



NARODOWY  
BANK POLSKI

Marzec 2024 r.

---

# Przegląd Spraw Europejskich



Marzec 2024 r.

---

# Przegląd Spraw Europejskich

Wydział Integracji Europejskiej Departamentu Zagranicznego  
we współpracy z Departamentem Stabilności Finansowej  
Warszawa, 2024 r.

---

Materiał opracował:  
Departament Zagraniczny  
we współpracy z Departamentem Stabilności Finansowej

Autorzy:  
Agnieszka Brewka  
Magdalena Gąsior  
Małgorzata Kloc-Konkołowicz  
Martyna Migala  
Adrian Przerwacz  
Małgorzata Szczeń  
Joanna Surała

Redakcja:  
Magdalena Gąsior

Przegląd opracowano na podstawie informacji dostępnych na stronach internetowych:  
Komisji Europejskiej, Rady Unii Europejskiej, Rady Europejskiej, Parlamentu Europej-  
skiego, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego,  
Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego oraz serwisu internetowego  
[www.euractiv.com](http://www.euractiv.com)

Narodowy Bank Polski  
00-919 Warszawa  
ul. Świętokrzyska 11/21  
nbp.pl

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2024

---

# Spis treści

Najważniejsze w numerze	3
1. Komisja Europejska	4
1.1. Komunikat KE w sprawie zarządzania ryzykiem klimatycznym w Europie	4
1.2. Trzecia emisja obligacji UE w 2024 r.	4
1.3. Komunikat w sprawie reform poprzedzających rozszerzenie i przeglądów polityk unijnych	4
2. Rada Europejska	7
2.1. Posiedzenie Rady Europejskiej 21–22 marca	7
3. Eurogrupa	8
3.1. Posiedzenie Eurogrupy 11 marca	8
4. Rada Unii Europejskiej	11
4.1. Posiedzenie Rady do Spraw Gospodarczych i Finansowych 12 marca	11
5. Europejski Bank Centralny	12
5.1. Posiedzenie Rady Prezesów 7 marca	12
5.2. Nowy system operacyjny realizacji polityki pieniężnej	14
5.3. Oświadczenie Rady Prezesów EBC w sprawie CMU	15
5.4. Przystąpienie Danii do systemu T2 i TIPS	16
5.5. Opinie EBC na temat projektów krajowych i unijnych regulacji w zakresie bankowości centralnej i rynków finansowych	16
6. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego	17
6.1. Posiedzenie Rady Generalnej Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego	17
Spis skrótów	19

## Najważniejsze w numerze

- **Posiedzenie Eurogrupy 11 marca**

Eurogrupa w składzie rozszerzonym, po prawie roku prac, przyjęła 11 marca 2024 r. oświadczenie w sprawie przyszłości unii rynków kapitałowych (*capital markets union*, CMU). W dokumencie określono trzy obszary priorytetowe (architektura rynku, przedsiębiorstwa, obywatele), w zakresie których wskazano trzynaście działań mających na celu poprawę funkcjonowania europejskich rynków kapitałowych oraz dalszy rozwój CMU. Jednocześnie zwrócono się do Komisji Europejskiej (KE) o jak najszybsze przedstawienie odpowiednich inicjatyw ustawodawczych w nowym cyklu instytucjonalnym.

[więcej w pkt 3.1](#)

- **Posiedzenie Rady Generalnej Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego**

Podczas marcowego posiedzenia Rada Generalna Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Board, ESRB) omówiła czynniki ryzyka dla stabilności finansowej w UE. Podkreślono także konieczność budowania odpowiedniego poziomu buforów kapitałowych, które można byłoby w razie potrzeby uwolnić. Przedmiotem dyskusji były również: ryzyko dla stabilności finansowej wynikające ze zmian inflacji i stóp procentowych, ryzyko związane z sektorem niebankowego pośrednictwa finansowego oraz ryzyko cybernetyczne.

[więcej w pkt 7.1](#)

# 1. Komisja Europejska

## 1.1. Komunikat KE w sprawie zarządzania ryzykiem klimatycznym w Europie

KE opublikowała 12 marca 2024 r. [komunikat oraz informacje prasowe w sprawie zarządzania ryzykiem klimatycznym](#) w Europie. Komunikat został opracowany w związku z alarmującą [ocena ryzyka klimatycznego](#) Europejskiej Agencji Środowiska, z której wynika, że Europa nie jest dostatecznie przygotowana na wyzwania związane z obecnym tempem zmian klimatycznych.

W odpowiedzi na zagrożenia KE proponuje, aby – na poziomie europejskim – uwzględniać ryzyko klimatyczne przy planowaniu działań i realizacji programów unijnych, w tym w aktach prawnych i instrumentach finansowych. KE będzie stymulować debatę nad metodami zwiększenia inwestycji mających poprawić odporność na zmiany klimatyczne. Na poziomie państw członkowskich KE zachęca do poprawy koordynacji działań na szczeblach krajowym, regionalnym i lokalnym, a także do uwzględniania ryzyka klimatycznego w krajowych procedurach budżetowych oraz przy planowaniu przetargów publicznych. KE ponadto udostępni dane, narzędzia i szkolenia niezbędne do lepszego prognozowania i monitorowania niekorzystnych zjawisk spowodowanych zmianami klimatycznymi oraz do szacowania związanego z nimi ryzyka, a proponowane działania mają także przyczynić się do poprawy funkcjonowania systemów ostrzegania o zagrożeniach.

