

*Olga Szczepańska*

## INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ EUROSYSTEMU

PODSTAWOWE CECHY REZERWY OBOWIĄZKOWEJ  
W EUROSYSTEMIE

OPERACJE OTWARTEGO RYNKU, JAKO GŁÓWNY INSTRUMENT  
ODDZIAŁYWANIA EBC NA BANKI KOMERCYJNE W STREFIE EURO

OPERACJE KREDYTOWO-DEPOZYTOWE (*STANDING FACILITIES*)  
JAKO DODATKOWY MECHANIZM STABILIZUJĄCY WAHANIA  
KRÓTKOTERMINOWYCH STÓP RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO W STREFIE EURO



# EURO

OD A DO Z



**Olga Szczepańska**

### RAMY OPERACYJNE EUROSISTEMU

W momencie powołania do życia wspólnej waluty euro i zapoczątkowania jednolitej polityki pieniężnej na obszarze państw tworzących unię monetarną zmieniła się struktura bankowości centralnej. Na poziomie centralnym przybyło nowe ogniwo w postaci Europejskiego Banku Centralnego (EBC). EBC wraz z narodowymi bankami centralnymi tworzy konstrukcję pod nazwą Eurosystem<sup>1</sup>. Struktura ta obejmuje swym zasięgiem jedynie te kraje spośród wspólnoty europejskiej, które przystąpiły do III etapu Unii Gospodarczej i Walutowej, tzn. przyjęły wspólną walutę euro. W ramach Eurosystemu EBC przejął na siebie kompetencje decyzyjne w zakresie kształtowania strategii polityki pieniężnej dla całego obszaru euro.

Realizacja polityki pieniężnej w postaci praktycznego stosowania konkretnych instrumentów pozostała w gestii narodowych banków centralnych. Oznacza to, że banki komercyjne uczestnicząc w operacjach z bankiem centralnym kontaktują się w dalszym ciągu ze swoim narodowym bankiem. Proces decyzyjny został zatem scentralizowany, podczas gdy funkcje wykonawcze są wciąż zdecentralizowane. W praktyce oznacza to, że jeśli EBC prowadzi wspólną politykę pieniężną dla kilkunastu krajów strefy euro, to narodowe banki centralne w tych krajach muszą mieć wypracowany jednolity system instrumentów, aby na jednolitych warunkach wprowadzać w życie postanowienia Zarządu EBC.

<sup>1</sup> Pozostałe 3 banki centralne (od 2000 r. Grecja została przyjęta do strefy euro) z państw, które nie przyjęły euro jako wspólnej waluty, współtworzą z Eurosystemem – tzw. Europejski System Banków Centralnych. Jest on strukturą szerszą, obejmuje bowiem swoim zasięgiem wszystkie kraje Unii Europejskiej.



## INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W celu realizacji celów polityki pieniężnej EBC wraz z narodowymi bankami centralnymi stosuje zestaw instrumentów, które można podzielić na trzy podstawowe grupy:

- 1) rezerwa obowiązkowa,
- 2) operacje otwartego rynku
- 3) kredyt i depozyt na koniec dnia – ang. *standing facilities*

### Rezerwa obowiązkowa

Podstawą prawną wprowadzenia rezerwy obowiązkowej w krajach strefy euro jest Traktat z Maastricht, który w ramach Statutu ESBC i EBC daje taką możliwość, choć o samym wprowadzeniu tego instrumentu nie przesądza<sup>2</sup>. Rozstrzygająca decyzja o wprowadzeniu rezerwy obowiązkowej do zestawu narzędzi EBC oraz o ostatecznej formie tego instrumentu zapadła w II połowie 1998 r. – czyli tuż przed wejściem w życie euro – na mocy Regulacji Rady (EC) – „Council Regulation” 2531/98 z 23 listopada 1998 r. i Regulacji EBC 2818/98 z 1 grudnia 1998 r.

Zgodnie z oficjalnym stanowiskiem EBC system rezerwy obowiązkowej w Eurosystemie ma do spełnienia dwie podstawowe funkcje:

**1. Stabilizacja stóp procentowych na rynku pieniężnym.** Umożliwia to uśredniona zasada utrzymywania środków w postaci wymaganej rezerwy, która daje bankom możliwość łagodzenia efektów krótkotrwałych wahań płynności. Instytucje kredytowe mogą swobodnie zarządzać swoją płynnością tak, aby średnio w okresie rezerwowym utrzymywać środki w kwocie, do której są zobowiązane. Pozwala to wyeliminować konieczność częstych interwencji banku centralnego na rynku pieniężnym.

