiany w wartości (majątku) netto. Aktualnie wyklucza się inne zmiany w aktywach niefinansowych z powodu braku danych.

Wartość (majątek) finansowa netto obliczana jest jako aktywa finansowe ogółem minus pasywa ogółem, podczas gdy zmiany wartości (majątku) finansowej netto są równe sumie zmian w wartości (majątku) finansowej netto wynikającej z przeprowadzonych transakcji (udzielanie pożyczek i kredytów/kredyty i pożyczki netto zaciągnięte z rachunku finansowego) oraz z innych zmian wartości (majątku) finansowej netto.
Wreszcie, zmiany wartości (majątku) finansowej netto wynikające z transakcji obliczane są jako transakcje ogółem na aktywach finansowych minus transakcje ogółem na pasywach, a inne zmiany wartości (majątku) finansowej

są wyliczane jako wszystkie pozostałe zmiany w aktywach finansowych minus wszystkie pozostałe zmiany w pasywach.

DOTYCZĄCE CZĘŚCI 4.3 ORAZ 4.4

OBLICZANIE STÓP WZROSTU DŁUŻNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I AKCJI DOPUSZCZONYCH DO OBROTU PUBLICZNEGO

Stopy wzrostu z inwestycji są obliczane na podstawie transakcji finansowych i dlatego nie obejmują reklasyfikacji, aktualizacji z wyceny, zmian kursowych oraz innych zmian nie wynikających z transakcji. Można je obliczyć na podstawie transakcji lub wskaźnika skorygowanej wartości w obiegu. Jeśli N_t^M oznacza transakcje (emisje netto) w miesiącu t, a L_t wartość w obiegu na koniec miesiąca t, to wskaźnik I_t skorygowanej wartości w obiegu w miesiącu t określa się jako:

$$\text{j)} \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}}\right)$$

Podstawę stanowi wskaźnik równy 100 dla grudnia 2001 r. Roczna stopa zwrotu a_t dla miesiąca t, odpowiadająca zmianie w ciągu 12 miesięcy kończących się w miesiącu t, może być obliczona przy zastosowaniu jednego z dwóch poniższych wzorów:

$$\text{k)} \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11}\left(1 + {N_{t-i}^M}/{L_{t-1-i}}\right) - 1\right] \times 100$$

$$\text{l)} \quad a_t = \left({I_t}/{I_{t-12}} - 1\right) \times 100$$

Metoda stosowana do obliczania stóp wzrostu dłużnych papierów wartościowych jest taka sama jak metoda stosowana w przypadku agregatów pieniężnych, z tą różnicą, że zamiast „F" stosuje się „N". Powodem tego jest rozróżnienie pomiędzy różnymi sposobami uzyskania „emisji netto" dla celów statystycznych dotyczących emisji papierów wartościowych a obliczoną równowartością „transakcji" zastosowaną w przypadku agregatów monetarnych.

Średnia stopa wzrostu w kwartale kończącym się w miesiącu t jest obliczana jako:

$$\text{m)} \quad \left(\frac{0,5_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1\right) \text{x } 100$$

gdzie I_t to wskaźnik skorygowanej wartości [akcji] w obiegu w miesiącu t. Podobnie dla kończącego się w miesiącu t, średnia stopa wzrostu wyliczana jest w następujący sposób.

$$\text{n)} \quad \left(\frac{0,5_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1\right) \text{x } 100$$

Wzór wyliczeń stosowany dla części 4.3, wykorzystywany jest również w części 4.4., i podobnie jak tam. jest on oparty na wzorze stosowanym przy obliczaniu agregatów monetarnych. Część 4.4 opiera się na wartościach rynkowych, a podstawą wyliczeń są transakcje finansowe, które nie uwzględniają reklasyfikacji, aktualizacji z wyceny, ani innych zmian nie wynikających z transakcji. Nie uwzględniono zmian kursowych, ponieważ wszystkie akcje dopuszczone do obrotu publicznego, które ujęte zostały w tej statystyce są denominowane w euro.

SEZONOWA KOREKTA DANYCH STATYSTYCZNYCH DOTYCZĄCYCH EMISJI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH[4]

Zastosowane podejście opiera się na rozkładzie multiplikowanym przez X-12-ARIMA. Korekta sezonowa odnosząca się do papierów wartościowych ogółem prowadzona jest w sposób pośredni za pomocą liniowej kombinacji sektorów oraz rozkładu składników terminu pierwotnego.

Do obliczenia wskaźnika skorygowanej wartości akcji w obiegu zastosowano procedury korekty sezonowej. Otrzymane dane szacunkowe czynników sezonowych są następnie zastosowane w odniesieniu do stanów, z których z kolei wywodzą się emisje netto skorygowane sezonowo. Czynniki sezonowe są uaktualniane raz do roku lub w zależności od potrzeb.

Podobnie jak przedstawiono to we wzorach k) i l), stopa wzrostu at w miesiącu odpowiadającym zmianie, która nastąpiła w okresie 6 miesięcy kończącym się w miesiącu t można obliczyć przy pomocy jednego z dwóch poniższych wzorów.

o) $$a_t = \left[\prod_{i=0}^{5}\left(1+{N^M_{t-i}}/{L_{t-1-i}}\right)-1\right]\text{x } 100$$

p) $$a_t = \left({I_t}/{I_{t-6}}-1\right)\text{x } 100$$

DOTYCZĄCE TABELI I W CZĘŚCI 5.1

KOREKTA SEZONOWA HICP[4]

Stosowana metoda opiera się na rozkładzie multiplikatywnym przez X-12-ARIMA (patrz przypis 2 na stronie S78). Korekta sezonowa wartości ogółem HICP dla strefy euro jest dokonywana pośrednio poprzez agregowanie sezonowo skorygowanych szeregów statystycznych dla strefy euro dotyczących żywności przetworzonej, żywności nieprzetworzonej, dóbr przemysłowych za wyjątkiem energii, oraz usług. Energia dodawana jest bez korygowania, ponieważ nie ma w tym przypadku statystycznych dowodów sezonowości. Wskaźniki sezonowe są weryfikowane w okresach rocznych lub w razie potrzeby.

DOTYCZĄCE TABELI 2 W CZĘŚCI 7.1

SEZONOWA KOREKTA RACHUNKU BIEŻĄCEGO BILANSU PŁATNICZEGO

Stosowana metoda opiera się na rozkładzie multiplikatywnym przez X-12-ARIMA (patrz przypis 2 na stronie S78). Surowe dane o towarach, usługach, dochodach i transferach bieżących są wstępnie korygowane, by uwzględniały efekt „różnic w liczbie dni roboczych". W przypadku towarów, usług oraz przychodów korekta „dni roboczych" jest skorygowana pod kątem świąt państwowych. Dane dotyczące przychodów z tytułu sprzedaży towarów są wstępnie korygowane pod kątem „Wielkiejnocy". Sezonowa korekta tych pozycji dokonywana jest przy użyciu tych wstępnie skorygowanych szeregów statystycznych. Korekta sezonowa salda rachunku bieżącego dokonywana jest przez agregowanie skorygowanych sezonowo szeregów statystycznych dla towarów, usług, dochodu i transferów bieżących w strefie euro. Czynniki sezonowe (i dnia operacyjnego) są korygowane co pół roku lub w razie potrzeby.

4 Szczegółowe informacje zamieszczono w publikacji „Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area", EBC (sierpień 2000) oraz w części „Statistics" na stronie internetowej EBC (www.ecb.int), w rubryce „Money, banking and financial markets".

UWAGI OGÓLNE

Część Biuletynu Miesięcznego „Statystyka strefy euro" zawiera dane statystyczne dla strefy euro jako całości. Bardziej szczegółowe i obejmujące dłuższe okresy szeregi czasowe wraz z objaśnieniami są dostępne w części „Statistics" na stronie internetowej EBC (www.ecb.int). Pozwala to na przyjazny dla użytkownika dostęp do danych za pośrednictwem Hurtowni Danych Statystycznych EBC (http:sdw.ecb.int/), który obejmuje wyszukiwanie i pozyskiwanie danych. Dalszymi usługami dostępnymi w ramach części „Obsługa danych" są subskrypcja różnych zbiorów danych oraz bezpośrednie pozyskiwanie skompresowanych plików typu Comma Separated Value (CSV). Dalsze informacje możecie państwo uzyskać pod adresem e-mail: statistics@ecb.int.

Datą ostateczną przekazywania danych statystycznych do Biuletynu Miesięcznego EBC jest dzień poprzedzający pierwsze posiedzenie Rady Prezesów EBC w danym miesiącu. Dla niniejszego wydania Biuletynu datą tą był 5 czerwca 2007 r.

O ile nie zaznaczono inaczej, wszystkie szeregi danych zawierające obserwacje dotyczące 2007 r. odnoszą się do strefy euro 13 ((Euro 13), tj. obejmującej Słowenię) dla wszystkich szeregów czasowych. W przypadku stóp procentowych, statystyki monetarnej oraz HICP (oraz – zachowując konsekwencję – składniki i czynniki kreacji M3 oraz składniki indeksu HICP), szeregi statystyczne odnoszą się do zmieniającego się składu strefy euro. Jest to odpowiednio zaznaczone w przypisach do tabel. W takich przypadkach, gdy dostępne są dane dotyczące tych zagadnień, zmiany dotyczące 2001 r. oraz 2007 r. wyliczone w stosunku do 2000 r. i 2006 r., zarówno w ujęciu absolutnym, jak i procentowym, wykorzystują szeregi, które uwzględniają wpływ przystąpienia odpowiednio Grecji i Słowenii do strefy euro. Dane historyczne dotyczące strefy euro przed przystąpieniem Słowenii dostępne są na stronie internetowej EBC http://www.ecb.int /stats/services/downloads/html/index.en.html.

Szeregi statystyczne odnoszące się do zmieniającego się składu strefy euro oparte są na składzie strefy euro w okresie, do którego odnoszą się te dane statystyczne. Tak więc dane sprzed 2001 r. odnoszą się do strefy euro 11 (Euro 11), tj. do następujących państw członkowskich Unii Europejskiej: Belgii, Niemiec, Irlandii, Hiszpanii, Francji, Włoch, Luksemburga, Holandii, Austrii, Protugalii oraz Finlandii. Dane od 2001 r. do 2006 r. odnoszą się do strefy euro 12 (Euro 12), tj. krajów strefy euro 11 oraz Grecji. Dane z 2007 r. odnoszą się do strefy euro 13 (Euro 13), tj. krajów strefy euro 12 plus Słowenii.

Ponieważ skład ECU nie pokrywa się z dawnymi walutami państw, które przyjęły wspólną walutę, zmiany w kursach walut państw członkowskich UE, które nie wprowadziły euro mają wpływ na kwoty sprzed roku 1999, przeliczone z walut państw uczestniczących na ECU po obowiązujących wówczas kursach. Aby uniknąć tego wpływu na statystykę monetarną dane sprzed roku 1999 zawarte w częściach 2.1 do 2.8 wyrażone są w jednostkach przeliczonych z walut krajowych po nieodwołalnym kursie euro ustalonym w dniu 31 grudnia 1998 r. Jeśli nie zaznaczono inaczej, statystyka cen i kosztów sprzed 1999 r. oparta jest na danych wyrażonych w walutach krajowych.

Tam, gdzie zachodzi potrzeba zostały zastosowane metody agregacji i(lub) konsolidacji (w tym konsolidacji międzypaństwowej).

Najnowsze dane mają często charakter wstępny i mogą ulec zmianom. Rozbieżności pomiędzy wielkością całkowitą a jej składnikami mogą wynikać z zaokrągleń.

Grupa „Inne państwa członkowskie UE" obejmuje Bułgarię, Czechy, Danię, Estonię, Cypr, Łotwę, Litwę, Węgry, Maltę, Polskę, Rumunię, Słowenię, Słowację, Szwecję i Wielką Brytanię.

Terminologia użyta w tabelach w przeważającej części zgodna jest ze standardami międzynarodowymi, takimi jak zawarte w Europej-

skim Systemie Rachunków Narodowych i Regionalnych 1995 (ESA 95) oraz Podręczniku Bilansu Płatniczego MFW. Transakcje (ang. *transactions*) odnoszą się do dobrowolnych wymian (mierzonych bezpośrednio i pośrednio), podczas gdy transakcje (ang. *flows*) obejmują również zmiany stanów wynikające ze zmian cen i kursów walutowych, spisania w ciężar (odpisów) oraz innych zmian.

W tabelach termin „do (x) lat" oznacza „do x lat włącznie".

PRZEGLĄD STREFY EURO

W tabeli przeglądowej podsumowano zmiany najważniejszych wskaźników dla strefy euro.

STATYSTYKA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Część 1.4 przedstawia statystykę rezerwy obowiązkowej oraz czynników wpływających na płynność. Roczne i kwartalne dane dotyczą średnich ostatniego okresu utrzymywania rezerwy w danym roku/kwartale. Do grudnia 2003 r. okresy utrzymywania rezerwy rozpoczynały się 24 dnia kalendarzowego danego miesiąca i trwały do 23 dnia następnego miesiąca. 23 stycznia 2003 EBC r. ogłosił zmiany w podstawowych zasadach operacyjnych i zostały one wprowadzone 10 marca 2004 r. W wyniku tych zmian, okresy utrzymywania rezerwy będą się rozpoczynały w dniu rozliczenia podstawowej operacji refinansującej po posiedzeniu Rady Prezesów, w trakcie którego przewidziane jest dokonanie miesięcznej oceny nastawienia polityki pieniężnej. Wprowadzono okres przejściowy utrzymywania rezerwy, który obejmował czas od 24 stycznia do 9 marca 2004 r.

Tabela 1 w części 1.4 przedstawia składniki podstawy naliczania rezerwy dla instytucji kredytowych, będących podmiotem rezerwy obowiązkowej. Z podstawy naliczania rezerwy wyłączone zostały zobowiązania wobec innych instytucji kredytowych objętych systemem rezerwy obowiązkowej ESBC, EBC oraz wobec uczestniczących krajowych banków centralnych. Jeżeli dana instytucja kredytowa nie jest w stanie dowieść kwoty swoich zobowiązań wobec instytucji wymienionych powyżej z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych z terminem pierwotnym do dwóch lat, wówczas stosuje się standardowe wyłączenie z podstawy naliczania rezerwy obowiązkowej. Do listopada 1999 r. standardowe wyłączenie stanowiło 10%, a po tej dacie stanowi ono 30% wielkości ww. zobowiązań.