## 1.2. Trzecia emisja obligacji UE w 2024 r.

KE [wyemitowała](#) 19 marca br. nowe, 25-letnie obligacje (tzw. zielone) o wartości 7 mld euro z terminem zapadalności w lutym 2050 r. Pozyskane w ten sposób środki zostaną wykorzystane do sfinansowania działań wspierających zieloną transformację, ujętych w krajowych planach odbudowy (KPO) państw UE.

Przeprowadzona emisja była trzecią transakcją konsorcjalną zrealizowaną przez KE w 2024 r. W pierwszej połowie 2024 r. KE planuje pozyskać łącznie 75 mld euro z emisji obligacji UE. Do końca marca br. KE z tej kwoty zgromadziła prawie 35,5 mld euro, dzięki przeprowadzeniu trzech transakcji konsorcjalnych na łączną kwotę 22 mld euro oraz trzech aukcji obligacji, z których pozyskała niecałe 13,5 mld euro.

## 1.3. Komunikat w sprawie reform poprzedzających rozszerzenie i przeglądy polityk unijnych

Dnia 20 marca 2024 r. KE przedstawiła [komunikat](#) (*Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council and the Council on pre-enlargement reforms and policy reviews*) dotyczący planu reform poprzedzających rozszerzenie i zapowiadający przeglądy polityk unijnych. Celem tych działań jest przygotowanie UE do kolejnego rozszerzenia, zgodnie



z zapowiedzią przewodniczącej Ursuli von der Leyen zawartą w orędziu o stanie Unii w 2023 r. W komunikacie KE określiła potencjalne konsekwencje powiększenia UE w czterech głównych obszarach: wartości, polityki unijne, budżet i zarządzanie.

W ocenie KE jednym z kluczowych wyzwań związanych z przyszłym rozszerzeniem UE będzie wzmocnienie zdolności wspólnej polityki rolnej do wspierania zrównoważonej i konkurencyjnej produkcji rolno-spożywczej, przy jednoczesnym zapewnieniu równych warunków działania w sektorze rolnym dla obecnych i przyszłych państw członkowskich. Ponadto w komunikacie zwrócono uwagę, że duża część krajów objętych procesem rozszerzenia posiada wysoce zanieczyszczające gałęzie przemysłu, produkuje energię elektryczną głównie z paliw kopalnych oraz charakteryzuje się wysokim profilem emisji gazów cieplarnianych. Czynniki te mogą hamować efektywne wdrażanie programu działań UE na rzecz przeciwdziałania zmianom klimatu i utracie różnorodności biologicznej. Jednocześnie zaznaczono, że przyszłe państwa członkowskie mają duży potencjał w zakresie produkcji energii ze źródeł odnawialnych oraz ważne zasoby naturalne, dlatego konieczne jest u nich dążenie do przyspieszenia zielonej transformacji, a także wspieranie inwestycji zwiększających efektywność energetyczną i ograniczających emisyjność tamtejszych gospodarek.

KE zwróciła również uwagę na wpływ rozszerzenia UE na politykę spójności. Wskazała przy tym na potencjalne trudności związane z absorpcją środków finansowych w przyszłych państwach członkowskich, wynikające z ograniczonych zdolności administracyjnych tych państw. Ewentualne wyzwania ma tu łagodzić odpowiednio zaprojektowana pomoc techniczna i szkoleniowa. Ponadto w komunikacie podkreślono, że w ramach przygotowań do rozszerzenia UE powinna wzmocnić zarządzanie granicami zewnętrznymi, szczególnie w obszarze zwalczania przestępstw transgranicznych, handlu narkotykami i bronią oraz zapobiegania nielegalnej migracji i przemytowi migrantów.

W odniesieniu do wymiaru instytucjonalnego w komunikacie wskazano na wyzwania dotyczące zapewnienia efektywnych mechanizmów podejmowania decyzji w rozszerzonej UE. W tym kontekście KE przypominała o obowiązujących postanowieniach Traktatu o Unii Europejskiej umożliwiających przejście z jednomyślności na głosowanie większością kwalifikowaną w Radzie UE (poprzez uruchomienie specjalnych klauzul pomostowych) w niektórych kluczowych obszarach polityk UE, takich jak polityka zagraniczna i bezpieczeństwa czy polityka podatkowa. KE uznała również, że możliwe jest odejście od zasady jednomyślności bez narażania na szwank strategicznych interesów państw członkowskich dzięki zastosowaniu odpowiednich zabezpieczeń. Ponadto rozszerzenie UE do ponad 30 państw członkowskich rodzi pytania dotyczące składu instytucji unijnych, w tym zwłaszcza liczby komisarzy będących członkami KE. W komunikacie podkreślono też, że rozszerzenie UE istotnie zwiększy obciążenie instytucji UE w wielu dziedzinach, począwszy od opracowywania strategii i analiz po ich wdrażanie, egzekwowanie przepisów oraz należyte zarządzanie finansami.