**2. Powiększenie stanu niedoboru płynności na rynku pieniężnym.** Charakterystyczną cechą środowiska, w którym funkcjonuje Europejski Bank Centralny, jest strukturalny brak płynności w systemie banko-

<sup>2</sup> Art. 19 Statutu ESBC i EBC.

wym. Rezerwa obowiązkowa jest podstawowym instrumentem wpływającym na wzrost skali tej *niedopłynności*. Dzięki temu instrumentowi wzmacniona zostaje rola banku centralnego jako kredytodawcy dla banków komercyjnych, co zwiększa efektywność polityki pieniężnej prowadzonej przez EBC.

### ***Institucje podlegające obowiązkowi rezerwowemu***

Podmiotami podlegającymi obowiązkowi odprowadzania rezerwy obowiązkowej w strefie euro są instytucje kredytowe i oddziały instytucji kredytowych<sup>3</sup> działające na obszarze euro. Europejski Bank Centralny przewiduje możliwość zwolnienia niektórych podmiotów z obowiązku utrzymywania rezerwy (np. w sytuacji postępowania likwidacyjnego bądź reorganizacji).

Zgodnie z regułami obowiązującymi w Eurosystemie, rezerwa obowiązkowa jest odprowadzana i utrzymywana przez instytucje kredytowe na rachunkach w odpowiednich dla ich siedziby narodowych bankach centralnych (NBC).

### ***Okres rezerwowy i sposób rozliczenia***

Okres rezerwowy trwa 1 miesiąc; rozpoczyna się 24. dnia każdego miesiąca, a kończy 23. dnia miesiąca następnego. Podstawą wyliczenia rezerwy jest stan środków z ostatniego dnia miesiąca poprzedzającego okres rezerwowy. Środki stanowiące rezerwę obowiązkową powinny być utrzymywane na poziomie wymaganym średnio w miesiącu – jest to **system rezerwy uśrednionej**. Każdego dnia instytucja kredytowa może mieć nadwyżkę lub niedobór środków na rachunku w stosunku do poziomu wymaganego, pod warunkiem że średnio w miesiącu (w okresie rezerwowym) poziom ten zostanie zrealizowany.

### ***Stopa naliczania***

Formalnie w Eurosystemie obowiązują dwie stawki naliczania rezerwy obowiązkowej:

---

<sup>3</sup> Zgodnie z definicją instytucji kredytowych zamieszczoną w pkt. 1 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2000/12/EC.



- Pozycje objęte dwuprocentową stopą rezerwy obowiązkowej
  - depozyty o terminie zapadalności do 2 lat,
  - depozyty „za wypowiedzeniem” z okresem do wygaśnięcia do 2 lat,
  - papiery dłużne z terminem do 2 lat,
  - papiery rynku pieniężnego.
- Pozycje objęte zerową stawką rezerwy obowiązkowej
  - depozyty o terminie zapadalności ponad 2 lata,
  - depozyty „za wypowiedzeniem” z okresem do wygaśnięcia ponad 2 lata,
  - papiery dłużne z terminem ponad 2 lata,
  - transakcje *repo*,
- Pozycje nie objęte rezerwą obowiązkową
  - zobowiązania wobec innych instytucji objętych rezerwą obowiązkową,
  - zobowiązania wobec EBC i NBC.

Stawka zerowa nie jest równoznaczna ze zwolnieniem z obowiązku odprowadzania rezerwy. Jeżeli zaistnieje potrzeba, to stopa ta może zostać podniesiona przez Radę Gubernatorów EBC (Governing Council). Decyzja ta nie wymaga zmian w aktach prawnych regulujących funkcjonowanie tego instrumentu, co ułatwia i skraca proces ewentualnych zmian.

Po wyliczeniu należnej kwoty rezerwy wszystkie instytucje kredytowe mają prawo do odjęcia od wyliczonej wartości rezerwy, zryczałtowanej kwoty 100.000 euro (ang. *lump sum*). Jest to rozwiązanie korzystne szczególnie dla małych instytucji kredytowych.