Tabela 2 w części 1.4 zawiera uśrednione dane pełnych okresów utrzymywania rezerwy. Wysokość rezerwy obowiązkowej każdej instytucji kredytowej jest naliczana z zastosowaniem stopy rezerwy dla odpowiednich kategorii zobowiązań stanowiących podstawę jej naliczania (stany bilansowe na koniec miesiąca). Następnie każda instytucja kredytowa pomniejsza wysokość rezerwy o zryczałtowaną kwotę w wysokości 100.000 EUR. Otrzymane w ten sposób kwoty rezerwy obowiązkowej są następnie agregowane na poziomie strefy euro (kolumna 1). Środki pieniężne na rachunkach bieżących (kolumna 2) są zagregowanymi średnimi dziennymi stanami środków pieniężnych instytucji kredytowych na rachunkach bieżących, łącznie z tymi kwotami, które stanowią wypełnienie obowiązku utrzymania rezerwy obowiązkowej. Nadwyżkę rezerw (kolumna 3) stanowi średnia arytmetyczna z dziennych stanów środków na rachunkach bieżących utrzymywanych w okresie rezerwowym ponad kwotę faktycznie wymaganej rezerwy obowiązkowej. Kwota rezerwy nie utrzymanej (kolumna 4) stanowi różnicę pomiędzy kwotą faktycznie utrzymaną na rachunkach w okresie utrzymywania a kwotą wymaganej rezerwy obowiązkowej i obliczana jest na podstawie danych tych instytucji, które nie utrzymały wymaganej rezerwy obowiązkowej. Stopa oprocentowania rezerwy obowiązkowej (kolumna 5) równa jest średniej arytmetycznej stóp procentowych EBC w danym okresie rezerwowym (ważonych w oparciu o liczbę dni kalendarzowych) stosowanych dla podstawowych operacji refinansujących Eurosystemu (patrz część 1.3).

Tabela 3 w części 1.4 przedstawia pozycję płynnościową systemu bankowego, która jest definiowana jako stany środków (w euro) na rachunkach bieżących instytucji kredytowych strefy euro w Eurosystemie. Wszystkie kwoty pochodzą ze skonsolidowanego sprawozdania finansowego Eurosystemu. Pozostałe operacje absorbujące płynność (kolumna 7) nie obejmują emisji certyfikatów dłużnych, zainicjowanych przez krajowe banki centralne w Drugim Etapie UGW. Pozostałe czynniki netto (kolumna 10) stanowią zsaldowane pozostałe pozycje skonsolidowanego sprawozdania finansowego Eurosystemu. Kolumna 11 – „rachunki bieżące instytucji kredytowych" jest różnicą pomiędzy sumą czynników zasilających w płynność (kolumny 1 do 5) i sumą czynników absorbujących płynność (kolumny 6 do 10). Baza monetarna (kolumna 12) jest sumą depozytów w banku centralnym na koniec dnia (kolumna 6), banknotów w obiegu (kolumna 8) oraz stanów środków na rachunkach bieżących instytucji kredytowych (kolumna 11).

PIENIĄDZ, BANKOWOŚĆ I FUNDUSZE INWESTYCYJNE

Część 2.1 przedstawia zagregowany bilans sektora monetarnych instytucji finansowych (MIF), tj. sumę zharmonizowanych bilansów wszystkich monetarnych instytucji finansowych będących rezydentami strefy euro. MIF są to banki centralne, instytucje kredytowe w rozumieniu prawa wspólnotowego, fundusze rynku pieniężnego oraz inne instytucje, których działalność polega na przyjmowaniu depozytów i(lub) bliskich substytutów depozytów od podmiotów spoza sektora MIF, oraz na własny rachunek (przynajmniej w ujęciu ekonomicznym), udzielaniu kredytów i(lub) inwestowaniu w papiery wartościowe. Pełna lista MIF publikowana jest na stronie internetowej EBC.

Część 2.2 przedstawia bilans skonsolidowany sektora MIF będący wynikiem saldowania zagregowanych wzajemnych pozycji bilansowych MIF strefy euro. Ze względu na niewielkie zróżnicowanie sposobów księgowania, suma wzajemnych pozycji MIF nie zawsze wynosi zero – saldo przedstawione jest w kolumnie 10 po stronie pasywów części 2.2. Część 2.3 przedstawia agregaty monetarne strefy euro i czynniki ich kreacji obliczane na podstawie bilansu skonsolidowanego MIF i obejmujące pozycje niemonetarnych instytucji finansowych strefy euro, utrzymywane w MIF rezydenta strefy euro. Uwzględniają one również niektóre monetarne aktywa/pasywa instytucji rządowych szczebla centralnego. Statystyka agregatów monetarnych i czynników ich kreacji skorygowana jest o efekty sezonowe i zmieniającą się liczbę dni roboczych w danym roku. Pozycja „pasywa zagraniczne" częściach 2.1 i 2.2. przedstawia będące w posiadaniu nierezydentów strefy euro a) udziały/jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego strefy euro, oraz b) dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do dwóch lat, wyemitowane przez MIF strefy euro. Jednakże, w części 2.3 te papiery wartościowe są wyłączone z agregatów monetarnych i uwzględnione są w pozycji „aktywa zagraniczne netto".

Część 2.4 przedstawia podział według sektora, rodzaju oraz pierwotnego terminu spłaty kredytów i pożyczek udzielonych przez MIF, z wyłączeniem Eurosystemu (systemu bankowego), będące rezydentami strefy euro. Część 2.5 przedstawia podział depozytów w systemie bankowym strefy euro według sektora i rodzaju. Część 2.6 przedstawia papiery wartościowe utrzymywane w systemie bankowym strefy euro, w podziale według typu emitenta.

Części od 2.2 do 2.6 obejmują transakcje, które są różnicami w stanach, skorygowanymi o reklasyfikacje, inne aktualizacje z wyceny, zmiany kursów i inne zmiany nie wynikające z transakcji. Część 2.7 przedstawia wybrane aktualizacje z wyceny wykorzystywane przy wyliczaniu transakcji. Części 2.2 do 2.6 zawierają również stopy wzrostu wykazane jako roczne zmiany procentowe w oparciu

o transakcje. Część 2.8 przedstawia kwartalny podział wg walut wybranych pozycji bilansowych MIF.
Szczegółowe definicje sektorów zawarte są w publikacji „Monetary Financial Institutions and Market Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Wydanie trzecie" (EBC, marzec 2007). Publikacja „Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics" (EBC, listopad 2002) wyjaśnia procedury zalecane krajowym bankom centralnym do zastosowania. Od 1 stycznia 1999 r. informacje statystyczne są gromadzone i opracowywane w oparciu o Rozporządzenie EBC/1998/16 z 1 grudnia 1998 r. dotyczące skonsolidowanego bilansu sektora Monetarnych Instytucji Finansowych[1], z ostatnimi zmianami wprowadzonymi Rozporządzeniem EBC/2003/10[2].

Zgodnie z tym Rozporządzeniem, pozycja bilansowa „papiery wartościowe rynku pieniężnego" została połączona z pozycją „dłużne papiery wartościowe" zarówno po stronie aktywów, jak i pasywów bilansu MIF.

Część 2.9 przedstawia stany bilansu funduszy inwestycyjnych (innych niż fundusze rynku pieniężnego) strefy euro na koniec kwartału. Bilans ten jest zagregowany i dlatego, po stronie pasywów, uwzględnia udziały/jednostki uczestnictwa będące w posiadaniu funduszy inwestycyjnych, a wyemitowane przez inne fundusze inwestycyjne. Struktura aktywów/pasywów ogółem przedstawiona jest w podziale według polityki inwestycyjnej (fundusze akcji, fundusze obligacji, fundusze mieszane, fundusze nieruchomości i inne fundusze) oraz rodzaj inwestora (fundusze dostępne publicznie i fundusze dostępne dla inwestorów kwalifikowanych). Część 2.10 przedstawia bilans zagregowany dla każdego rodzaju funduszy inwestycyjnych wyodrębnionego według polityki inwestycyjnej i rodzaj inwestora.

1 Dz.U. Nr. L 356 z 30.12.1998, s.7.
2 Dz.U. Nr. L 250 z 2.10.2003, s. 19.

RACHUNKI STREFY EURO

Część 3.1 przedstawia dane dotyczące zintegrowanych rachunków strefy euro, które dostarczają wyczerpujących informacji na temat aktywności gospodarczej gospodarstw domowych (w tym również instytucji typu *non-profit* obsługujących gospodarstwa domowe), przedsiębiorstw, instytucji finansowych, instytucji rządowych i samorządowych, jak również na temat wzajemnych oddziaływań pomiędzy tymi sektorami oraz pomiędzy strefą euro a pozostałymi krajami na świecie. Dane nieskorygowane o efekty sezonowe dotyczące cen bieżących podawane są dla ostatniego kwartału, z którego dostępne są dane, przestrzegając uproszczonej sekwencji rachunków zgodnie z ogólnymi zasadami metodyki Europejskiego Systemu Rachunków narodowych i krajowych z 1995 r. (ESA 95).

Krótko mówiąc, sekwencja rachunków (transakcji) obejmuje: 1) rachunek tworzenia dochodów(ang. *the generation of income account*), który pokazuje, w jaki sposób działalność produkcyjna znajduje odzwierciedlenie w różnych kategoriach dochodów, 2) rachunek podziału pierwotnego dochodów, na którym rejestrowane są przychody i wydatki odnoszące się do różnych form dochodu z tytułu własności (dla gospodarki jako całości, dochód narodowy jest pozycją bilansującą rachunek podziału pierwotnego dochodów); 3) rachunek podziału wtórnego dochodów, który pokazuje, w jaki sposób zmienia się dochód narodowy w sektorach instytucjonalnych pod wpływem transferów bieżących; 4) rachunku wykorzystania dochodów, który pokazuje, w jaki sposób dochód do dyspozycji jest wydany na konsumpcję lub zaoszczędzony; 5) rachunek kapitałowy, który pokazuje, w jaki sposób oszczędności i transfery kapitałowe netto są wydawane na nabycie aktywów niefinansowych; 6) rachunek finansowy, na którym rejestrowane są nabycia aktywów finansowych lub zaciąganie zobowiązań netto. Jako że każdej transakcji niefinansowej odpowiada transakcja finansowa, pozycja bilansująca rachunku finansowego w założeniu równa się również wartości udzielonych kre-

dytów i pożyczek netto/zaciągniętych kredytów netto wyliczonej z rachunku kapitałowego.

Ponadto, przedstawiono otwarcie i zamknięcie bilansów finansowych, co obrazuje zasoby finansowe każdego indywidualnego sektora w określonym momencie czasu. Na koniec, pokazano również inne zmiany aktywów i pasywów finansowych (tzn. wynikające ze zmian cen aktywów).

Spośród sektorów ujętych w rachunku finansowym oraz bilansie sektor przedsiębiorstw finansowych przedstawiony jest bardziej szczegółowo, w rozbiciu na MFI oraz inne instytucje pośrednictwa finansowego (w tym pomocnicze instytucje pośrednictwa finansowego), instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne.

W części 3.2 przedstawiono skumulowane przepływy za cztery kwartały (transakcje oraz inne zmiany) na tak zwanych rachunkach niefinansowych strefy euro (tzn. rachunkach 1-5 przedstawionych powyżej), zachowując również uproszczoną sekwencję rachunków.

W części 3.3 zaprezentowano skumulowane przepływy za cztery kwartały (transakcje oraz inne zmiany) na rachunkach dochodów, wydatków oraz akumulacji gospodarstw domowych, a także stany na rachunkach bilansu, przy czym zastosowano tutaj bardziej analityczny sposób prezentacji. Transakcje oraz pozycje bilansujące charakterystyczne dla określonego sektora zostały zestawione w ten sposób, by łatwiej można było zobrazować finansowe i inwestycyjne decyzje gospodarstw domowych, przestrzegając tożsamości rachunku przedstawionych w części 3.1 i 3.2.

W części 3.4 pokazano skumulowane przepływy (transakcje) za cztery kwartały na rachunkach dochodów oraz akumulacji przedsiębiorstw, a także stany na rachunkach bilansu finansowego, zgodnie z bardziej analitycznym sposobem prezentacji.

W części 3.5 omówiono skumulowane przepływy za cztery kwartały (transakcje oraz inne zmiany) oraz stany na rachunkach bilansów finansowych instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych.

RYNKI FINANSOWE

Szeregi czasowe danych statystycznych o rynkach finansowych strefy euro dotyczą państw członkowskich, które wprowadziły euro w czasie, którego dotyczy niniejsza statystyka (zmieniający się skład) za wyjątkiem danych statystycznych dotyczących emisji papierów wartościowych (tabele 4.1-4.4). która odnosi się do strefy euro 13 (tj. strefa euro 12 plus Słowenia), dla całego szeregu czasowego objętego obserwacją (stały skład).

Statystyka dłużnych papierów wartościowych innych niż akcje oraz akcji dopuszczonych do obrotu (części 4.1 i 4.4) powstaje w EBC w oparciu o dane ESBC i BIS. Część 4.5 przedstawia stopy procentowe MIF dla denominowanych w euro depozytów oraz kredytów i pożyczek rezydentów strefy euro. Statystyki stóp procentowych rynków pieniężnych, rentowności długoterminowych obligacji skarbowych oraz indeksów giełdowych (części 4.6 do 4.8) powstają w EBC na podstawie danych serwisów agencyjnych.

Statystyka w zakresie emisji papierów wartościowych innych niż akcje obejmuje dłużne papiery wartościowe, które są przedstawione w częściach 4.1, 4.2 i 4.3 oraz akcje dopuszczone do obrotu, które są przedstawione w części 4.4. Dłużne papiery wartościowe przedstawione są w podziale na krótkoterminowe i długoterminowe. Jako krótkoterminowe określane są papiery wartościowe z terminem pierwotnym do 1 roku włącznie (w wyjątkowych przypadkach do dwóch lat). Jako długoterminowe sklasyfikowane są papiery wartościowe z dłuższym terminem pierwotnym, lub z opcją wcześniejszego wykupu, z których najpóźniejszy wynosi powyżej roku, lub z nieokreślonym terminem pierwotnym. Długoterminowe papiery wartościowe wyemitowane przez rezydentów strefy euro dzielą się dalej na emisje o stałej i zmiennej stopie procento-

wej. Emisje o stłej stopie to takie, w których oprocentowanie kuponu nie ulega zmianie w okresie ważności wyemitowanych. Emisje o zmiennej stopie obejmują emisje, w których oprocentowanie kuponu jest ponownie ustalane w stosunku do niezależnej stopy procentowej lub indeksu. Statystyka dłużnych papierów wartościowych obejmuje w przybliżeniu 95% emisji ogółem dłużnych papierów wartościowych rezydentów strefy euro. Papiery wartościowe denominowane w euro wykazane w częściach 4.1, 4.2 oraz 4.3 obejmują również papiery w walutach krajowych, będących narodowym wyrażeniem euro.