W obliczu powyższych uwarunkowań KE zaproponowała stopniową integrację państw kandydujących, czyli sukcesywne włączanie ich do różnych polityk i instytucji unijnych, zwłaszcza w odniesieniu do dostępu do wspólnego rynku i unii celnej. Jednocześnie KE postuluje, aby podczas negocjacji dotyczących wieloletnich ram finansowych na lata 2028–2034 uwzględnić możliwość zwiększenia wydatków (i wpływów) wynikających z rozszerzenia Unii. KE zapowiedziała przeprowadzenie pogłębionych przeglądów poszczególnych polityk unijnych na początku 2025 r. i następnie sformułowanie ewentualnych propozycji reform, w tym dotyczących wieloletnich ram finansowych.



## 2. Rada Europejska

### 2.1. Posiedzenie Rady Europejskiej 21–22 marca

W dniach 21–22 marca br. odbyło się posiedzenie Rady Europejskiej poświęcone Ukrainie, bezpieczeństwu i obronie, kwestiom związanym z sytuacją na Bliskim Wschodzie, rozszerzeniu UE oraz reformom, stosunkom zewnętrznym, migracji, rolnictwu, reagowaniu kryzysowemu i semestrowi europejskiemu.

W swoich [konkluzjach](#) Rada Europejska odnotowała przyjęcie decyzji Rady UE w sprawie Funduszu Pomocy Ukrainie. Dokument zapewnia kontynuację wsparcia wojskowego dla Ukrainy w ramach Europejskiego Instrumentu na rzecz Pokoju. Dokonano przeglądu działań mających na celu przekazanie Ukrainie nadzwyczajnych dochodów pochodzących z unieruchomionych aktywów banku centralnego Rosji, łącznie z możliwością finansowania wsparcia wojskowego dla Ukrainy. Rada Europejska zwróciła się do Rady UE, aby ta kontynuowała prace nad wnioskami legislacyjnymi przygotowanymi w tej sprawie przez KE.

W związku z postępiami poczynionymi przez Bośnię i Hercegowinę unijni przywódcy wyrazili zgodę na rozpoczęcie negocjacji akcesyjnych. Zwrócili się do KE o przygotowanie ram negocjacyjnych, gdy tylko zostaną podjęte wszystkie odpowiednie kroki określone w zaleceniu KE z 12 października 2022 r.

W ramach semestru europejskiego 2024 szefowie państw i rządów UE zatwierdzili: priorytety polityki określone w rocznej analizie zrównoważonego wzrostu gospodarczego i projekt zalecenia Rady w sprawie polityki gospodarczej w strefie euro.

Podczas lunchu z sekretarzem generalnym ONZ Antóniem Guterresem omówiono sytuację geopolityczną i główne wyzwania globalne. Uczczono również – wraz z premierami Islandii, Liechtensteinu i Norwegii – 30. rocznicę porozumienia o Europejskim Obszarze Gospodarczym (EOG).

## 3. Eurogrupa

### 3.1. Posiedzenie Eurogrupy 11 marca

Podczas [posiedzenia](#) przyjęto [oświadczenie](#) Eurogrupy w sprawie prowadzenia polityki fiskalnej w roku 2025. Zwrócono w nim uwagę, że prognozy KE na 2025 r. przewidują wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro i powrót inflacji do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego EBC. Jednocześnie podkreślono, że perspektywy makroekonomiczne są obarczone wysoką niepewnością, a także wskazano na konieczność dalszego zwiększania buforów fiskalnych, wzmocnienia zdolności obsługi zadłużenia oraz promowania zrównoważonego i inkluzywnego wzrostu gospodarczego.

Eurogrupa uznała, że w obliczu powyższych uwarunkowań w 2025 r. ogólny kurs polityki fiskalnej w strefie euro powinien być nieznacznie restrykcyjny. W przyjętym oświadczeniu ministrowie wyrazili gotowość do kontynuowania złożonych reform strukturalnych i utrzymywania odpowiednio wysokiego poziomu inwestycji, szczególnie w obszarach priorytetowych, takich jak obronność oraz zielona i cyfrowa transformacja. Ponadto zobowiązali się do wzmocnienia wysiłków na rzecz poprawy efektywności, jakości i struktury wydatków publicznych w państwach strefy euro, a także do dalszego stopniowego wycofywania środków fiskalnych wprowadzonych w odpowiedzi na gwałtowny wzrost cen energii w 2022 r. i wykorzystania związanych z tym oszczędności do zmniejszenia deficytów budżetowych.

*Eurogrupa w składzie rozszerzonym, po prawie roku prac, przyjęła 11 marca br. oświadczenie w sprawie przyszłości CMU. W dokumencie określono trzy obszary priorytetowe (architektura rynku, przedsiębiorstwa i obywatela), w zakresie których wskazano trzynastce działań mających poprawić funkcjonowanie europejskich rynków kapitałowych oraz dalszy rozwój CMU. Jednocześnie zwrócono się do KE o jak najszybsze przedstawienie odpowiednich inicjatyw ustawodawczych w nowym cyklu instytucjonalnym.*

Eurogrupa w składzie rozszerzonym przyjęła [oświadczenie](#) w sprawie przyszłości CMU, będące wynikiem trwających prawie rok dyskusji ministrów z wszystkich państw członkowskich UE. W oświadczeniu wymieniono trzy obszary priorytetowe, w których konieczne jest podjęcie działań służących poprawie funkcjonowania europejskich rynków kapitałowych. Są to:

- architektura – wskazano na opracowanie konkurencyjnego, uproszczonego i dobrze przemyślanego (*smart*) systemu regulacyjnego umożliwiającego lepsze kierowanie środkami finansowymi do innowacyjnych przedsiębiorstw w UE, zwiększenie płynności oraz bardziej efektywną dywersyfikację ryzyka, a także wzmocnienie odporności i stabilności finansowej;

- przedsiębiorstwa – podkreślono potrzebę zapewnienia unijnym przedsiębiorstwom lepszego dostępu do prywatnego finansowania, które mogłyby zostać przeznaczone na inwestycje, wprowadzanie innowacji i rozwój;
- obywatele – sformułowano zadanie stworzenia obywatelom UE lepszych możliwości gromadzenia majątku i poprawy bezpieczeństwa finansowego poprzez zwiększenie bezpośredniego i pośredniego dostępu inwestorów detalicznych do rentownych ofert inwestycyjnych.