## Oprocentowanie środków

Ważną cechą systemu rezerwy obowiązkowej w strefie euro jest zasada oprocentowania środków rezerwy zgromadzonych na rachunkach w narodowych bankach centralnych.

Odsetki należne bankowi komercyjnemu z tytułu utrzymywania rezerwy obowiązkowej wyliczane są jako średnia stopa operacji refinansujących z okresu utrzymywania pomnożona przez kwotę rezerwy obowiązkowej wymaganej w tym okresie. W praktyce oznacza to, że instytucje kredytowe otrzymują oprocentowanie zbliżone do rynkowego. Sprawia to, że system rezerwy obowiązkowej w strefie euro nie stanowi dla banków kosztu, tak jak to jest w systemach, gdzie środki rezerwy nie są oprocentowane. Jest to też istotny czynnik powodujący, że instytucje finansowe nie szukają sposobów na omijanie obowiązku rezerwowego.

$$\frac{H_t n_t \sum [MR_i / (n_t 100)]}{360} = R_t$$

gdzie:

$R_t$  – należne odsetki od kwoty rezerwy obowiązkowej w okresie utrzymywania,

$MR_i$  – krańcowa stopa procentowa ostatnich podstawowych operacji refinansujących w kalendarzowym  $i$ ,

$H_t$  – kwota rezerwy obowiązkowej w okresie utrzymywania  $t$ ,

$n_t$  – liczba dni kalendarzowych w okresie utrzymywania,

$i$  –  $i$ -ty dzień kalendarzowy okresu utrzymywania.

## Sankcje

W przypadku niewywiązania się przez bank komercyjny z obowiązku utrzymywania wymaganej rezerwy EBC może nałożyć jedną z następujących sankcji:

a) naliczyć karne odsetki bądź w wysokości stopy pożyczkowej (kredytu ostatniej instancji) plus maksymalnie 5 pkt. proc., bądź w wysokości dwukrotności stopy pożyczkowej – odsetki naliczane są od kwoty, która nie została utrzymana na rachunku;



b) zażądać wpłacenia do EBC (lub krajowego banku centralnego) nieoprocentowanego depozytu w wysokości trzykrotnej kwoty rezerwy, która nie została utrzymana; termin zapadalności tego depozytu nie powinien przekraczać okresu, podczas którego instytucja nie wywiązywała się z obowiązku utrzymania rezerwy<sup>4</sup>. W czerwcu 1999 r. EBC zdecydował, że karą za nieutrzymanie wymaganej rezerwy obowiązkowej będzie odprowadzenie odsetek wg stopy kredytu na koniec dnia (*marginal lending*) powiększonej o 2 pkt. proc.;

c) dodatkowo może zawiesić dostęp instytucji nie wywiązującej się także z innych zobowiązań dotyczących rezerwy obowiązkowej (np. sprawozdawczości) do operacji otwartego rynku.

## Operacje otwartego rynku

Instrumentami aktywnego oddziaływania banku centralnego na system bankowy w strefie euro są operacje otwartego rynku. Odgrywają one kluczową rolę w procesie wpływania banku centralnego na stan płynności na rynku, a następnie na poziom rynkowych, krótkoterminowych stóp procentowych.

Regułą jest, że operacje otwartego rynku są przeprowadzane za pośrednictwem narodowych banków centralnych – banki komercyjne, aby wziąć udział w przetargu, kontaktują się ze swym bankiem narodowym. EBC podejmuje jedynie decyzje w sprawie wielkości przyznanych środków i wysokości stopy procentowej przyjętej na przetargu.

Eurosystem jest przygotowany na działalność operacyjną w różnych, z punktu widzenia płynnościowego, warunkach.

### **Sytuacja standardowa – strukturalny brak płynności**

Jak już podkreślono, sytuacją standardową w strefie euro jest strukturalny brak płynności. W tych warunkach wykorzystuje się **dwa główne typy operacji refinansujących**:

---

<sup>4</sup> Regulation of the European Central Bank of 1 December 1998 on the application of minimum reserves (ECB/1998/15).