Część 4.1 przedstawia dane dotyczące dłużnych papierów wartościowych innych niż akcje w podziale według terminu pierwotnego, siedziby emitenta oraz waluty. W części tej przedstawiono stany ogółem oraz wartość brutto i netto emisji papierów wartościowych innych niż akcje denominowanych w euro oraz papierów wartościowych innych niż akcje wyemitowanych przez rezydentów strefy euro w euro oraz wszystkich walutach w przypadku dłużnych papierów wartościowych ogółem oraz długoterminowych dłużnych papierów wartościowych. Wartości emisji netto różnią się od zmian stanów, co wynika ze zmian sposobu wyceny, reklasyfikacji oraz innych korekt. W części tej przedstawiono również dane statystyczne skorygowane sezonowo, w tym sześciomiesięczne stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych ogółem oraz długoterminowych dłużnych papierów wartościowych, przedstawione w stosunku rocznym i skorygowane sezonowo. Te ostatnie wyliczane są na podstawie sezonowo skorygowanego wskaźnika potencjalnych akcji znajdujących się w obiegu (ang. *notional stocks*), z których usunięto wszelkie efekty sezonowe. Szczegółowe informacje na ten temat zamieszczono w Uwagach technicznych.

Część 4.2 zawiera, zgodny z ESA 95, sektorowy podział według stanów, emisji brutto oraz netto w podziale na emitentów będących rezydentami strefy euro. EBC jest włączony do Eurosystemu.

Stany ogółem odnoszące się do dłużnych papierów wartościowych ogółem oraz długoterminowych dłużnych papierów wartościowych, przedstawione w kolumnie 1 tabeli 1 w części 4.2 odpowiadają danym dotyczącym stanów dłużnych papierów wartościowych ogółem oraz długoterminowych dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro przedstawionych w kolumnie 7 w części 4.1. Stany papierów wartościowych ogółem i długoterminowych papierów wartościowych wyemitowanych przez MIF przedstawione w kolumnie 2 tabeli 1 w części 4.2 są w zasadzie porównywalne z danymi dotyczącymi wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych, jak to pokazano po stronie pasywów zagregowanego bilansu MIF w kolumnie 8, tabeli 2 w części 2.1. Ogólna wartość emisji netto dłużnych papierów wartościowych ogółem, przedstawiona w kolumnie 1 tabeli 2 w części 4.2 odpowiada danym dotyczącym ogólnej wartości emisji netto dokonanych przez rezydentów strefy euro, przedstawionych w kolumnie 9 w części 4.1. Pozostała różnica pomiędzy długoterminowymi dłużnymi papierami wartościowymi a długoterminowymi dłużnymi papierami wartościowymi o stałej i zmiennej stopie procentowej przedstawionymi w tabeli 1 części 4.2 wynika z obligacji zerokuponowych i efektów aktualizacji wyceny.

W część 4.3 przedstawiono stopy wzrostu dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro (w podziale na termin pierwotny, rodzaj instrumentu, sektor emitenta i walutę emisji), skorygowane sezonowo i niesezonowo. Są one oparte na transakcjach finansowych, które mają miejsce w momencie, gdy jednostka instytucjonalna zaciąga lub spłaca zobowiązanie. Sezonowo skorygowane stopy wzrostu podane zostały w stosunku rocznym dla celów niniejszej prezentacji. Szczegółowe informacje na ten temat zamieszczono w Uwagach technicznych.

Kolumny 1, 4, 6 i 8 części 4.4 przedstawiają stany akcji dopuszczonych do obrotu na giełdzie wyemitowanych przez rezydentów strefy euro w podziale według sektora emitenta. Da-

ne miesięczne na temat akcji dopuszczonych do obrotu wyemitowanych przez przedsiębiorstwa odpowiadają kwartalnym szeregom statystycznym przedstawionym w części 3.2 (główne zobowiązania, kolumna 21).

Kolumny 3, 5, 7 i 9 części 4.4 przedstawiają roczne stopy wzrostu akcji notowanych, wyemitowanych przez rezydentów strefy euro (w podziale według sektora emitenta), w oparciu o transakcje finansowe, w których emitent zbywa lub wykupuje akcje za gotówkę, z wyłączeniem inwestycji w akcje własne. Transakcje obejmują pierwsze notowanie emitenta na giełdzie papierów wartościowych oraz tworzenie lub wycofanie nowych instrumentów. Wyliczanie rocznych stóp wzrostu z inwestycji nie obejmuje reklasyfikacji, aktualizacji z wyceny i innych zmian nie wynikających z transakcji.

Część 4.5 przedstawia dane dotyczące wszystkich stóp procentowych stosowanych przez monetarne instytucje finansowe strefy euro dla denominowanych w euro depozytów oraz kredytów i pożyczek gospodarstw domowych i przedsiębiorstw będących rezydentami strefy euro. Stopy procentowe monetarnych instytucji finansowych strefy euro obliczane są jako średnia ważona (odnośną wielkością obrotu) stóp procentowych w państwach strefy euro dla każdej kategorii.

Dane statystyczne dotyczące stóp procentowych MIF przedstawione są w podziale według rodzaju działalności gospodarczej, sektora, kategorii instrumentu oraz terminu pierwotnego, okresu wypowiedzenia oraz początkowego okresu trwania pierwotnej stawki oprocentowania. Nowa statystyka stóp procentowych MIF zastępuje dziesięć przejściowych szeregów statystycznych dotyczących detalicznych stóp procentowych strefy euro, które są publikowane w Biuletynie Miesięcznym EBC od stycznia 1999 r.

Część 4.6 przedstawia stopy procentowe rynku pieniężnego w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Japonii. W odniesieniu do strefy euro, przedstawione jest szerokie spektrum stóp procentowych rynku pieniężnego, obejmujące od oprocentowania depozytów bieżących do oprocentowania depozytów 12-miesięcznych. Przed styczniem 1999 r. syntetyczne stopy procentowe w strefie euro były wyliczane na podstawie stóp krajowych ważonych PKB. Z wyjątkiem stóp transakcji jednodniowych do grudnia 1998 r., przedstawione wartości stóp miesięcznych, kwartalnych i rocznych są średnimi dla danego okresu. W kategorii „Depozyty bieżące" przedstawiono stopy oferowanych dla depozytów międzybankowych do grudnia 1998 r. Od stycznia 1999 r. kolumna 1 części 4.6 przedstawia średnią wartość stopy procentowej dla transakcji jednodniowych typu *overnight* na rynku międzybankowym w euro (EONIA). Do grudnia 1998 r. są to stopy na koniec okresu, a po tej dacie – średnie dla danego okresu. Od stycznia 1999 r., stopy procentowe dla 1-, 3-, 6- i 12-miesięcznych depozytów są stopami pożyczek oferowanych w strefie w euro na rynku międzybankowym (EURIBOR); do grudnia 1998 r., były to stopy procentowe dostępne na londyńskim rynku międzybankowym (LIBOR). W danych dotyczących Stanów Zjednoczonych i Japonii, stopa procentowa depozytów 3-miesięcznych odpowiada stopie LIBOR.

Część 4.7 opisuje rentowność obligacji skarbowych w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Japonii. Do grudnia 1998 r., rentowność 2-, 3-, 5- i 7-letnich obligacji w strefie euro była wartością na koniec okresu, a rentowność 10-letnich obligacji jest średnią dla danego okresu. Po tej dacie rentowność wszystkich obligacji jest średnią dla danego okresu. Do grudnia 1998 r., rentowność w strefie euro obliczana była na podstawie zharmonizowanych stóp zwrotu z krajowych obligacji skarbowych ważonych PKB; po tej dacie wagi są nominalnymi wartościami w obiegu obligacji skarbowych dla każdego terminu pierwotnego. Dane dotyczące rentowności 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych i Japonii są średnimi dla danego okresu.

Część 4.8 przedstawia wskaźniki giełdowe dla strefy euro, Stanów Zjednoczonych i Japonii.

CENY, PRODUKCJA, POPYT I RYNKI PRACY

Większość danych zawartych w tej części opracowana jest przez Komisję Europejską (głównie Eurostat) oraz krajowe organy statystyczne. Dane dla strefy euro są uzyskiwane poprzez zagregowanie danych dotyczących poszczególnych państw. O ile to możliwe, dane są zharmonizowane i porównywalne. Statystyka dotycząca kosztu 1 roboczogodziny, PKB i składników kosztowych wartości dodanej według rodzaju działalności gospodarczej, produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej oraz liczby rejestrowanych samochodów osobowych jest korygowana o zmiany w liczbie dni roboczych.

Zharmonizowany Indeks Cen Towarów i Usług (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP) dla strefy euro (tabela 1, część 5.1) jest dostępny od roku 1995. Wskaźnik ten opiera się na krajowych wskaźnikach HICP, które ustalane są we wszystkich państwach strefy euro według tej samej metodologii. Podział na towary i usługi wywodzi się z Klasyfikacji Spożycia Indywidualnego wg Celu (Coicop/HICP). HICP obejmuje wydatki pieniężne na spożycie ostateczne ponoszone przez gospodarstwa domowe znajdujące się na terytorium gospodarczym strefy euro. Tabela zawiera skorygowane sezonowo dane dotyczące HICP i opracowane przez EBC.

Ceny produkcji przemysłowej (tabela 2, część 5.1), produkcja przemysłowa, nowe zlecenia w przemyśle, obroty w przemyśle i sprzedaż detaliczna (część 5.2) objęte są Rozporządzeniem Rady (WE) Nr 1165/98 z 19 maja 1998 r. na temat statystyki krótkoterminowej[3]. Podział według zużycia końcowego towarów w przypadku cen producentów w przemyśle oraz w przypadku produkcji przemysłowej odpowiada zharmonizowanemu podziałowi przemysłu z wyłączeniem budownictwa (klasyfikacja NACE części C do E) na Główne Kategorie Przemysłowe zgodnie z definicją Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 586/2001 z 26 marca 2001 r.[4] Ceny producentów w przemyśle odzwierciedlają ceny producentów bez kosztów transportu. Obejmują one podatki pośrednie z wyjątkiem VAT oraz inne podatki podlegające odliczeniu. Produkcja przemysłowa odzwierciedla wartość dodaną odpowiednich sektorów przemysłu.

Tabela „Ceny rynkowe surowców na świecie" (tabela 2, część 5.1) przedstawia zmiany cen denominowanego w euro importu strefy euro w porównaniu z okresem wyjściowym.
Indeksy kosztów pracy (tabela 3, część 5.1) mierzą zmiany w kosztach pracy za jedną przepracowaną godzinę w przemyśle (w tym w budownictwie) oraz usługach rynkowych. Metodologia pomiaru została ustanowiona w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) Nr 450/2003 z 27 lutego 2003 r. dotyczącym wskaźnika kosztów pracy[5] i przy wdrażaniu Rozporządzenia Komisji (WE) Nr 1216/2003 z dn. 7 lipca 2003 r.[6]. Dostępny jest podział kosztów pracy w strefie euro w rozbiciu na składniki kosztowe pracy (pensje i wynagrodzenia, składki pracodawców na ubezpieczenia społeczne plus zapłacone podatki związane z zatrudnieniem pracowników pomniejszone o dotacje otrzymane przez pracodawcę) oraz na rodzaje działalności gospodarczej. EBC oblicza wskaźnik negocjowanych wynagrodzeń (pozycja Uwaga w tabeli 3 część 5.1) w oparciu o niezharmonizowane dane krajowe.

Składniki jednostkowych kosztów pracy (tabela 4, część 5.1), PKB i jego składniki (tabele 1 i 2, część 5.2), deflatory PKB (tabela 5, część 5.1) oraz statystyka zatrudnienia (tabela 1, część 5.3) powstają w oparciu o wyniki kwartalnych rachunków narodowych wg ESA 95.

Pozycja „Nowe zlecenia w przemyśle" (tabela 4, część 5.2) przedstawia zlecenia otrzymane w trakcie okresu referencyjnego i obejmuje branże przemysłu działające głównie w oparciu o zlecenia – w szegółności przemysł tekstylny, papierniczy, chemiczny, metalowy, dobra inwesty-

3 Dz.U. Nr L 162, z 5.6.1998, s. 1.
4 Dz.U. Nr L 86 z 27.3.2001, s. 11.
5 Dz.U. Nr L 69. z 13.3.2003. s. 1.
6 Dz.U. Nr L 169, z 8.7.2003, s. 37.

cyjne oraz dobra konsumpcyjne trwałego użytku. Dane są obliczane w oparciu o ceny bieżące.

Za pomocą wskaźników obrotów w przemyśle i handlu detalicznym (tabela 4 część 5.2) przedstawiają obroty fakturowane w okresie referencyjnym, włączając w to wszystkie opłaty i podatki z wyjątkiem VAT. Obroty handlu detalicznego obejmują cały handel detaliczny z wyjątkiem sprzedaży pojazdów mechanicznych i motocykli oraz z wyłączeniem napraw. Rejestracja nowych samochodów osobowych obejmuje rejestrację samochodów zarówno prywatnych, jak i służbowych.
Dane jakościowe pochodzące z badań przedsiębiorstw i konsumentów (tabela 5 część 5.2) oparte są na badaniach ankietowych przedsiębiorstw i konsumentów prowadzonych na zlecenie Komisji Europejskiej.

Dane na temat stóp bezrobocia (tabela 2 część 5.3) są zgodne z wytycznymi Międzynarodowej Organizacji Pracy (MOP). Dotyczą one osób aktywnie poszukujących zatrudnienia jako odsetka siły roboczej i wykorzystują zharmonizowane kryteria i definicje. Szacunkowe dane na temat siły roboczej stanowiące podstawę wyliczeń stopy bezrobocia różnią się od sumy liczb zatrudnienia i bezrobocia przedstawionych w części 5.3.