Ponadto we wskazanych obszarach określono trzynaście działań, które powinny zostać podjęte podczas nadchodzącej kadencji Parlamentu Europejskiego w latach 2024–2029, z pełnym poszanowaniem prawa inicjatywy ustawodawczej KE. Działania te obejmują:

1. rozwój unijnego rynku sekurytyzacji, aby umożliwić skuteczne i przejrzyste przenoszenie ryzyka na podmioty najlepiej przygotowane do jego ponoszenia;
2. dalszą konwergencję praktyk nadzorczych w odniesieniu do rynków kapitałowych w całej UE;
3. ponowną ocenę ram prawnych w celu zmniejszenia obciążeń regulacyjnych i kosztów transakcyjnych dla uczestników rynku;
4. konwergencję niektórych obszarów krajowych ram prawnych dotyczących niewypłacalności przedsiębiorstw;
5. dalszą harmonizację standardów rachunkowości w celu zwiększenia transgranicznej porównywalności dostępnych informacji o spółkach;
6. zwiększenie zachęt do pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym poprzez bardziej zintegrowaną infrastrukturę rynkową w UE oraz dalszą konwergencję i harmonizację wymogów dotyczących notowań na giełdach europejskich;
7. wspieranie finansowania kapitałowego (*equity financing*) poprzez dobrze zaprojektowane krajowe systemy opodatkowania osób prawnych, aby zapewnić przedsiębiorstwom z UE dostęp do zróżnicowanych źródeł finansowania;
8. poprawę warunków dla instytucjonalnych, detalicznych i transgranicznych inwestycji kapitałowych (*investment in equity*), w szczególności na rzecz rozwoju kapitału wysokiego ryzyka (*venture capital*);
9. wzmocnienie przewagi UE w zakresie zrównoważonego finansowania oraz wspieranie uczestników rynku we wdrażaniu narzędzi zrównoważonego finansowania;
10. stworzenie otoczenia inwestycyjnego zorientowanego na potrzeby konsumenta;
11. zapewnianie uzupełniających źródeł dochodów dla starzejącego się społeczeństwa poprzez zwiększenie częstotliwości korzystania z długoterminowych produktów oszczędnościowych i inwestycyjnych, w tym pracowniczych i indywidualnych programów emerytalnych;
12. poprawa wiedzy w zakresie finansów i wzmocnienie kultury inwestowania wśród obywateli UE w celu zwiększenia udziału inwestorów indywidualnych;
13. opracowanie atrakcyjnych, opłacalnych i prostych transgranicznych produktów inwestycyjnych/oszczędnościowych dla inwestorów detalicznych.

Jednocześnie Eurogrupa w rozszerzonym składzie zwróciła się do KE o jak najszybsze przedstawienie odpowiednich inicjatyw podczas nowej kadencji, zaznaczając, że prace ustawodawcze powinny zostać zakończone do 2029 r. Ponadto w oświadczeniu podkreślono, że Eurogrupa w składzie rozszerzonym będzie regularnie monitorować i oceniać postępy we wdrażaniu wskazanych działań zarówno na szczeblu unijnym, jak i krajowym.

## 4. Rada Unii Europejskiej

### 4.1. Posiedzenie Rady do Spraw Gospodarczych i Finansowych 12 marca

Podczas [posiedzenia](#) ministrowie gospodarki i finansów wspólnie z ministrami pracy i spraw społecznych dyskutowali na temat inwestycji i reform społecznych ukierunkowanych na wzmocnienie odporności makroekonomicznej państw UE. Podczas dyskusji zwrócono uwagę, że inwestycje i reformy społeczne wspomagają wzrost gospodarczy, stabilność fiskalną i spójność społeczną, a także istotnie przyczyniają się do zwiększenia wydajności gospodarek państw UE. W związku z tym wskazano, że konieczne jest zintensyfikowanie inwestycji i reform społecznych w obszarach takich jak innowacje, badania i rozwój, rynek pracy oraz edukacja i podnoszenie kwalifikacji zawodowych.

Ponadto Rada zapoznała się ze *śródkresową oceną*<sup>1</sup> KE Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększenia Odporności (*Recovery and Resilience Facility*, RRF) oraz z bieżącymi informacjami na temat gospodarczo-finansowych skutków agresji Rosji na Ukrainę. Rada upoważniła również KE do rozpoczęcia w imieniu UE negocjacji ze Szwajcarią, mających na celu pogłębienie stosunków bilateralnych, zapewnienie uczciwej konkurencji między unijnymi i szwajcarskimi firmami działającymi na rynku UE oraz zagwarantowanie odpowiedniej ochrony praw obywateli UE w Szwajcarii.