- 1) **podstawowe operacje refinansujące** (ang. *main refinancing operations*),
- 2) **dotychczasowe operacje refinansujące** (ang. *longer-term refinancing operations*).

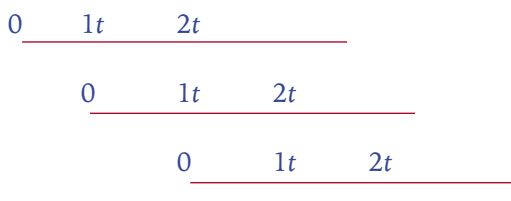
Stanowią one stały element działalności operacyjnej EBC i zawsze znany jest dokładny kalendarz dla tych operacji na cały rok z góry.

Są one przeprowadzane na zasadzie transakcji odwracalnej, tj. *repurchase agreement*, gdzie prawo własności do papieru wartościowego, będącego zabezpieczeniem transakcji, jest przeniesione na kredytodawcę, podczas gdy partnerzy zobowiązują się do tego, że w określonym terminie w przyszłości nastąpi transakcja odwrotna: retransfer papierów wartościowych z powrotem do kredytobiorcy. W zależności od istniejących w danym kraju uregulowań prawnych operacje refinansujące mogą przybrać również formę zabezpieczonej pożyczki (ang. *collateralised loan*). Zarówno operacje podstawowe, jak i długoterminowe mają ustalone procedury i przeprowadzane są według ustalonego z góry na cały rok kalendarza oraz według stałego wzorca przetargu (przetarg standardowy<sup>5</sup>).

Ważną cechą systemu operacji otwartego rynku w strefie euro jest możliwość dostępu do tych operacji dla wszystkich instytucji kredytowych podlegających obowiązkowi odprowadzania rezerwy obowiązkowej.

### Podstawowe operacje refinansujące

Są one przeprowadzane regularnie co tydzień z terminem 2-tygodniowym. W ten sposób w ciągłym „obiegu” na rynku pieniężnym są środki z dwóch różnych operacji refinansujących.



<sup>5</sup> Przetarg standardowy – ma ustalone procedury – od informacji o przetargu do wyników upływają 24 godziny. Mają do niego dostęp wszystkie instytucje finansowe.





Poprzez system podstawowych operacji refinansujących odbywa się gros refinansowania sektora bankowego w strefie euro (około 80% środków, które EBC dostarcza do systemu bankowego w ramach operacji otwartego rynku). Obok swej głównej roli refinansującej wpływają one także na łagodzenie wahań krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Jednocześnie operacje refinansujące, pełniąc kluczową funkcję w procesie sterowania poziomem stóp procentowych na rynku, są podstawowym instrumentem sygnalizowania kierunku polityki pieniężnej EBC w strefie euro. W przypadku tych operacji bank centralny stosuje **oficjalną stopę repo**, która wyznacza minimalny poziom stóp akceptowanych na aukcji podstawowych operacji refinansujących. Zmiana wysokości stopy *repo* jest dla rynku sygnałem zmiany kierunku polityki pieniężnej banku centralnego w strefie euro.

#### Dodatkowe operacje refinansujące

Operacje o dłuższym terminie zapadalności przeprowadzane są co miesiąc z terminem 3-miesięcznym. Skala i zasięg tych operacji jest znacznie mniejsza niż w przypadku operacji podstawowych (20% środków, które EBC dostarcza do systemu bankowego w ramach operacji otwartego rynku). W przypadku tych operacji EBC stosuje przetarg standardowy o zmiennej stopie procentowej, wystawiając kwotę do przetargu i przyjmując od banków oferty cen. W ten sposób banki konkurują ceną i stopa procentowa przyjęta na przetargu jest wynikiem popytu ze strony banków. Poziom zgłoszonych przez banki ofert jest natomiast dla banku centralnego źródłem informacji o oczekiwaniach rynku co do kształtowania się stóp procentowych w przyszłości.

Podstawowe operacje refinansujące oraz długoterminowe operacje refinansujące stanowią stały element interwencji banku centralnego na rynku pieniężnym strefy euro.

Eurosystem jest jednak przygotowany na konieczność reagowania na niespodziewane sytuacje również w okresach pomiędzy operacjami standardowymi oraz wówczas, gdy te operacje okażą się niewystarczające, aby doprowadzić rynek do stanu równowagi. Zestaw instrumentów EBC przewiduje pojawienie się takich sytuacji zarówno przejściowo, jak i w dłuższym okresie.