FINANSE PUBLICZNE

Części 6.1 do 6.5 przedstawiają pozycję fiskalną instytucji rządowych i samorządowych w strefie euro. Są to głównie skonsolidowane dane oparte na metodologii ESA 95. Zagregowane roczne dane strefy euro zawarte w części 6.1-6.3 są opracowywane przez EBC w oparciu o zharmonizowane dane, regularnie aktualizowane, dostarczane przez KBC. Dlatego dane dotyczące deficytu i zadłużenia państw strefy euro mogą się różnić od danych wykorzystywanych przez Komisję Europejską w ramach procedury nadmiernego deficytu.

Zagregowane dane kwartalne przedstawione w części 6.4 są opracowywane przez EBC na podstawie danych krajowych i Eurostatu.

Część 6.1 przedstawia roczne dane dotyczące przychodów i wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych w oparciu o definicje sformułowane w Rozporządzeniu Komisji (WE) Nr 1500/2000 z 10 lipca 2000[7] r. wprowadzającym zmiany w ESA 95. Część 6.2 przedstawia dane szczegółowe dotyczące skonsolidowanego zadłużenia brutto instytucji rządowych i samorządowych w wartościach nominalnych, zgodnie z zapisami Traktatu dotyczącymi procedury nadmiernego deficytu. Części 6.1 i 6.2 zawierają zsumowane dane dla poszczególnych krajów strefy euro ze względu na ich znaczenie w ramach Paktu Stabilności i Wzrostu. Deficyty/Nadwyżki przedstawione dla poszczególnych państw strefy euro odpowiada procedurze nadmiernego deficytu B.9, jak to zostało zdefiniowane w Rozporządzeniu Komisji (WE) nr 351/2002 z dnia 25 lutego 2002 r. zmieniającym Rozporządzenie Rady (WE) nr 3605/93 w przypadku odniesień do ESA 95. Część 6.3 przedstawia zmiany zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Różnice pomiędzy zmianą w długu publicznym i deficycie publicznym – dostosowanie deficytu do długu – wynikają głównie z transakcji państwa w aktywach finansowych oraz ze skutków wahań kursów walutowych. W części 6.4 przedstawione zostały dane kwartalne dotyczące dochodów i wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych w oparciu o definicje sformułowane w Rozporządzeniu (WE) Nr 1221/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 10 czerwca 2002[8] na temat kwartalnych niefinansowych sprawozdań przygotowywanych dla instytucji rządowych i samorządowych. Część 6.5 przedstawia dane kwartalne dotyczące skonsolidowanego zadłużenia publicznego brutto, dostosowania deficytu do długu publicznego oraz potrzeb pożyczkowych instytucji rządowych. Liczby te otrzymano wykorzystując dane dostarczone przez państwa członkowskie oraz Rozporządzenia (WE)

7 Dz.U. Nr L 172 z 12.7.2000, s. 3.
8 Dz.U. Nr 179, 9.7.2002, s. 1.

nr 501/2004 i 1222/2004, a także dane dostarczone przez krajowe banki centralne.

TRANSAKCJE I POZYCJE ZAGRANICZNE

Pojęcia i definicje użyte w statystyce bilansu płatniczego oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (Części 7.1, 7.2, 7.4) są zgodne z Podręcznikiem Bilansu Płatniczego MFW (IMF Balance of Payments Manual, wydanie piąte, październik 1993), wytyczną EBC z dn. 16 lipca 2003 r. dotyczącą statystycznych wymogów sprawozdawczych EBC (ECB/2004/15)[9], oraz dokumentami Eurostatu. Dodatkowe uwagi na temat metodologii i źródeł wykorzystywanych w statystyce bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro zamieszczono w publikacji EBC zatytułowanej „European Union balance of payments/international investment position statistical methods" (maj 2007) oraz w następujących raportach grup zadaniowych: „Portfolio investment collection systems" (czerwiec 2002), „Portfolio investment income" (sierpień 2003) oraz „Foreign direct investment" (marzec 2004), które dostępne są w formie elektronicznej na stronie internetowej EBC. Raport Grupy Zadaniowej EBC/Komisji Europejskiej (Eurostat) ds. Jakości statystyki bilansu płatniczego i statystyki międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (czerwiec 2004) jest także dostępny na stronie internetowej Komitetu ds. Statystyki Walutowej, Finansowej oraz Bilansu Płatniczego (www.cmfb.org). Raport roczny na temat bilansu płatniczego/ międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro, oparty na zaleceniach Grupy Roboczej, dostępny jest na stronach internetowych EBC.

Przedstawienie transakcji netto w rachunku finansowym odpowiada konwencji znaków określonej przez MFW w Podręczniku Bilansu Płatniczego MFW; wzrost aktywów oznaczony jest znakiem „minus", natomiast wzrost pasywów – znakiem „plus". Na rachunku bieżącym i kapitałowym, zarówno transakcje uznaniowe jak i obciążenia oznaczone są znakiem „plus". Dane bilansu płatniczego strefy euro są zestawiane przez EBC. Najnowsze dane miesięczne należy traktować jako wstępne. Dane są korygowane w momencie publikacji wartości za następny miesiąc i(lub) szczegółowych kwartalnych danych bilansu płatniczego. Wcześniejsze dane są korygowane okresowo lub w efekcie zmian metody opracowania danych źródłowych.

W części 7.1 tabela 2 zawiera dane skorygowane sezonowo, dotyczące obrotów na rachunku bieżącym, które, jeśli ma to uzasadnienie, są korygowane o efekty wynikające z kalendarza (liczba dni roboczych w roku, lata przestępne i/lub Święta Wielkanocy).

W tabeli 5 przedstawiono w podziale sektorowym – rezydentów strefy euro, którzy są nabywcami papierów wartościowych wyemitowanych przez nierezydentów strefy euro. Nie jest jeszcze możliwe przedstawienie struktury sektorowej emitentów papierów wartościowych ze strefy euro, nabytych przez nierezydentów strefy euro. W tabelach 6 i 7 dane o kategoriach „kredyty i pożyczki" oraz „rachunki bieżące i depozyty" przedstawione zostały w podziale według sektora nierezydenta będącego stroną transakcji, tzn. aktywa w transakcjach z bankami nierezydentami są sklasyfikowane jako depozyty, podczas gdy aktywa w transakcjach z pozostałymi sektorami nierezydentów wykazane są jako kredyty i pożyczki. Podział ten jest zgodny z rozróżnieniem przyjętym w innych statystykach, np. bilansie skonsolidowanym MIF, a także z wytycznymi zawartymi w Podręczniku Bilansu Płatniczego MFW.

Część 7.2 zawiera monetarne ujęcie transakcji bilansu płatniczego odzwierciedlających transakcje w zagranicznej części czynnika kreacji M3. Dane przedstawione są zgodnie z konwencją znaków używaną w bilansie płatniczym, z wyjątkiem transakcji w zewnętrznym czynniku kreacji M3 zaczerpniętych ze statystyki pieniądza i statystyki bankowej (kolumna 12), gdzie znak „plus" oznacza wzrost aktywów lub spadek pasywów. Po stronie pasywów inwe-

9 Dz.U. Nr 354, 30.11.2004, s. 34.

stycji portfelowych (kolumny 5 i 6), transakcje bilansu płatniczego obejmują sprzedaż i zakup papierów wartościowych z prawem do kapitału oraz dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez MIF, oprócz jednostek uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego oraz dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez MIF z terminem pierwotnym do dwóch lat. W części „Statistics" na stronie internetowej EBC znajdują się wskazówki metodologiczne dotyczące monetarnej prezentacji bilansu płatniczego strefy euro. Patrz również ramka 1 Biuletynu Miesięcznego EBC z czerwca 2003 r.

Część 7.3 przedstawia strukturę geograficzną bilansu płatniczego strefy euro (tabele od 1 do 4) i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej (tabela 5) w relacjach z krajami-kontrahentami, indywidualnie oraz jako grupy, wprowadzając rozróżnienie pomiędzy państwami członkowskimi UE a krajami lub obszarami spoza UE. Podział ten wykazuje również transakcje i pozycje wobec instytucji UE (które, poza EBC, traktowane są statystycznie jako pochodzące spoza strefy euro, niezależnie od ich faktycznej lokalizacji) oraz, z różnych względów, zamorskie centra i organizacje międzynarodowe. Tabele 1 do 4 przedstawiają zbiorcze transakcje bilansu płatniczego w ostatnich czterech kwartałach; tabela 5 przedstawia strukturę geograficzną międzynarodowej pozycji inwestycyjnej na koniec ostatniego roku, za który są dostępne dane. Podział ten nie obejmuje transakcji ani pozycji po stronie pasywów inwestycji portfelowych, pochodnych instrumentów finansowych oraz rezerw międzynarodowych. Struktura geograficzna opisana jest w artykule zatytułowanym „Euro area balance of payments and international investment position vis-a-vis main counterparts" w wydaniu Biuletynu Miesięcznego z lutego 2005 r.

W części 7.4 dane dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej strefy euro są wyliczane w odniesieniu do nierezydentów strefy euro na podstawie pozycji, przy czym strefa euro traktowana jest jako jeden podmiot gospodarczy (patrz ramka 9 w Biuletynie Miesięcznym z grudnia 2002 r.). Kwartalne wartości dotyczące międzynarodowej pozycji inwestycyjnej obliczone są na podstawie takich samych metodologicznych zasad ogólnych co roczna międzynarodowa pozycja inwestycyjna. Jako że niektóre dane źródłowe nie są dostępne w okresach kwartalnyc (lub są dostępne z opóźnieniem), kwartalna międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest częściowo szacowana na podstawie transakcji finansowych, cen aktywów oraz zmian kursów walutowych.

Stany rezerw międzynarodowych i powiązanych aktywów i pasywów Eurosystemu są przedstawione w części 5.4, tabela 5, wraz z częścią będącą w posiadaniu EBC. Z powodu różnic w definicji zakresu i wyceny dane te nie są w pełni porównywalne z danymi zawartymi w tygodniowym sprawozdaniu finansowym Eurosystemu. Dane przedstawione w tabeli 5 są zgodne z zaleceniami zawartymi w formularzu MFW/BIS dotyczącym sposobu publikacji danych na temat stanu rezerw międzynarodowych i płynności walutowej. Zmiany w rezerwach złota Eurosystemu (kolumna 3) wynikają z transakcji w złocie w ramach Umowy banków centralnych o złocie z dnia 26 września 1999 r., uaktualnionej 8 marca 2004 r. Dalsze informacje na temat ujmowania statystycznego rezerw międzynarodowych Eurosystemu można uzyskać w publikacji „*Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves*" (październik 2000), która dostępna jest na stronie internetowej EBC. Tam również znajdują się bardziej obszerne dane zgodne ze wzorcem dotyczącym publikowania danych na temat rezerw międzynarodowych i płynności walutowej.

Część 7.5 przedstawia dane dotyczące obrotów towarowych strefy euro z zagranicą, których głównym źródłem jest Eurostat. EBC oblicza wskaźniki wolumenu na podstawie wskaźników wartości oraz jednostkowych cen transakcyjnych Eurostatu; dokonuje także korekt indeksów jednostkowych cen transakcyjnych o efekty sezonowe, natomiast Eurostat koryguje dane dotyczące wartości o efekty sezonowe i liczbę dni roboczych.

Podział wg grup produktów przedstawiony w kolumnach 4 do 6 oraz 9 do 11 tabeli 1 części 7.5 jest zgodny z klasyfikację handlu według Głównych Kategorii Ekonomicznych (klasyfikacja BEC). Definicja kategorii „Towary przemysłowe" (kolumny 7 i 12) oraz „ropa" (kolumna 13) jest zgodna z definicją Międzynarodowej Standardowej Klasyfikacji Handlu (SITC Rev. 3). Struktura geograficzna (tabela 2 w części 7.5) przedstawia głównych partnerów handlowych w podziale na poszczególne kraje lub grupy regionalne (Chiny bez Hongkongu).

Z powodu różnic w definicjach, klasyfikacji, zakresie i czasie zaksięgowania, dane dotyczące handlu zagranicznego, a w szczególności importu, nie są w pełni porównywalne z pozycją „towary" w statystyce bilansu płatniczego (części 7.1 i 7.3). Według szacunków EBC, w ostatnich latach różnica w imporcie wyniosła około 5%, co w znacznej części wynika z uwzględnienia usług ubezpieczeniowych i przewozowych w ewidencjonowaniu danych handlu zagranicznego (na bazie c.i.f.).

KURSY WALUTOWE

W części 8.1 przedstawiono wyliczone przez EBC, w oparciu o średnie ważone dwustronnych kursów walutowych euro wobec walut partnerów handlowych strefy euro, wskaźniki nominalne i realne efektywnych kursów walutowych (EER). Dodatnia zmiana oznacza aprecjację euro. Wagi oparte są na pochodzących z lat 1995-1997 oraz 1991-2001 danych na temat handlu towarami przetworzonymi z partnerami handlowymi i uwzględniają efekty rynku trzeciego. Wskaźniki EER są wynikiem połączenia na początku 1999 r. wskaźników opartych o wagi z lat 1995-1997 ze wskaźnikami opartymi na wagach z lat 1999-2001. Grupa partnerów handlowych EER-24 obejmuje 14 państw członkowskich UE spoza strefy euro, Australię, Kanadę, Chiny, Hongkong, Japonię, Norwegię, Singapur, Koreę Południową, Szwajcarię oraz Stany Zjednoczone. Grupa EER-44 obejmuje dodatkowo następujące państwa: Algierię, Argentynę, Brazylię, Chile, Chorwację, Islandię, Indie, Indonezję, Izrael, Malezję, Meksyk, Maroko, Nową Zelandię, Filipiny, Rosję, Afrykę Południową, Tajwan, Tajlandię, Turcję i Wenezuelę. Realne EER są obliczane przy użyciu cen towarów konsumpcyjnych, wskaźnika cen producentów, deflatorów produktu krajowego brutto, jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym oraz jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce.