W trakcie posiedzenia zatwierdzono także [wytoczne](#) Rady dotyczące unijnego budżetu na rok 2025. W wytycznych potwierdzono gotowość UE do dalszego udzielania Ukrainie niezbędnej pomocy finansowej i wspierania jej wysiłków na rzecz odbudowy. W ocenie Rady budżet UE na 2025 r. powinien być realistyczny i zgodny z rzeczywistymi potrzebami oraz dysponować odpowiednio wysokimi rezerwami.

---

<sup>1</sup> Więcej na ten temat w „Przeglądzie Spraw Europejskich” styczeń–luty 2024 r.

## 5. Europejski Bank Centralny

### 5.1. Posiedzenie Rady Prezesów 7 marca

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) na [posiedzeniu](#) 7 marca 2024 r. po raz czwarty z rzędu pozostawiła podstawowe stopy procentowe bez zmian oraz zapewniła, że dołoży wszelkich starań, aby szybko przywrócić inflację do docelowego poziomu (2%) w średnim okresie. W ocenie Rady utrzymanie obecnego poziomu podstawowych stóp procentowych przez dostatecznie długi czas istotnie przyczyni się do osiągnięcia celu inflacyjnego. Rada zobowiązała się do utrzymania w przyszłości odpowiednio restrykcyjnego poziomu stóp procentowych. Ponadto utrzymała dotychczasowe, oparte na danych, podejście do ustalania poziomu stóp procentowych, w szczególności uwzględniające ocenę perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, dynamikę inflacji bazowej oraz siłę transmisji polityki pieniężnej. Rada Prezesów wyraziła także gotowość dalszego dostosowywania instrumentów polityki pieniężnej w celu obniżenia inflacji do docelowego poziomu i zagwarantowania płynnej transmisji polityki pieniężnej. Dodatkowym wsparciem w tym zakresie pozostaje instrument ochrony transmisji (*transmission protection instrument*).

Podczas [konferencji prasowej](#) prezes EBC Christine Lagarde przedstawiła ocenę inflacji i sytuacji gospodarczej. W styczniu 2024 r. inflacja w strefie euro obniżyła się do 2,8%, a w lutym – według wstępnych danych Eurostatu – do 2,6%. Na początku roku wraz z dalszym wygasaniem wpływu wcześniejszych szoków podaźowych i hamowaniem popytu wskutek zacieśnienia polityki pieniężnej nastąpił spadek prawie wszystkich składowych inflacji. W styczniu i lutym inflacja cen żywności spadła do odpowiednio 5,6% i 4%, inflacja cen towarów do 2% i 1,6%, a inflacja cen usług, która przez trzy miesiące pozostała na niezmiennym poziomie 4,0%, w lutym spadła do 3,9%. Przewiduje się, że inflacja będzie się dalej obniżać w konsekwencji słabnącej dynamiki kosztów pracy oraz ustępujących efektów szoków energetycznych, zatorów podaźowych i ponownego otwarcia gospodarki po pandemii. Aktywność gospodarcza strefy euro pozostała stłumiona. Niemniej w dalszej perspektywie wraz ze spadkiem inflacji i wzrostem płac, a także zanikaniem negatywnego wpływu podwyżek stóp procentowych, ma nastąpić stopniowe ożywienie gospodarcze. Stopa bezrobocia spadła do najniższego poziomu od czasu wprowadzenia euro. Rządy powinny kontynuować wycofywanie środków wsparcia w obszarze energii, aby zapobiec umacnianiu się presji inflacyjnej. Polityka fiskalna i strukturalna powinna wspierać produktywność i konkurencyjność gospodarki oraz proces obniżania długu publicznego. Ponadto przyspieszenie wdrażania instrumentu odbudowy gospodarczej *Next Generation EU* powinno sprzyjać zwiększeniu inwestycji na rzecz zielonej i cyfrowej transformacji.

Według [marcowych projekcji makroekonomicznych](#) ekspertów EBC dla strefy euro średnia stopa inflacji spadnie do 2,3% w 2024 r., 2,0% w 2025 r. i 1,9% w 2026 r., głównie w związku z niższym



udziałem cen energii. Szacunki względem projekcji grudniowych obniżono odpowiednio o 0,4, 0,1 i 0,1 pkt proc. Pomimo dalszego osłabienia się większości składowych inflacji wewnętrzna presja cenowa pozostaje wysoka, częściowo na skutek silnego wzrostu płac. Do spadku inflacji wciąż przyczyniają się niedawne podwyżki stóp procentowych hamujące popyt.

Zgodnie z najnowszą projekcją wzrost gospodarczy w krótkim okresie pozostanie stłumiony z powodu zaostrzonych warunków finansowania i obniżonego zaufania, a następnie wraz ze spadkiem inflacji, odbiciem dochodów gospodarstw domowych i umocnieniem się popytu zewnętrznego realny PKB wzrośnie o 0,6% w 2024 r., o 1,5% w 2025 r. i o 1,6% w 2026 r. Oznacza to, że grudniowe szacunki na 2024 r. nieznacznie obniżono – o 0,2 pkt proc., a na 2026 r. nieznacznie podwyższono – o 0,1 pkt proc.