## Sytuacja niestandardowa

### Krótkotrwała nieoczekiwana zmiana w skali płynności

W sytuacji gdyby na rynku pojawiła się nieoczekiwana, ale krótkotrwała (przejściowa)<sup>6</sup> sytuacja, powodująca nagły wzrost lub ograniczenie płynności, EBC ma do dyspozycji zestaw operacji określanych jako **operacje dostrajające** (*fine-tuning*).

Zadaniem tego instrumentu jest zapewnienie bankowi centralnemu maksimum elastyczności w doborze procedur mających na celu reagowanie na niespodziewane zmiany stanu płynności na rynku.

Potencjalna konieczność szybkiego reagowania sprawia, że operacje te charakteryzują się następującymi cechami:

- mogą przyjmować formę zarówno operacji absorbujących, jak i refinansujących,
- ich częstotliwość jest dowolna,
- termin zapadalności operacji jest dowolny,
- EBC ma swobodę doboru partnerów do transakcji.

Operacje te z reguły przeprowadzane są na zasadzie szybkiego przetargu (ang. *quick-tender*) – ogłaszanego i przeprowadzanego w krótkim czasie (około 1 godziny) – lub na zasadach bilateralnych<sup>7</sup>. Zastosowanie operacji dostrajających w strefie euro z definicji jest ograniczone tylko do sytuacji nieoczekiwanych. Operacje te stosowane są w celu złagodzenia wpływu nagłych zmian płynności na rynkowe stopy procentowe.

<sup>6</sup> Taka sytuacja jest możliwa, gdy np. środki budżetowe zostaną wypłacone z opóźnieniem w stosunku do założeń prognozy płynności systemu bankowego. Gdy taka sytuacja nastąpiła w końcu okresu rezerwowego, banki nie mogłyby uzupełnić brakujących środków na rynku międzybankowym i aby zapobiec nadmiernemu wzrostowi stóp procentowych na rynku, EBC mógłby dostarczyć płynności do systemu bankowego.

<sup>7</sup> EBC kontaktuje się z jednym lub kilkoma instytucjami, poza przetargiem, w celu przeprowadzenia operacji.



W zależności od płynności na rynku można podzielić operacje dostrajające na dwie grupy:

- w sytuacji **nadpłynności** EBC może zastosować operacje (*reverse repo*), transakcje swapowe oraz przyjmować depozyty o stałym oprocentowaniu,
- w sytuacji  **pogłębienia się braku płynności** EBC może zastosować operacje (*repo*), operacje *outright* oraz operacje swapowe.

### Nieoczekiwane strukturalne zmiany płynności

Zestaw instrumentarium EBC uwzględnia również możliwość wystąpienia zmian w skali płynności, mających charakter strukturalny. Chodzi tu zarówno o powstanie sytuacji, gdy brak płynności pogłębi się w skali niepożądaną przez EBC, jak również o pojawienie się nadpłynności na rynku pieniężnym. Oznacza to sytuację, w której bank centralny uzna za konieczne dokonanie strukturalnej zmiany swej pozycji wobec systemu bankowego. EBC ma wówczas do dyspozycji operacje, które ze względu na obserwowany stan płynności można podzielić na dwie grupy:

- w sytuacji **nadpłynności** w systemie EBC ma do dyspozycji transakcje *outright sale* oraz emisję certyfikatów dłużnych EBC o dowolnym terminie ich zapadalności (poniżej 1 roku),
- w sytuacji  **pogłębienia się braku płynności** EBC może zastosować *repo agreement* lub operacje *outright*.

Zarówno w przypadku operacji *fine-tuning*, jak i operacji strukturalnych podstawową rolę odgrywają **operacje outright**.

Operacja *outright* polega na sprzedaży (lub zakupie) na stałe papierów wartościowych. Transakcja ta nie podlega odwróceniu w przyszłości (tak jak w przypadku operacji *repurchase agreement*). W związku z tym absorpcja (lub dostawa) płynności następuje na okres równy terminowi zapadalności papierów wartościowych użytych w transakcji.