Bardziej szczegółowe informacje na temat wyliczania wskaźników EER znajdują się w ramce 8 Biuletynu Miesięcznego z marca 2007 r., zatytułowanej „Efektywne kursy walutowe po niedawnym rozszerzeniu strefy euro i UE", a także w numerze 2 „ECB Occasional Paper" („*The effective exchange rates of the euro*" Luca Buldorini, Stelios Mykrydakis oraz Christian Thimann, luty 2002), które dostępne są na stronie internetowej EBC.

Dwustronne kursy przedstawione w części 8.2 są średnimi miesięcznymi publikowanych codziennie kursów referencyjnych dla danych walut.

KIERUNKI ROZWOJU POZA STREFĄ EURO

Statystyki na temat innych państw członkowskich UE (część 9.1) są sporządzane według tych samych zasad jak statystyki dla strefy euro. Dane dotyczące Stanów Zjednoczonych i Japonii, zawarte w części 9.2, pochodzą ze źródeł krajowych.

ANEKSY

DZIAŁANIA EUROSYSTEMU W ZAKRESIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W UJĘCIU CHRONOLOGICZNYM[1]

13 STYCZNIA 2005 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że minimalna stopa dla podstawowych operacji refinansujących oraz stopy procentowe kredytu z banku centralnego na koniec dnia oraz depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio: 2,0%, 3,0% oraz 1,0%.

14 STYCZNIA 2005 R.

Rada Prezesów EBC postanawia zwiększyć kwotę środków przydzielanych w ramach każdej z dłuższych operacji refinansujących, które mają być przeprowadzone w 2005 r. z 25 mld euro do 30 mld euro.

Podwyższona kwota uwzględnia zwiększone potrzeby w zakresie płynności systemu bankowego strefy euro przewidywane na 2005 r. Głównym źródłem płynności dostarczanej przez Eurosystem pozostaną jednak podstawowe operacje refinansujące.

Rada Prezesów może zdecydować o ponownym ustaleniu kwoty przydzielanych środków na początku 2006 r.

3 LUTEGO, 3 MARCA, 7 KWIETNIA, 4 MAJA, 2 CZERWCA, 7 LIPCA, 4 SIERPNIA, 1 WRZEŚNIA, 6 PAŹDZIERNIKA i 3 LISTOPADA 2005 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że minimalna stopa dla podstawowych operacji refinansujących oraz stopy procentowe kredytu z banku centralnego na koniec dnia oraz depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio: 2,0%, 3,0% oraz 1,0%.

1 GRUDNIA 2005 R.

Rada Prezesów postanowiła podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 0,25 punktu procentowego (do wysokości 2,25%) począwszy od operacji do rozliczania 6 grudnia 2005 r. Ponadto Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia 0,25 punktu procentowego (do wysokości odpowiednio 3,25% i 1,25%) z mocą obowiązującą od 6 grudnia 2005 r.

16 GRUDNIA 2005 R.

Rada Prezesów EBC postanawia zwiększyć kwotę środków przydzielonych dla dłuższych operacji refinansujących, które będą przeprowadzone w 2006 r. z 30 miliardów euro do 40 miliardów euro. Ta zwiększona kwota uwzględnia dwa elementy. Po pierwsze, oczekuje się, że potrzeby w zakresie płynności systemu bankowego strefy euro w 2006 r. nadal będą rosnąć. Po drugie, Eurosystem zdecydował, że potrzeby płynnościowe sektora będą zaspokajane w nieco większym stopniu za pomocą dłuższych operacji refinansujących. Będzie on jednak nadal w zapewniał główną część płynności systemu za pośrednictwem podstawowych operacji refinansujących. Rada Prezesów może zdecydować się na ponowną korektę kwoty przydzielonych środków na początku 2007 r.

12 STYCZNIA i 2 LUTEGO 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 2,25%, 3,25% i 1,25%.

1 Chronologiczne ujęcie działań Eurosystemu w zakresie polityki pieniężnej podjętych w latach 1999–2004 można znaleźć odpowiednio na stronach od 176 do 180 Raportu Rocznego EBC za rok 1999, na stronach od 205 do 208 Raportu Rocznego EBC za rok 2000 oraz na stronach od 219 do 220 Raportu Rocznego EBC za rok 2001, na stronach 234 i 235 Raportu Rocznego EBC za rok 2002, na stronach 217 i 218 Raportu Rocznego za rok 2003 oraz na stronie 217 Raportu Rocznego za rok 2004.

2 MARCA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podnieść minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do 2,50%, począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 8 marca 2006 r. Ponadto Rada postanawia obniżyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych, (odpowiednio do 3,50% i 1,50%), z mocą obowiązującą od dnia 8 marca 2006 r.

6 KWIETNIA, 4 MAJA 2006 R.

Rada Prezesów postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 2,50%, 3,50% i 1,50%.

8 CZERWCA 2006 R.

Rada Prezesów postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do wysokości 2,75%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 15 czerwca 2006 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 3,75% i 1,75%), z mocą obowiązującą od dnia 15 czerwca 2006 r.

6 LIPCA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 2,75%, 3,75% i 1,75%.

3 SIERPNIA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do 3,0%, począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 9 sierpnia 2006 r. Ponadto, Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 4,0% i 2,0%) z mocą obowiązującą od dnia 9 sierpnia 2006 r.

31 SIERPNIA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,0%, 4,0% i 2,0%.

5 PAŹDZIERNIKA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podnieść minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do 3,25%, począwszy od operacji, która będzie rozliczona 11 października 2006 r. Ponadto Rada postanawia podnieść stopy procentowe zarówno dla kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i dla depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych, odpowiednio do 4,25% oraz 2,25%, z mocą obowiązującą w obu przypadkach od 11 października 2006 r.

2 LISTOPADA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia, że minimalna stopa dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,25%, 4,25% i 2,25%.

7 GRUDNIA 2006 R.

Rada Prezesów EBC postanawia podnieść minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych do 3,5%, począwszy od operacji, która będzie rozliczona 13 grudnia 2006 r. Ponadto Rada postanawia podnieść stopy procentowe zarówno dla kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i dla depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych, odpowiednio do 4,5% oraz 2,5%, z mocą obowiązującą w obu przypadkach od 13 grudnia 2006 r.

21 GRUDNIA 2006 R.

Rada Prezesów postanawia zwiększyć kwotę środków przydzielonych dla dłuższych operacji refinansujących, które będą przeprowadzone w 2007 r. z 40 miliardów euro do 50 miliardów euro. Ta zwiększona kwota uwzględnia dwa elementy: potrzeby w zakresie płynności systemu bankowego strefy euro znacznie zwiększyły się w ostatnich latach i oczekuje się, że będą nadal rosnąć w 2007 r. Dlatego też, Eurosystem zdecydował, że potrzeby płynnościowe sektora będą zaspokajane w nieco większym stopniu za pomocą dłuższych operacji refinansujących. Będzie on jednak nadal zapewniał główną część płynności systemu za pośrednictwem podstawowych operacji refinansujących. Rada Prezesów może zdecydować się na ponowną korektę kwoty przydzielonych środków na początku 2007 r.

11 STYCZNIA, 8 LUTEGO 2007 R.

Rada Prezesów postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,50%, 4,50% i 2,50%.

8 MARCA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do 3,75%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 14 marca 2007 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 4,75% i 2,75%), z mocą obowiązującą od dnia 14 marca 2007 r.

12 KWIETNIA I 10 MAJA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia, że stopa minimalna dla podstawowych operacji refinansujących oraz oprocentowanie kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i depozytu w banku centralnym na koniec dnia pozostaną niezmienione i będą wynosiły odpowiednio 3,75%, 4,75% i 2,75%.

6 CZERWCA 2007 R.

Rada Prezesów postanawia podwyższyć minimalną stopę dla podstawowych operacji refinansujących o 25 punktów bazowych (do 4%), począwszy od operacji, która będzie rozliczona w dniu 13 czerwca 2007 r. Ponadto Rada postanawia podwyższyć stopy procentowe zarówno dla kredytu z banku centralnego na koniec dnia, jak i dla depozytu w banku centralnym na koniec dnia o 25 punktów bazowych (do wysokości odpowiednio 5% i 3%), z mocą obowiązującą od dnia 13 czerwca 2007 r.

SYSTEM TARGET (TRANSEUROPEJSKI ZAUTOMATYZOWANY BŁYSKAWICZNY SYSTEM ROZRACHUNKU BRUTTO W CZASIE RZECZYWISTYM)

PRZEPŁYW PŁATNOŚCI W RAMACH SYSTEMU TARGET

W pierwszym kwartale 2007 r. w ramach systemu TARGET przetworzono średnio 344 830 zleceń płatniczych dziennie o łącznej wartości 2 244 miliarda euro. W porównaniu z kwartałem poprzednim stanowi to spadek o 2% pod względem liczby i wzrost o 2% pod względem wartości zleceń. Spadek ten jest sezonowy, a zjawisko takie zaobserwowano już w ubiegłych latach. W porównaniu z identycznym okresem poprzedniego roku nastąpił 12% wzrost ilości i wartości zleceń. Ogólny udział w rynku systemu TARGET w ujęciu wartościowym pozostawał na tym samym poziomie – 89%. Ilościowy udział w rynku osiągnął 61%. Najwyższy przepływ odnotowano 30 marca, czyli ostatni dzień kwartału, kiedy przetworzono ogółem 490 334 płatności.

PŁATNOŚCI TARGET WEWNĄTRZ PAŃSTW CZŁONKOWSKICH

W pierwszym kwartale 2007 r. w ramach systemu TARGET przetworzono dziennie średnio 266 749 zleceń wewnętrznych w państwach członkowskich o uśrednionej łącznej wartości 1 465 miliarda euro w jednym dniu roboczym. Stanowiło to spadek ilościowy o 2% i wzrost wartościowy o 2% w porównaniu z poprzednim kwartałem. Natomiast w porównaniu z analogicznym okresem 2006 r. liczba zleceń wzrosła o 13%, a ich wartość o 11%. Wewnętrzny obrót płatniczy państw członkowskich stanowił odpowiednio 77,4% całkowitej liczby oraz 65,3% całkowitej wartości zleceń w systemie TARGET w tym kwartale. Średnia wartość płatności TARGET wewnątrz państw członkowskich wzrosła o 0,1 miliona euro i osiągnęła 5,4 miliona euro. W zakresie płatności wewnętrznych państw członkowskich w ramach systemu TARGET, płatności do 50 000 euro stanowiły 63% wszystkich płatności, podczas gdy płatności o wartości powyżej 1 miliona euro – 10%. Średnio w systemie TARGET było dziennie 173 płatności wewnętrznych państw członkowskich o wartości powyżej 1 miliarda euro. Najwyższy przepływ płatności wewnętrznych państw członkowskich w ciągu jednego dnia odnotowano w tym kwartale 30 marca, kiedy to przetworzono 367 582.

PŁATNOŚCI TARGET POMIĘDZY PAŃSTWAMI CZŁONKOWSKIMI

W obszarze zleceń płatniczych pomiędzy państwami członkowskimi w pierwszym kwartale 2007 r. system TARGET przetwarzał dziennie średnio 78 080 płatności o średniej łącznej wartości dziennej 778 miliardów euro. W porównaniu z poprzednim kwartałem, oznacza to jedynie znikomy wzrost o 0,2% pod względem liczby oraz o 2% pod względem wartości. Liczba przetworzonych płatności międzybankowych zwiększyła się o 1%, a ich wartość wzrosła o 2% w porównaniu z poprzednim kwartałem. Płatności klientowskie wykazały znikomy spadek o 0,3% pod względem liczby i wzrost o 17% pod względem wartości w odniesieniu do poprzedniego kwartału. Udział płatności międzybankowych w średnim dziennym przepływie w systemie TARGET pomiędzy państwami członkowskimi wynosił 47% pod względem liczby oraz 94% pod względem wartości. W porównaniu z poprzednim kwartałem, średnia wartość płatności międzybankowych zwiększyła się z 19,6 milionów euro do 19,9 milionów euro, natomiast średnia wartość płatności klientowskich wzrosła z 940 520 euro do 1 103 224 euro. Wartość nie wyższą niż 50 000 euro miało 64% płatności pomiędzy państwami członkowskimi, podczas gdy wartość przekraczającą 1 milion euro miało 14% tych płatności. Średnio w systemie TARGET pomiędzy państwami członkowskimi zrealizowano dziennie 72 płatności o wartości powyżej 1 miliarda euro. W tym kwartale najwyższy dzienny przepływ zleceń pomiędzy państwami członkowskimi w systemie TARGET odnotowano30 marca, kiedy to przetworzono ogółem 122 752 płatności.