### **Podstawowe stopy procentowe EBC**

Rada Prezesów utrzymała trzy podstawowe stopy procentowe EBC na obecnie obowiązującym poziomie, tj.:

- 4,50% – stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących,
- 4,75% – stopa kredytu w banku centralnym,
- 4,00% – stopa depozytu w banku centralnym na koniec dnia.

### **Program skupu aktywów**

Portfel papierów wartościowych nabytych w ramach programu skupu aktywów jest nadal zmniejszany, gdyż od lipca 2023 r., zgodnie z zapowiedzią z majowego [posiedzenia](#), Eurosystem nie inwestuje już spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych.

### **Nadzwyczajny program zakupów w czasie pandemii**

W pierwszym półroczu 2024 r. Rada Prezesów zamierza nadal w całości reinwestować kapitał z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP). Zgodnie z [decyzją](#) Rady Prezesów z 15 czerwca 2022 r. kapitał z tytułu zapadających papierów wartościowych z portfela PEPP będzie nadal reinwestowany elastycznie, tak aby zapewnić należyte funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W drugim półroczu Rada Prezesów zamierza zmniejszać portfel PEPP średnio o 7,5 mld euro miesięcznie. Reinwestycje w ramach programu PEPP będą wygaszane z końcem 2024 r.

### **Operacje refinansujące**

W miarę spłacania przez banki kwot pożyczonych w ramach ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących Rada Prezesów będzie regularnie oceniać, jak ukierunkowane operacje pożyczkowe wpływają na nastawienie polityki pieniężnej.

## 5.2. Nowy system operacyjny realizacji polityki pieniężnej

Dnia 13 marca 2024 r. Rada Prezesów EBC [zadecydowała](#) o wprowadzeniu zmian do systemu operacyjnego polityki pieniężnej, aby utrzymać jego skuteczność w warunkach normalizacji bilansu Eurosystemu. Zmiany są wynikiem przeglądu operacyjnych mechanizmów sterowania poziomem krótkoterminowych stóp procentowych, który rozpoczął się w grudniu 2022 r., a zakończył w marcu 2024 r. Zgodnie z [oświadczeniem Rady](#) określono podstawowe zasady i parametry realizacji polityki pieniężnej oraz dostarczania płynności przez bank centralny w warunkach stopniowo zmniejszającej się – choć w najbliższych latach wciąż dużej – nadpłynności sektora bankowego. W przyszłości polityka pieniężna będzie realizowana na następujących zasadach:

- **skuteczność:** sterowanie krótkoterminowymi stopami rynku pieniężnego w zgodzie z decyzjami Rady Prezesów dotyczącymi polityki pieniężnej, przy czym dopuszcza się pewną zmienność stóp na rynku pieniężnym, o ile nie będzie to zakłócać informacji o zamierzonym nastawieniu polityki pieniężnej;
- **niezawodność:** dobre funkcjonowanie w różnych konfiguracjach polityki pieniężnej oraz warunkach finansowych i płynnościowych, w spójności z wykorzystywanymi instrumentami polityki pieniężnej;
- **elastyczność:** podaż rezerw banku centralnego w odpowiedzi na potrzeby płynnościowe banków;
- **efektywność:** realizacja zamierzonego nastawienia polityki pieniężnej w poszanowaniu zasady proporcjonalności i z uwzględnieniem ewentualnych efektów ubocznych, w tym ryzyka dla stabilności finansowej;
- **otwarta gospodarka rynkowa:** spójność ze sprawnym i uporządkowanym działaniem rynków – w tym rynków pieniężnych;
- **cel wtórny:** wspieranie ogólnej polityki gospodarczej w UE – zwłaszcza przejścia na zieloną gospodarkę – bez uszczerbku dla pierwotnego celu EBC. Dlatego w strukturalnych operacjach polityki pieniężnej zostanie uwzględniona problematyka zmiany klimatu.

Zgodnie z powyższymi zasadami Rada Prezesów EBC uzgodniła następujące parametry systemu operacyjnego:

- polityka pieniężna EBC będzie nadal realizowana poprzez zmiany stopy depozytu w banku centralnym;
- płynność będzie dostarczana za pomocą różnych instrumentów, w tym krótkoterminowych operacji kredytowych (czyli podstawowych operacji refinansujących) i trzymiesięcznych dłuższych operacji refinansujących (*longer term refinancing operations*, LTRO), a także – na późniejszym etapie – strukturalnych dłuższych operacji refinansujących i strukturalnego portfela papierów wartościowych;
- podstawowe oraz trzymiesięczne operacje refinansujące będą nadal prowadzone w trybie przetargu kwotowego z pełnym przydziałem, przy czym pierwsze będą głównym instrumentem służącym zaspokajaniu potrzeb płynnościowych banków;

- stopa podstawowych operacji refinansujących zostanie zmodyfikowana tak, by różnica między nią a stopą depozytu w banku centralnym zmniejszyła się z obecnych 50 pkt bazowych do 15 pkt bazowych, co zachęci banki do udziału w cotygodniowych operacjach i ułatwi przybliżanie się poziomu krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego do stopy depozytu w banku centralnym. Stopa kredytu w banku centralnym zostanie zmodyfikowana tak, by różnica między nią a stopą podstawowych operacji refinansujących pozostała na niezmiennym poziomie 25 pkt bazowych. Zmiany wejdą w życie od początku szóstego okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej, tj. 18 września 2024 r.;
- stopa rezerwy obowiązkowej oraz oprocentowanie rezerw obowiązkowych pozostaną na tym samym poziomie, odpowiednio 1% i 0%.

Rada Prezesów zobowiązała się do monitorowania nadpłynności sektora bankowego, stóp na rynku pieniężnym i popytu banków na rezerwy, a także sytuacji na rynkach pieniężnych i finansowych względem uzgodnionych parametrów systemu operacyjnego. Na 2026 r. zaplanowano przegląd systemu operacyjnego, przy czym nie wykluczono – w razie konieczności – wprowadzenia ewentualnych zmian przed tym terminem. Ponadto zapowiedziano dogłębną analizę nowych dłuższych operacji refinansujących i nowego portfela strukturalnego.

### 5.3. Oświadczenie Rady Prezesów EBC w sprawie CMU

Rada Prezesów EBC opublikowała 7 marca br. [oświadczenie](#) w sprawie postępów w tworzeniu CMU. W dokumencie podkreślono, że stworzenie jednolitego rynku kapitałowego jest koniecznością oraz wskazano pięć istotnych powodów, aby wspierać pogłębianie i większą integrację rynków kapitałowych w UE: (i) możliwość uruchomienia inwestycji prywatnych, które są niezbędne do przeprowadzenia transformacji ekologicznej i cyfrowej oraz do zwiększenia wydajności i konkurencyjności UE; (ii) zapewnienie innowacyjnym przedsiębiorstwom europejskim dostępu do finansowania kapitałowego w UE oraz kapitału podwyższonego ryzyka, bez konieczności szukania finansowania za granicą, (iii) zwiększenie udziału sektora prywatnego w podziale ryzyka w całej strefie euro, co mogłoby pomóc ustabilizować wzrost gospodarczy w sytuacji, gdy kraje dotknięte są lokalnymi wstrząsami, na które polityka pieniężna nie jest w stanie zareagować; (iv) wzmocnienie międzynarodowej roli euro, ponieważ głębokie i płynne rynki finansowe mają fundamentalne znaczenie dla zdolności waluty do osiągnięcia statusu waluty międzynarodowej; (v) wspieranie integracji unijnego sektora bankowego.

W oświadczeniu wskazano również kluczowe inicjatywy w planie działania na rzecz unii rynków kapitałowych, które należy osiągnąć w pierwszej kolejności. Dotyczą one m.in. unijnego rynku sekurytyzacji, zintegrowanego nadzoru nad rynkami kapitałowymi UE, harmonizacji przepisów dotyczących niewypłacalności przedsiębiorstw, standardów rachunkowości i obrotu papierami wartościowymi, a także rozliczania i rozrachunku transakcji. Ponadto podkreślono, że Eurosystem będzie nadal wносить znaczący wkład w tworzenie unii rynków kapitałowych w obszarze

infrastruktury rynku finansowego. W dokumencie zaznaczono także, że priorytetem powinno być promowanie notowań giełdowych w UE, aby zwiększyć wydajność i płynność na rynkach akcji, a także podkreślono wagę inicjatyw w dziedzinie edukacji finansowej oraz dotyczących możliwości oszczędzania na emeryturę, aby gospodarstwa domowe i obywatele w większym stopniu korzystali z unii rynków kapitałowych.

#### **5.4. Przystąpienie Danii do systemu T2 i TIPS**

Zgodnie z [komunikatem prasowym](#) 21 marca 2024 r. EBC i bank centralny Danii podpisały umowę w sprawie przystąpienia przez Danię do systemu płatności hurtowych T2 oraz usługi *TARGET Instant Payment Settlement* w kwietniu 2025 r. Umożliwi to rozliczenia wysokokwotowych płatności w euro i koronie duńskiej w systemie T2. Dodatkowo korona duńska zostanie trzecią walutą dostępną na potrzeby rozliczeń w usłudze TIPS obok korony szwedzkiej i euro.

#### **5.5. Opinie EBC na temat projektów krajowych i unijnych regulacji w zakresie bankowości centralnej i rynków finansowych**

W ramach konsultacji projektów krajowych oraz unijnych aktów prawnych EBC opublikował w marcu br. następujące [opinie](#):

- do projektu zmian do ustawy estońskiej o wprowadzeniu euro i innych aktów powiązanych w sprawie zaokrąglania płatności gotówkowych denominowanych w euro (CON/2024/7),
- do projektu holenderskich przepisów prawnych dotyczących obowiązku zapewnienia przez instytucje kredytowe minimalnej infrastruktury gotówkowej (CON/2024/8),
- do projektu ustawy austriackiej w sprawie zwiększenia kwoty członkowskiej Austrii w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (CON/2024/9).