DOSTĘPNOŚĆ SYSTEMU TARGET I JEGO WYDAJNOŚĆ OPERACYJNA

W pierwszym kwartale 2007 r. ogólna dostępność systemu TARGET wyniosła 99,87%, w porównaniu z 99,81 % w poprzednim kwartale. Liczba zakłóceń wpływających na dostępność systemu TARGET wyniosła 12, co ozna-

Tabela 1 Zlecenia płatnicze przetwarzane przez TARGET i inne wybrane systemy międzybankowego przekazu środków pieniężnych: liczba transakcji

(liczba płatności)

	2006 1 kw.	2006 2 kw.	2006 3 kw.	2006 4 kw.	2007 1 kw.
TARGET					
Wszystkie płatności TARGET					
Całkowita liczba	19 949 738	20 854 425	20 313134	22 062 699	22 069 092
Średnia dzienna	306 721	336 362	313 247	350 202	344 830
Płatności TARGET wewnątrz państw członkowskich					
Całkowita liczba	15 303 728	16 019 310	15 686 100	17 153 073	17 071 952
Średnia dzienna	235 303	258 376	241 873	272 271	266 749
Płatności TARGET pomiędzy państwami członkowskimi					
Całkowita liczba	4 646 007	4 835 115	4 627 034	4 909 629	4 997 140
Średnia dzienna	71 418	77 986	71 374	77 931	78 080
Inne systemy					
Euro 1 (EBA)					
Całkowita liczba	11 600246	12 024168	11 712173	12 390099	12 540 775
Średnia dzienna	178 399	194 328	180 593	196 668	195 876
Paris Net Settlement (PNS)					
Całkowita liczba	1 672 785	1 664 581	1 587 129	1 700 859	1 678 885
Średnia dzienna	25 738	24 880	24 512	26 998	26 235
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä(POPS)					
Całkowita liczba	133 846	172 023	144 456	136 200	136 111
Średnia dzienna	2 058	2 579	2 224	2 162	2 126

Tabela 2 Zlecenia płatnicze przetwarzane przez TARGET i inne wybrane systemy międzybankowego przekazu środków pieniężnych: wartość transakcji

(miliardy EUR)

	2006 1 kw.	2006 2 kw.	2006 3 kw.	2006 4 kw.	2007 1 kw.
TARGET					
Wszystkie płatności TARGET					
Łączna wartość	130 350	133 405	131 843	137 943	143 598
Średnia dzienna	2 005	2 152	2 031	2 190	2 244
Płatności TARGET wewnątrz państw członkowskich					
Łączna wartość	85 621	86 989	85 847	90 307	93 776
Średnia dzienna	1 317	1 403	1 322	1 434	1 465
Płatności TARGET pomiędzy państwami członkowskimi					
Łączna wartość	44 730	46 416	45 995	47 637	49 822
Średnia dzienna	688	749	709	756	778
Inne systemy					
Euro 1 (EBA)					
Łączna wartość	11 142	11 936	12 399	12 766	13 480
Średnia dzienna	171	193	191	203	210
Paris Net Settlement (PNS)					
Łączna wartość	3 629	3 891	3 572	3 795	3 883
Średnia dzienna	56	62	55	60	61
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä(POPS)					
Łączna wartość	122	112	111	114	128
Średnia dzienna	2	2	2	2	2

cza, że było ich o 4 mniej niż w poprzednim kwartale. Przy obliczaniu dostępności systemu TARGET brane są pod uwagę zakłócenia, które uniemożliwiają przetwarzanie zleceń przez 10 minut lub dłużej. W pierwszym kwartale 2007 r. wystąpiło jedno zakłócenie trwające dłużej niż 2 godziny. Tabela 3 przedstawia dostępność każdego z krajowych komponentów TARGET oraz mechanizmu płatności EBC. W omawianym kwartale 97,53% zleceń płatniczych pomiędzy państwami członkowskimi było przetwarzanych w czasie krótszym niż 5 minut, na przetworzenie 2,07% zleceń płatniczych pomiędzy państwami członkowskimi potrzeba było od 5 do 15 minut, a przetworzenie 0,47% zleceń płatniczych pomiędzy państwami członkowskimi wymagało od 15 do 30 minut. Czas przetwarzania przekroczył średnio 30 minut jedynie w przypadku 71 płatności dziennie, co należy postrzegać w szerszym kontekście średnio 78 080 zleceń płatniczych przetwarzanych dziennie pomiędzy państwami członkowskimi.

Tabela 3 Dostępność systemu TARGET dla każdego krajowego komponentu oraz mechanizmu płatności EBC

Komponent krajowy systemu TARGET	Dostępność w I kw. 2007 r.
Belgia	99,94%
Dania	99,92%
Niemcy	100,00%
Estonia	100,00%
Irlandia	100,00%
Grecja	100,00%
Hiszpania	99,78%
Francja	99,46%
Włochy	100,00%
Luksemburg	99,97%
Holandia	100,00%
Austria	99,70%
Polska	100,00%
Portugalia	100,00%
Finlandia	100,00%
Wielka Brytania	99,03%
EBC (EPM)	99,91%
Ogólna dostępność sytemu TARGET	**99,87%**

DOKUMENTY OPUBLIKOWANE PRZEZ EUROPEJSKI BANK CENTRALNY OD 2006 R.

Poniższa lista zawiera wybrane dokumenty opublikowane przez Europejski Bank Centralny od stycznia 2006 r. Dla Dokumentów Roboczych lista zawiera tylko publikacje wydane w okresie pomiędzy marcem a majem 2007 r. Publikacje te udostępniane są zainteresowanym osobom bezpłatnie przez Dział Prasy i Informacji. Pisemne zamówienia należy składać na adres pocztowy podany na odwrocie strony tytułowej.

Pełna lista dokumentów opublikowanych przez Europejski Bank Centralny i Europejski Instytut Walutowy dostępna jest na stronie internetowej EBC (http://www.ecb.int).

RAPORTY ROCZNE

„Annual Report 2005", kwiecień 2006.
„Annual Report 2006", kwiecień 2007.

RAPORT O KONWERGENCJI

„Convergence Report", maj 2006.
„Convergence Report", grudzień 2006.
„Convergence Report", maj 2007.

ARTYKUŁY BIULETYNU MIESIĘCZNEGO

„Przewidywalność polityki pieniężnej EBC", styczeń 2006.
„Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne", styczeń 2006.
„Ocena trendów cenowych nieruchomości mieszkaniowych w strefie euro", luty 2006.
„Polityka fiskalna a rynki finansowe", luty 2006.
„Znaczenie reformy wydatków publicznych dla wzrostu gospodarczego i stabilności", kwiecień 2006.
„Zarządzanie portfelem w EBC", kwiecień 2006.
„Ustalenia w sprawie reżimu pieniężnego i kursowego pomiędzy strefą euro a wybranymi krajami i terytoriami trzecimi", kwiecień 2006.
„Rola EBC i Eurosystemu w europejskiej intergarcji europejskiej", maj 2006.
„Wspólna lista zabezpieczeń w operacjach Eurosystemu", maj 2006.
„Emisje akcji w strefie euro", maj 2006.
„Pomiar oczekiwań inflacyjnych w strefie euro", lipiec 2006.
„Konkurencyjność a wyniki eksportu strefy euro", lipiec 2006.
„Sektorowe zasoby pieniądza – determinanty i dynamika", sierpień 2006.
„Ewolucja systemów płatności wysokokwotowych w strefie euro", sierpień 2006.
„Zmiany demograficzne w strefie euro: prognozy i konsekwencje", październik 2006.
„Zintegrowane rachunki finansowe i niefinansowe strefy euro według sektorów instytucjonalnych", październik 2006.
„Monetary policy 'activism'", listopad 2006.
„The Eurosystem's experience with fine-tuning operations at the end of the reserve maintenance period", listopad 2006.
„Financial development in central, eastern and south-eastern Europe", listopad 2006.
„The enlarged EU and euro area economies", styczeń 2007.
„Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade", styczeń 2007.
„Putting China's economic expansion in perspective", styczeń 2007.
„Challenges to fiscal sustainability in the euro area", luty 2007.
„The EU arrangements for financial crisis management", luty 2007.
„Migrant remittances to regions neighbouring the EU", luty 2007.
„Communicating monetary policy to financial markets", kwiecień 2007.

„Output growth differentials in the euro area: sources and implications", kwiecień 2007.
„From government deficit to debt: bridging the gap", kwiecień 2007.
„Measured inflation and inflation perceptions in the euro area", maj 2007.
„Competition in and economic performance of the euro area services sector", maj 2007.
„Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe", maj 2007.
„Share buybacks in the euro area", maj 2007.
* Od stycznia 2006 r. artykuły z Biuletynów Miesięcznych ukazują się w polskiej wersji językowej w wersji elektronicznej.

MAŁA KSIĄŻECZKA STATYSTYCZNA

Dostępna co miesiąc od sierpnia 2003 r.

PRAWNE DOKUMENTY ROBOCZE

1 „The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments" K.M. Löber, luty 2006.
2 „The application of multilingualism in the European Union context" A. Athanassiou, marzec 2006.
3 „National central banks and community public sector procurement legislation: a critical overview", J. Garcia-Andrade i P. Athanassion, październik 2006.

DOKUMENTY OKOLICZNOŚCIOWE

43 „The accumulation of foreign resources" International Relations Committee Took Force, luty 2006.
44 „Competition, productivity and prices in the euro area services sector" Task force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, kwiecień 2006.
45 „Output growth differentials across the euro area countries: some stylized facts" N. Benalal, J.L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi i N. Vidalis, maj 2006.
46 „Inflation persistence and pice-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence" F. Altissimo, M. Ehrmann i F. Smets, czerwiec 2006.
47 „The reform and implementation of the Stability and Growth Pact" R. Morris, H. Ongena i L. Schuknecht, czerwiec 2006.
48 „Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries" International Relations Committee Task Force on Enlargement, lipiec 2006.
49 „Credit risk mitigation in central bank operations and its effects on financial markets: the case of the Eurosystem" U. Bindseil i F. Papadia, sierpień 2006.
50 „Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market" M. Laganá, M. Peřina, I. von Köppen-Mertes i A. Persaud, sierpień 2006.
51 „Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area" A. Maddaloni, A. Musso, P. Rother, M. Ward-Warmedinger i T. Westermann, sierpień 2006.
52 „Cross-border labour mobility within an enlarged UE" F.F. Heinz i M. Warmedinger, październik 2006.
53 „Labour productivity developments in the euro area" R. Gomez-Salvador, A. Musso, M. Stocker i J. Turnen, październik 2006.
54 „Quantitative quality indicators for statistics – an application to euro area balance of payment" V. Dania i C. Picón Aguilar, listopad 2006.
55 „Globalisation and euro area trade: Interactions and challenges" U. Baumann i F. di Mauro, luty 2007.
56 „Assessing fiscal soundness: theory and practice" N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother i J.-P. Vidal, marzec 2007.

57 „Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe" S. Herrmann i E. K. Polgar, marzec 2007.
58 „Long-term growth prospects for the Russian economy" R. Beck, A. Kamps i E. Mileva, marzec 2007.
59 „The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience" C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler i T. Rautanen, kwiecień 2007.
60 „Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa" U. Böwer, A. Geis i A. Winkler, kwiecień 2007.
61 „Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach" O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini i T. Zumer, kwiecień 2007.

DOKUMENTY ROBOCZE

735 „Market-based compensation, price informativeness and short-term trading" R. Calcagno i F. Heider, marzec 2007.
736 „Transaction costs and informational cascades in financial markets: theory and experimental evidence" M. Cipriani i A. Guarino, marzec 2007.
737 „Structural balances and revenue windfalls: the role of asset prices revisited" R. Morris i L. Schuknecht, marzec 2007.
738 „Commodity prices, money and inflation" F. Browne i D. Cronin, marzec 2007.
739 „Exchange rate pass-through in emerging markets" M. Ca'Zorzi, E. Hahn i M. Sánchez, marzec 2007.
740 „Transition economy convergence in a two-country model: implications for monetary integration" J. BrÛha i J. Podpiera, marzec 2007.
741 „Sectoral money demand models for the euro area based on a common set of determinants" J. von Landesberger, marzec 2007.
742 „The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan: similarities and differences" D. Gerdesmeier, F. P. Mongelli i B. Roffia, marzec 2007.
743 „Credit market and macroeconomic volatility" C. Mendicino, marzec 2007.
744 „International financial linkages of Latin American banks: the effects of political risk and deposit dollarisation" F. Ramon-Ballester i T. Wezel, marzec 2007.
745 „Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market?" S. Manganelli G. Wolswijk, kwiecień 2007.
746 „U.S. evolving macroeconomic dynamics: a structural investigation" L. Benati i H. Mumtaz, kwiecień 2007.
747 „Tax reform and labour-market performance in the euro area: a simulation-based analysis using the New Area-Wide Model" G. Coenen, P. McAdam i R. Straub, kwiecień 2007.
748 „Financial dollarisation: the role of banks and interest rates" H.S. Basso, O. Calvo-Gonzalez i M. Jurgilas, maj 2007.
749 „Excess money growth and inflation dynamics" B. Roffia i A. Zaghini, maj 2007.
750 „Long-run macroeconomic relations in the global economy" S. Dees, S. Holly, M.H. Pesaran i L.V. Smith, maj 2007.
751 „A look into the factor model black box: publication lags and the role of hard and soft data in forecasting GDP" M. Bańbura i G. Rünstler, maj 2007.
752 „Econometric analyses with backdated data: unified Germany and the euro area" E. Angelini i M. Marcellino, maj 2007.
753 „Trade credit defaults and liquidity provision by firms" F. Boissay i R. Gropp, maj 2007.

754 „US shocks and global exchange rate configurations” M. Fratzscher, maj 2007.
755 „Durable goods and their effect on household saving ratios in the euro area” J. Jalava i I.K. Kavonius, maj 2007.
756 „Maintaining low inflation: money, interest rates and policy stance” S. Reynard, maj 2007.
757 „The cyclicality of consumption, wages and employment of the public sector in the euro area” A. Lamo, J.J. Pérez i L. Schuknecht, maj 2007.

INNE PUBLIKACJE

„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables”, styczeń 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
„Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the „Framework for banknote recycling”, styczeń 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
„Euro Money Market Survey 2005”, styczeń 2006.
„Euro area balance of payments and international investment position statistics – annual quality report”, luty 2006.
„Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadline (4th Progress Report)”, luty 2006.
„Handbook for the compilation of flows statistics on the MFI balance sheet”, luty 2006.
„Methodological notes for the compilation of the revaluation adjustment”, luty 2006.
„National implementation of Regulation ECB/2001/13”, luty 2006.
„Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – Addendum incorporating 2004 data (Blue Book), marzec 2006.
„ECB statistics: an overview”, kwiecień 2006.
„TARGET Annual Report 2005”, maj 2006.
„Financial Stability Review”, czerwiec 2006.
„Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems (SIPS)”, czerwiec 2006 (tylko na stronie internetowej EBC).
„Communication on TARGET2”, lipiec 2006 (tylko na stronie internetowej EBC).
„Government Finance Statistics Guide”, sierpień 2006.
„Implementation of banknote recycling framework”, sierpień 2006.
„The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”, wrzesień 2006.
„Differences in MFI interest rates across euro area countries”, wrzesień 2006.
„Indicators of financial integration in the euro area”, wrzesień 2006.
„Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries”, październik 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
„EU banking structures”, październik 2006.
„EU banking sector stability”, listopad 2006.
„The ESCB’s governance structure as applied to ESCB statistics”, listopad 2006.
„Third progress report on TARGET2”, listopad 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
„The Eurosystem’s view of a ‘SEPA for cards’, listopad 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
„Financial Stability Review”, grudzień 2006.
„The European Central Bank – History, role and functions”, second revised edition, grudzień 2006.
„Assessment of accounting standards from a financial stability perspective”, grudzień 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
„Research Bulletin No 5”, grudzień 2006.