## 6. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego

### 6.1. Posiedzenie Rady Generalnej Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego

W trakcie [posiedzenia](#), które odbyło się 21 marca 2024 r., Rada Generalna ESRB potwierdziła, że system bankowy jest odporny na szoki, ale zwróciła uwagę, że w związku z wysoką niepewnością geopolityczną ryzyka dla stabilności finansowej w UE nadal utrzymują się na podwyższonym poziomie. Spadek inflacji w ciągu ostatniego roku spowodował obniżenie ryzyka dla niefinansowego sektora prywatnego. Równocześnie ryzyko makroekonomiczne pozostało podwyższone w związku z silnymi napięciami geopolitycznymi, które mogą prowadzić do kolejnych zakłóceń w globalnym handlu i spowolnienia działalności gospodarczej. Dalsza eskalacja napięć geopolitycznych może doprowadzić także do wzrostu cen surowców, wywołując negatywne skutki dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w UE. Rada Generalna podkreśliła, że wysoka rentowność systemu bankowego oraz niski poziom kredytów zagrożonych obserwowane w 2023 r. zwiększyły odporność systemu bankowego UE na przyszłe szoki. Prognozowany wolniejszy wzrost gospodarczy może jednak stopniowo obniżać rentowność banków oraz jakość ich aktywów. Rada Generalna zwróciła także uwagę na wysoką wycenę aktywów finansowych w niektórych segmentach rynku i stwierdziła, że ryzyko wystąpienia niekontrolowanej korekty na rynkach finansowych jest istotne.

*Podczas marcowego posiedzenia Rada Generalna ESRB omówiła czynniki ryzyka dla stabilności finansowej w UE. Podkreślono także konieczność budowania odpowiedniego poziomu buforów kapitałowych, które można byłoby w razie potrzeby uwolnić. Przedmiotem dyskusji były również: ryzyko dla stabilności finansowej wynikające ze zmian inflacji i stóp procentowych, ryzyko związane z sektorem niebankowego pośrednictwa finansowego oraz ryzyko cybernetyczne.*

Rada Generalna zauważyła, że państwa podejmują działania makroostrożnościowe w celu zwiększenia odporności sektora bankowego. Z zadowoleniem przyjęła informację, że 27 państw EOG wprowadziło lub jest w trakcie wprowadzania buforów kapitałowych, które można w razie potrzeby uwolnić – antycyklicznego bufora kapitałowego i/lub bufora ryzyka systemowego. Nadal jednak, bez konieczności podnoszenia poziomu kapitałów, może istnieć potencjał do zwiększania udziału buforów, które można uwalniać. Zbudowanie tego typu buforów na odpowiednim poziomie jest kluczowe dla umożliwienia odpowiedniej reakcji organów nadzoru makroostrożnościowego w przypadku materializacji ryzyka.

Rada Generalna omówiła również następujące kwestie związane z polityką makroostrożnościową:

- ryzyko dla stabilności finansowej wynikające ze zmian inflacji i stóp procentowych, w tym rola polityki makroostrożnościowej oraz jej interakcje z polityką pieniężną przy przeciwdziałaniu tym ryzykom. Zauważono, że zwiększanie odporności systemu finansowego, ograniczanie narastania ryzyka systemowego oraz zawiązywanie buforów kapitałowych, które można w razie potrzeby uwolnić może wspomagać politykę monetarną w osiągnięciu celu stabilności cen przy równoczesnym ograniczaniu możliwości występowania negatywnych efektów zewnętrznych;
- ryzyko i zagrożenia związane z sektorem niebankowego pośrednictwa finansowego. ESRB opublikuje w najbliższych miesiącach dziewiątą edycję raportu podsumowującego analizy w tym obszarze. Oprócz oceny ryzyka i zagrożeń raport będzie również zawierał sekcje tematyczne dotyczące: struktury własnościowej podmiotów zarządzających aktywami, ryzyka dla stabilności finansowej związanego z finansowaniem pozabankowym oraz międzynarodowych powiązań europejskich funduszy rynku pieniężnego;
- zagrożenia cybernetyczne oraz potencjalne narzędzia służące do utrzymania zdolności operacyjnej systemu finansowego w przypadku cyberataku. ESRB zachęca instytucje finansowe oraz organy nadzoru do ulepszenia procedur związanych z zarządzaniem i wymianą informacji. Opowiada się również za wdrożeniem odpowiednich praktyk dotyczących zarządzania kryzysowego i koordynacji na szczeblu krajowym i unijnym. Poglądy ESRB w tym obszarze zostaną przedstawione w raporcie, który zostanie wkrótce opublikowany.

Rada Generalna wyznaczyła prof. Bo Beckera oraz prof. Hansa Degrysego na członków Doradczego Komitetu Naukowego ESRB, na czteroletnią kadencję. Ponadto na nowego członka Komitetu Sterującego ESRB wybrano Madisa Müllera (Prezesa Banku Estonii). Funkcję tę będzie on pełnił przez trzy lata.

ESRB opublikowała też kolejną, czterdziestą siódmą edycję [risk dashboard](#), która zawiera zestawienie wskaźników ilościowych i jakościowych przedstawiających ryzyko systemowe w UE.



## Spis skrótów

<b>CMU</b>	<i>capital markets union</i> , unia rynków kapitałowych
<b>EOG</b>	Europejski Obszar Gospodarczy
<b>ESRB</b>	European Systemic Risk Board, Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego
<b>KE</b>	Komisja Europejska
<b>KPO</b>	krajowy plan odbudowy
<b>LTRO</b>	<i>longer-term refinancing operations</i> , dłuższe operacje refinansujące
<b>ONZ</b>	Organizacja Narodów Zjednoczonych
<b>PEPP</b>	<i>pandemic emergency purchase programme</i> , nadzwyczajny program zakupów w czasie pandemii
<b>RRF</b>	<i>Recovery and Resilience Facility</i> , Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności
<b>UE</b>	Unia Europejska

---

nbp.pl