„Extension of the transmission period laid down in the ECB Banknote Recycling Framework for six euro area countries", grudzień 2006.
„Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries – addendum incorporating 2005 data" (Blue Book), grudzień 2006.
„Acceptance criteria for third-party rating tools within the Eurosystem Credit Assessment Framework", grudzień 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
„Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties", grudzień 2006 (tylko w wersji elektronicznej).
„Government finance statistics guide", styczeń 2007.
„Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament", styczeń 2007.
„Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament", styczeń 2007.
„Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report", luty 2007.
„List of Monetary Financial Institutions (MFI) and Institutions subject to minimum reserves", luty 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„Financial statistics for a global economy – Proceedings of the 3rd ECB conference on statistics", luty 2007.
„Euro Money Market Study 2006", luty 2007 (tylko w wersji elektronicznej); Indexed data for the euro money market survey 2006.
„Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament", luty 2007.
„Monetary financial institutions and markets statistics sector manual", marzec 2007.
„Financial integration in Europe", marzec 2007.
„TARGET2-Securities - The blueprint", marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„TARGET2-Securities - Technical feasibility", marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„TARGET2-Securities - Operational feasibility", marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„TARGET2-Securities - Legal feasibility", marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„TARGET2-Securities - Economic feasibility", marzec 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System", kwiecień 2007.
„How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins", kwiecień 2007.
„Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU", kwiecień 2007.
„TARGET Annual Report 2006", maj 2007 (tylko w wersji elektronicznej).
„European Union balance of payments: international investment position statistical methods", maj 2007.
„Bond markets and long-term interest rates In non-euro area Member States of the European Union: statistical tables", maj 2007 (tylko w wersji elektronicznej).

BROSZURY INFORMACYJNE

„The European Central Bank, the Eurosystem the European System of Central Banks", maj 2006.
„TARGET2 – Securities brochure, wrzesień 2006.
„The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market", listopad 2006.

GLOSARIUSZ

Aktywa zagraniczne netto MIF: aktywa zagraniczne MIF strefy euro (takie jak złoto, banknoty i monety w walutach obcych, papiery wartościowe wyemitowane przez podmioty spoza strefy euro, kredyty i pożyczki udzielone rezydentom spoza strefy euro), pomniejszone o zobowiązania zagraniczne sektora MIF strefy euro (na przykład depozyty podmiotów spoza strefy euro, operacje z przyrzeczeniem odkupu, jednostki uczestnictwa w funduszach rynku pieniężnego, wyemitowane przez MFI dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do dwóch lat).

Autonomiczne czynniki płynności: czynniki wpływające na płynność systemu bankowego, które zwykle nie są wynikiem stosowania instrumentów polityki pieniężnej. Należą do nich na przykład: stan banknotów w obiegu, depozyty rządowe w banku centralnym oraz aktywa zagraniczne netto banku centralnego.

Badania aktywności gospodarczej w strefie euro: badania koniunktury w sekcji przetwórstwo przemysłowe i sektorze usług, przeprowadzane w wielu krajach strefy euro, które służą do budowy indeksu zagregowanego. Indeks PMI (Purchasing Managers Index) sekcji przetwórstwo przemysłowe strefy euro to ważony wskaźnik obliczany na podstawie indeksów produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, czasów realizacji dostaw oraz zapasów zakupionych towarów. Ankieta dla sektora usług zawiera pytania o bieżącą i oczekiwaną aktywność gospodarczą, stany transakcji, nowe transakcje nadchodzące, zatrudnienie, ceny zużycia pośredniego i ceny sprzedaży. Poprzez połączenie wyników badań sektora produkcyjnego i sektora usługowego otrzymuje się indeks złożony strefy euro (*Eurozone Composite Index*)*.

Badania Komisji Europejskiej: zharmonizowane badania sondażowe nastrojów firm i konsumentów przeprowadzane w każdym państwie członkowskim UE w imieniu Komisji Europejskiej. Pytania w formie kwestionariusza są kierowane do kadry kierowniczej w branży produkcyjnej, budowlanej, handlu detalicznego i sektora usług, a także do konsumentów. Na podstawie każdego miesięcznego badania ankietowego wyliczane są wskaźniki złożone, które podsumowują odpowiedzi na kilka różnych pytań w jednym wskaźniku (wskaźniki zaufania).

Badania sondażowe akcji kredytowej banków (*Bank Lending Survey – BLS*): kwartalne badania sondażowe dotyczące polityk kredytowych, które prowadzone są przez Eurosystem od stycznia 2003 r. Dotyczą one kwestii jakościowych z zakresu zmian w standardach kredytowania, warunkach udzielania kredytów oraz podaży na kredytowanie, zarówno dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, do wcześniej wybranej grupy banków w strefie euro.

Badanie prognoz makroekonomicznych ekspertów (*Survey of Professional Forecasters – SPF*): kwartalne badania ankietowe przeprowadzane przez EBC od 1999 r. w celu zebrania prognoz makroekonomicznych dotyczących inflacji w strefie euro, realnego wzrostu PKB i bezrobocia od grupy ekspertów związanych z organizacjami finansowymi i nie-finansowymi mającymi siedzibę w UE.

Bilans płatniczy: zestawienie statystyczne, które podsumowuje transakcje ekonomiczne jakieś gospodarki państwa z zagranicą dla określonego czasu.

Bilans skonsolidowany sektora monetarnych instytucji finansowych (MIF): bilans uzyskiwany przez saldowanie rozliczeń wzajemnych sektora MIF (głównie kredytów i pożyczek oraz

* W Polsce nie publikuje się danych dotyczących cen zużycia pośredniego producentów. Nie ma również odpowiedniego określenia dla takiej kategorii cen.

depozytów udzielanych przez MIF innym MIF) pozycji bilansu zagregowanego tego sektora. Dostarcza on informację statystyczną na temat aktywów i pasywów sektora MIF wobec rezydentów strefy euro nie należących do tego sektora (tzn. instytucji rządowych i samorządowych oraz innych rezydentów strefy euro) oraz wobec nierezydentów strefy euro. Jest to podstawowe źródło informacji statystycznej dla potrzeb wyliczenia agregatów pieniężnych, oraz stanowi on podstawę do regularnej analizy czynników kreacji M3.

Ceny producentów w przemyśle: ceny fabryczne (bez kosztów transportu) wszystkich produktów sprzedawanych w przemyśle, poza branżą budowlaną, na rynkach krajowych strefy euro. Nie obejmują importu.

Deficyt (instytucji rządowych i samorządowych): potrzeby pożyczkowe netto instytucji rządowych i samorządowych, tzn. różnica między łącznymi dochodami a łącznymi wydatkami sektora rządowego.

Deflacja: spadek ogólnego poziomu cen, t. j. indeksu cen konsumpcyjnych.

Depozyt w banku centralnym na koniec dnia: instrument polityki pieniężnej Eurosystemu, umożliwiający uczestnikom rynku międzybankowego składanie depozytów jednodniowych (typu *overnight*) w krajowym banku centralnym. Depozyty te są oprocentowane według ustalonej wcześniej stopy procentowej.

Długoterminowe zobowiązania finansowe sektora MIF: depozyty terminowe powyżej dwóch lat, depozyty z terminem wypowiedzeniem powyżej trzech miesięcy, dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez MIF strefy euro z terminem pierwotnym powyżej dwóch lat, a także kapitał i rezerwy sektora MIF strefy euro.

Dłużne papiery wartościowe: stanowią zobowiązanie emitenta (czyli pożyczkobiorcy), że w określonym terminie lub terminach w przyszłości dokona płatności na rzecz posiadacza wyemitowanego instrumentu finansowego (pożyczkodawcy) określonych kwot. Instrumenty te są na ogół oprocentowane (kupon) i (lub) są sprzedawane z dyskontem w stosunku do kwoty, za którą zostaną odkupione w terminie zapadalności. Dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym powyżej 1 roku uznaje się za długoterminowe.

Dłuższa operacja refinansująca: regularna operacja rynku otwartego przeprowadzana przez Eurosystem, w formie operacji z przyrzeczeniem odkupu. Operacje te przeprowadza się w formie standardowych miesięcznych przetargów i zwykle mają one trzymiesięczny termin zapadalności.

Efektywny kurs walutowy euro (EKW nominalny/realny): średnia ważona bilateralnych kursów walutowych euro wobec waluty krajów – partnerów handlowych strefy euro. EBC publikuje nominalne indeksy efektywnego kursu euro w stosunku do walut należących do dwóch grupy partnerów handlowych: EER-24 (obejmującej 14 państw UE nie będących członkami strefy euro oraz 10 głównych partnerów handlowych spoza UE) oraz EER-44 (obejmującej EER-24 oraz 20 innych państw). Udział waluty w indeksie efektywnego kursu walutowego euro odpowiada udziałowi każdego z krajów – partnerów w wymianie handlowej ze strefą euro oraz odzwierciedla konkurencję na rynkach trzecich. Realne EKW są to nominalne EKW deflowane średnią ważoną kosztów lub cen zagranicznych względem cen wewnętrznych. Powyższe indeksy są, zatem, miarą konkurencyjności cenowej i kosztowej.

EONIA (*Euro Overnight Index Average*): uśredniona stopa procentowa transakcji jednodniowych typu overnight na rynku międzybankowym strefy euro, kwotowana na podstawie transakcji. Jest ona obliczana jako średnia ważona stóp procentowych niezabezpieczonych transakcji kredytowych typu overnight, denominowanych w euro, na podstawie informacji uzyskiwanych od banków zgłaszających, notowania.

ERM II (*Exchange Rate Mechanism II* – II Europejski Mechanizm Kursowy): system kursowy, stanowiący ramową podstawę współpracy w zakresie polityki kursowej między krajami strefy euro a tymi krajami członkowskimi UE, które nie uczestniczą w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej.

EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*): stopa, po której uczestnicy rynku międzybankowego strefy euro są skłonni pożyczać wolne środki. Jest ona obliczana codziennie dla depozytów międzybankowych o różnych terminach zapadalności, maksymalnie do 12 miesięcy.

Eurosystem: system banków centralnych stworzony przez Europejski Bank Centralny oraz krajowe banki centralne tych państw członkowskich UE, które już przyjęły euro.

Indeks kosztu przepracowanej godziny: miara kosztów pracy obejmująca wynagrodzenia brutto (wypłacane w gotówce, w naturze, w tym wszelkiego rodzaju premie), a także koszty pracy (składki na ubezpieczenia społeczne plus podatki związane z zatrudnieniem, płacone przez pracodawcę, minus dotacje/zasiłki (subsidies) otrzymywane przez pracownika) przypadające na jedną faktycznie przepracowaną godzinę (z uwzględnieniem nadgodzin).

Indeks płac negocjowanych: miara bezpośredniego wyniku negocjacji zbiorowych w kategoriach płacy podstawowej (czyli bez premii) na poziomie strefy euro. Termin ten dotyczy implikowanej średniej zmiany w płacach miesięcznych.

Inflacja: wzost ogólnego poziomu cen, tj. indeksu cen konsumpcyjnych.

Instytucje rządowe i samorządowe: sektor, który zgodnie z definicją ESA95 obejmuje podmioty będące rezydentami, które zaangażowane są przede wszystkim w produkcję towarów i usług nierynkowych przeznaczonych do spożycia indywidualnego i zbiorowego i/lub w redystrybucję dochodu i bogactwa narodowego. Sektor ten obejmuje instytucje rządowe szczebla centralnego, regionalnego, instytucje samorządowe i fundusze ubezpieczeń społecznych. Z sektora wyłączone są jednostki stanowiące własność publiczną, które prowadzą działalność komercyjną, na przykład przedsiębiorstwa państwowe.

Inwestycja bezpośrednia: inwestycje zagraniczne, których celem jest nabycie trwałego udziału w przedsiębiorstwie znajdującym się w innej gospodarce (w praktyce przyjmuje się, że jest to własność odpowiadająca posiadaniu przynajmniej 10% akcji zwykłych lub głosów). Inwestycje bezpośrednie obejmują kapitał własny, reinwestowane dochody i inne fundusze związane z operacjami pomiędzy firmami powiązanymi kapitałowo. Na rachunku inwestycji bezpośrednich zapisuje się transakcje/pozycje netto w aktywach dokonane przez rezydentów strefy euro (jako „inwestycje bezpośrednie za granicą") oraz transakcje/pozycje netto w aktywach strefy euro dokonane przez nierezydentów (jako „inwestycje bezpośrednie w strefie euro").

Inwestycje portfelowe: zestawienie transakcji i/lub pozycji netto w papierach wartościowych wyemitowanych przez nierezydentów strefy euro („aktywów") dokonanych przez rezydentów strefy

euro, a także transakcji i/lub pozycji netto w papierach wartościowych wyemitowanych przez rezydentów strefy euro, dokonanych przez nierezydentów strefy euro („pasywów"). Zestawienie to obejmuje papiery wartościowe z prawem do kapitału, dłużne papiery wartościowe (długoterminowe papiery dłużne oraz instrumenty rynku pieniężnego). Transakcje wykazuje się według efektywnej ceny, zapłaconej lub otrzymanej, pomniejszonej o prowizje i wydatki. Do inwestycji portfelowych zalicza się udziały w przedsiębiorstwach do wysokości 10% akcji zwykłych lub praw głosu.

Jednostkowe koszty pracy: miara całkowitych kosztów pracy przypadających na jednostkę produkcji obliczonych dla strefy euro jako stosunek wynagrodzenia ogółem przypadającego na jednego pracownika do wydajności pracy (zdefiniowanej jako PKB wyrażone w cenach stałych na jednego zatrudnionego).

Korekta deficytu do zadłużenia (instytucje rządowe i samorządowe): różnica pomiędzy deficytem instytucji rządowych i samorządowych a zmianą poziomu zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych.

Kredyt banku centralnego na koniec dnia: instrument polityki pieniężnej Eurosystemu, umożliwiający uczestnikom rynku międzybankowego zaciągnięcie kredytu jednodniowego (typu overnight) w krajowym banku centralnym, Kredyty te są oprocentowane według ustalonej wcześniej stopy procentowej i zabezpieczone aktywami kwalifikowanymi.

Kredyty, pożyczki i inne należności MIF od rezydentów strefy euro: kredyty i pożyczki udzielone przez instytucje sektora MIF rezydentom strefy euro spoza sektora MIF (łącznie z instytucjami rządowymi i samorządowymi oraz sektorem prywatnym) oraz posiadane przez te instytucje papiery wartościowe (udziały, inne papiery wartościowe z prawem do kapitału oraz dłużne papiery wartościowe), wyemitowane przez podmioty ze strefy euro.

Krzywa dochodowości: graficzne przedstawienie zależności pomiędzy oprocentowaniem lub dochodowością a okresem pozostałym do terminu zapadalności – w określonym momencie czasu – dłużnych papierów wartościowych o tym samym ryzyku kredytowym, ale różnym terminie zapadalności. Nachylenie krzywej dochodowości odzwierciedla różnicę pomiędzy oprocentowaniem lub dochodem dla dwóch wybranych terminów zapadalności.

M1: wąski agregat pieniężny, który obejmuje pieniądz gotówkowy w obiegu oraz depozyty bieżące w monetarnych instytucjach finansowych i instytucjach rządowych szczebla centralnego (na przykład poczta lub skarb państwa).

M2: pośredni agregat pieniężny, który obejmuje M1 oraz depozyty z terminem wypowiedzenia do trzech miesięcy (czyli krótkoterminowe wkłady oszczędnościowe), a także depozyty terminowe do dwóch lat (czyli lokaty krótkoterminowe), zdeponowane w monetarnych instytucjach finansowych i instytucjach rządowych szczebla centralnego.

M3: szeroki agregat pieniężny, który obejmuje M2 oraz instrumenty zbywalne, szczególnie operacje z przyrzeczeniem odkupu, jednostki uczestnictwa w funduszach na rynku pieniężnym, a także dłużne papiery wartościowe z terminem pierwotnym do 2 lat, wyemitowane przez monetarne instytucje finansowe.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna: wartość i struktura należności finansowych (lub zobowiązań finansowych) netto danego systemu gospodarczego wobec zagranicy.

Minimalna oferowana stopa procentowa: dolna granica stóp procentowych, przy której strony mogą składać swoje oferty w różnych przetargach.

Minimalna oferowana stopa procentowa: dolna granica stóp procentowych, przy której strony mogą składać swoje oferty w różnych przetargach.

Monetarne instytucje finansowe (MIF): instytucje finansowe tworzące sektor emitujący pieniądz w strefie euro. Obejmują one Eurosystem, instytucje kredytowe będące rezydentami (zgodnie z definicją prawa wspólnotowego), oraz wszystkie pozostałe instytucje finansowe będące rezydentami, których działalność polega na przyjmowaniu depozytów i/lub bliskich odpowiedników depozytów, od jednostek spoza sektora MIF, oraz udzielaniu na własny rachunek (przynajmniej w ujęciu ekonomicznym) kredytów i/lub inwestowaniu w papiery wartościowe. Ta ostatnia grupa składa się przede wszystkim z funduszy rynku pieniężnego.

Obligacje Skarbu Państwa indeksowane wskaźnikiem inflacji: dłużne papiery wartościowe, których płatności z tytułu kuponów i kapitału są uzależnione od odpowiedniego wskaźnika cen konsumpcyjnych.

Obroty towarowe z zagranicą: eksport i import towarów w obrotach z krajami spoza strefy euro, mierzony w kategoriach wartości oraz wskaźników ilości i wartości jednostkowej. Statystyki handlu zewnętrznego nie można bezpośrednio porównywać z eksportem i importem zarejestrowanym na rachunkach narodowych, ponieważ zawierają one zarówno transakcje wewnętrzne, jak i zewnętrzne strefy euro. Ponadto rachunki te obejmują nie tylko towary, ale też usługi. Statystyki handlu zewnętrznego nie są też w pełni porównywalne z pozycją towary w statystyce bilansu płatniczego. Poza dostosowaniami metodologicznymi, główna różnica polega na tym, iż import jest odnotowywany w statystyce eksportu zewnętrznego z uwzględnieniem ubezpieczenia oraz obsługi frachtowej, podczas gdy w pozycji towary statystyki bilansu płatniczego jest on uwzględniany w ujęciu f. o. b. (franco statek).

Odpis z tytułu obniżenia wartości [aktywo pozostaje w bilansie] (ang. *write-down*) – odpisy aktualizaujące/korekty zmniejszające wartość kredytów i pożyczek zapisanych w bilansie MFI po stwierdzeniu, że te kredyty i pożyczki są częściowo nie do odzyskania.

Papiery wartościowe z prawem do kapitału: reprezentują udziały w kapitale przedsiębiorstwa. Obejmują akcje notowane na giełdach papierów wartościowych (akcje w obrocie giełdowym), akcje nienotowane i inne formy własności. Papiery wartościowe z prawem do kapitału na ogół przynoszą dochód w postaci dywidend.

Parytet centralny (lub kurs centralny): kurs wymiany waluty każdego z krajów przebywających w ERM II wobec euro, wokół którego określany jest przedział wahań kursów obowiązujący w ERM II.

Parytet siły nabywczej (PPP): kurs, według którego jedna waluta jest wymieniana na inną tak, by zrównać siłę nabywczą obu walut poprzez wyeliminowanie różnic w poziomach cen obowiązujących w danych krajach. W najprostszej formie wskaźnik PPP to stosunek cen tego samego towaru lub usługi wyrażonych – w walucie krajowej – w różnych krajach.

Podstawowa operacja refinansująca: regularna operacja otwartego rynku przeprowadzana przez Eurosystem w formie transakcji z przyrzeczeniem odkupu. Operacje te przeprowadza się

w formie cotygodniowych standardowych przetargów, a ich okres zapadalności wynosi zwykle jeden tydzień.

Podstawowe stopy procentowe EBC: stopy procentowe ustalone przez Radę Prezesów, które odzwierciedlają nastawienie polityki pieniężnej EBC. Są to: minimalna stopa procentowa pod¬stawowych operacji refinansujących, stopa procentowa kredytu banku centralnego na koniec dnia oraz stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia.

Potrzeby kredytowe (instytucje rządowe i samorządowe): wysokość kredytów netto zaciągniętych przez instytucje rządowe i samorządowe.

Produkcja przemysłowa: wartość dodana brutto, wytworzona w przemyśle w cenach stałych.

Przeciętne wynagrodzenie: wynagrodzenie definiuje się jako wypłaty pieniężne oraz wartość świadczeń w naturze bądź ich ekwiwalenty należne pracownikom z tytułu pracy. Do wynagrodzeń zalicza się wynagrodzenia osobowe brutto wraz z premiami, nagrodami oraz dodatkami (np. za pracę w godzinach nadliczbowych lub warunkach szkodliwych), a także składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawcę. Przeciętne wynagrodzenie definiuje się jako wynagrodzenie przypadające na jednego pracownika.

Przetarg o stałej stopie procentowej: procedura przetargowa, w której stopę procentową ustala z wyprzedzeniem bank centralny, a oferenci uczestniczący w przetargu składają oferty dotyczące wielkości transakcji, jakie są gotowi zawrzeć przy tej stopie procentowej.

Pozostałe inwestycje: pozycja w bilansie płatniczym i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, która obejmuje transakcje/pozycje finansowe z nierezydentami związane z kredytami handlowymi, depozytami, kredytami i pożyczkami oraz innymi należnościami [za granicą – aktywa] oraz zobowiązaniami [wobec zagranicy – pasywa].

Przetarg o zmiennej stopie procentowej: procedura przetargowa, w której oferenci składają oferty zarówno na kwotę transakcji, jaką chcą zawrzeć z bankiem centralnym, jak i na oprocentowanie, przy jakim chcą zawrzeć tę transakcję.

Produkt krajowy brutto (PKB): wartość produkcji towarów i usług danej gospodarki pomniejszonej o spożycie pośrednie oraz powiększonej o podatki netto od produktów i importu. PKB można podzielić na składowe produkcji, wydatków i dochodów. Główne agregaty wydatków, składające się na PKB, to spożycie gospodarstw domowych, końcowe spożycie publiczne, nakłady brutto na środki trwałe, zmiany poziomu zapasów oraz eksport i import towarów i usług (w tym wymiana wewnątrz strefy euro).

Rachunek bieżący: rachunek bilansu płatniczego, który obejmuje wszystkie transakcje towarowe i usługowe, dochody oraz transfery bieżące pomiędzy rezydentami i nierezydentami.

Rachunek finansowy: rachunek bilansu płatniczego, który obejmuje wszystkie transakcje [finansowe] w postaci inwestycji bezpośrednich, portfelowych, pozostałe inwestycje, finansowe instrumenty pochodne oraz aktywa rezerwowe, pomiędzy rezydentami i nierezydentami.

Rachunek kapitałowy: rachunek bilansu płatniczego, który obejmuje wszystkie transfery kapitałowe oraz nabywanie/zbywanie aktywów niefinansowych i nie produkowanych.

Rezerwy międzynarodowe: łatwo dostępne i kontrolowane przez władze monetarne zagraniczne aktywa przeznaczone do bezpośredniego finansowania i zarządzania wielkością braku równowagi w bilansie płatniczym poprzez interweniowanie na rynkach walutowych. Rezerwy międzynarodowe strefy euro obejmują roszczenia nie denominowane w euro w stosunku do nierezydentów strefy euro, złoto, specjalne prawa ciągnienia (SDR) i pozycje/stan rezerw przechowywanych przez MIF, które są utrzymywane w Eurosystemie.

Rezerwa obowiązkowa: minimalna kwota rezerwy, jaką instytucja kredytowa musi utrzymywać w krajowym banku centralnym Eurosystemu. Wywiązanie się z obowiązku utrzymania rezerwy obowiązkowej ustala się na podstawie średniej z dziennych stanów środków w danym okresie utrzymywania rezerwy, który wynosi około miesiąca.

Siła robocza: suma osób pracujących oraz bezrobotnych.

Stabilność cen: głównym zadaniem Eurosystemu jest utrzymanie stabilności cen. Według definicji Rada Prezesów, stabilność cen jest utrzymana, jeżeli wzrost zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych (HICP) w ujęciu rocznym jest niższy niż 2%. Rada Prezesów jasno stwierdziła również, że dążąc do zachowania stabilności cen, zamierza utrzymać stopę inflacji w średnim okresie na poziomie nieco niższym od 2%.

Stopy procentowe MIF: stopy procentowe, które są stosowane przez instytucje kredytowe oraz inne MIF będące rezydentami. Z wyłączeniem banków centralnych i funduszy rynku pieniężnego, w odniesieniu do depozytów i kredytów przyjmowanych/udzielanych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom będącym rezydentami strefy euro.

Strefa euro: strefa utworzona przez te kraje UE, które – zgodnie z Traktatem – przyjęły euro jako wspólną walutę.

Wartość referencyjna wzrostu M3: wartość rocznego tempa wzrostu agregatu M3 w średnim okresie, spójna z utrzymaniem stabilności cen. Obecnie wartość referencyjna rocznego wzrostu M3 wynosi 4,5%.

Wolne miejsca pracy: nowo utworzone miejsca pracy, miejsca pracy nie obsadzone lub takie, które w najbliższej przyszłości się zwolnią, a pracodawca podjął niedawno aktywne działania na rzecz znalezienia odpowiedniego kandydata.

Wskaźnik deficytu (instytucje rządowe i samorządowe): Wskaźnik deficytu to stosunek deficytu instytucji rządowych i samorządowych do PKB po bieżących cenach rynkowych. Podlega on jednemu z kryteriów konwergencji fiskalnej, określonych w artykule 104 (2) Traktatu o utworzeniu Wspólnot Europejskich w celu zdefiniowania zjawiska nadmiernego deficytu. Nazywany jest także wskaźnikiem deficytu budżetowego lub fiskalnego.

Wskaźnik długu do PKB (instytucje rządowe i samorządowe): Wskaźnik zadłużenia instytucji rządowych i samorządowych do PKB w bieżących cenach rynkowych. Podlega on jednemu z kryteriów konwergencji fiskalnej, zdefiniowanych w artykule 104 (2) Traktatu o utworzeniu Wspólnot Europejskich, określającemu istnienie nadmiernego deficytu.

Wyksięgowanie (ang. *write-off*): usunięcie wartości kredytów i pożyczek z bilansu MIF po uznaniu tych kredytów za całkowicie nieściągalne.

Wydajność pracy: wielkość produktu, który może być wytworzony przy danym nakładzie pracy. Wydajność pracy można mierzyć na kilka sposobów. Powszechnie mierzy się ją jako PKB w cenach stałych podzielony przez łączne zatrudnienie lub łączną liczbę przepracowanych godzin.
Wynagrodzenie miesięczne brutto: miara miesięcznej płacy brutto, zawierająca część składek na ubezpieczenie społeczne opłacanych przez pracowników.

Zadłużenie (instytucje rządowe i samorządowe): zadłużenie brutto (depozyty, kredyty i pożyczki oraz dłużne papiery wartościowe za wyjątkiem finansowych instrumentów pochodnych) podawane w wartości zadłużenie brutto nominalnej, niespłacone na koniec roku i skonsolidowane pomiędzy różnymi sektorami i w ramach sektorów instytucji rządowych i samorządowych.

Zadłużenie (rachunki finansowe): obejmuje kredyty i pożyczki, wyemitowane dłużne papiery wartościowe oraz rezerwy emerytalne przedsiębiorstw (wynikające z bezpośrednich zobowiązań emerytalnych pracodawców na rzecz pracowników), wyceniane według wartości rynkowej na koniec okresu. Jednakże, z uwagi na ograniczone dane, zadłużenie wykazane w kwartalnych rachunkach finansowych nie obejmuje kredytów i pożyczek udzielonych przez podmioty sektora niefinansowego (takich jak pożyczki pomiędzy firmami) albo przez banki spoza strefy euro. Dane dotyczące tych pożyczek są natomiast uwzględniane w rocznych rachunkach finansowych. Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (Harmonized Index of Consumer Prices – HICP): miara cen konsumpcyjnych opracowana przez Eurostat i jednolita dla wszystkich państw członkowskich UE.

Scharmmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (Harmonized Index of Consumer Prices – HICP): miara cen konsumpcyjnych opracowana przez Eurostat i jednolita dla wszystkich państw członkowskich UE.

Zmienność implikowana: oczekiwana zmienność (t.j. odchylenie standardowe) wyrażona jako współczynnik zmian ceny aktywów (np. akcji lub obligacji). Może być wyliczany na podstawie ceny aktywów, terminu zapadalności i ceny realizacji opcji, jak również na podstawie stopy zwrotu z aktywów pozbawionych ryzyka, przy zastosowaniu modelu wyceny opcji, takiego jak model Blacka-Scholesa.