Procedura przeprowadzania operacji *outright* może przybrać formę standardowego przetargu lub umów bilateralnych. Terminy są nie-

standardowe, tzn. EBC ma swobodę wyboru terminów operacji *outright* w zależności od oceny sytuacji na rynku.

W przypadku operacji *fine-tuning* oraz operacji strukturalnych zachowana jest zasada ogólnej dostępności do tych operacji, wówczas gdy są one przeprowadzane w ramach przetargów standardowych. Jednak możliwe jest także, aby EBC przeprowadzał te operacje poza przetargiem standardowym (*quick-tender* oraz umowy bilateralne). Wówczas może on zawęzić grono instytucji upoważnionych do udziału w operacji.

### **Operacje *standing facilities* – kredyt/depozyt na koniec dnia**

Istotne znaczenie w prowadzeniu implementacji polityki pieniężnej w Eurosystemie ma instrument zwany *standing facilities*, dający na koniec dnia możliwość składania przez banki depozytu oraz zaciągania kredytu na jeden dzień (O/N) w banku centralnym. Jest on stale dostępny dla wszystkich instytucji, które muszą utrzymywać rezerwę obowiązkową. Podczas gdy operacje otwartego rynku przeprowadzane są z inicjatywy EBC, w przypadku operacji *standing facilities*, inicjatywa leży po stronie banków komercyjnych.

Podobnie jak w przypadku innych instrumentów, banki komercyjne uczestnicząc w operacjach z EBC, kontaktują się w dalszym ciągu ze swoim narodowym bankiem centralnym.

#### ***Depozyt na koniec dnia (ang. deposit facility)***

W sytuacji, gdy na koniec dnia okaże się, że bank posiada nie zagospodarowane środki, ma on możliwość złożenia depozytu w banku centralnym na 1 dzień (O/N) (ang. *deposit facility*). Instrument ten pozwala zaabsorbować nadwyżkową nadpłynność, w ten sposób jednocześnie wyznaczając **dolną granicę dla wahań jednodniowych rynkowych stóp procentowych (EONIA<sup>8</sup>)**.

<sup>8</sup> EONIA – Euro Overnight Index Average. Referencyjna stopa dla międzybankowych operacji depozytowych typu O/N ustalana przez EBC. Jest wyliczana z uwzględnieniem faktycznych dziennych stóp procentowych i rzeczywistych dziennych obrotów na rynku pieniężnym jako średnia ważona kwotami transakcji.



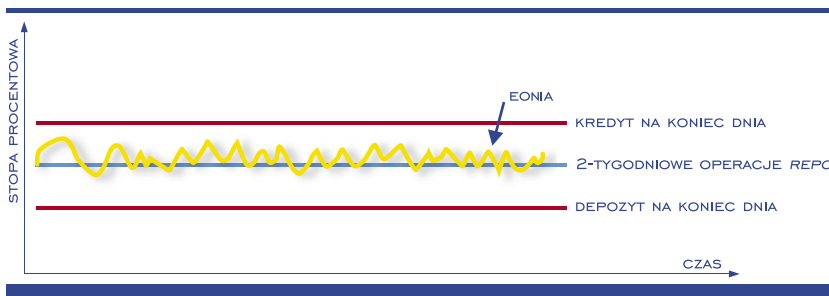
### **Kredyt na koniec dnia (ang. *credit facility*)**

Gdy okaże się, że na koniec dnia bank musi uzupełnić środki na swoim rachunku w banku centralnym, zostaje mu udzielony kredyt na 1 dzień (O/N) (ang. *marginal lending facility*). Dostęp do kredytu jest nieograniczony i limitowany jedynie posiadanym przez banki zabezpieczeniem w postaci odpowiednich papierów wartościowych.

Instytucja kredytu na koniec dnia dostarcza płynności dla końcowych rozliczeń pomiędzy bankami, wyznaczając w ten sposób **górną pułap dla stopy EONIA**. Kredyt oprocentowany jest według stałej stopy (*marginal lending rate*).

Za pośrednictwem instrumentu w postaci *standing facilities* oraz operacji refinansujących EBC wyznacza korytarz wahań dla rynkowych krótkoterminowych stóp procentowych. Stopa procentowa dla depozytu oraz kredytu na koniec dnia, razem ze stopą *repo*, traktowane są jako oficjalne stopy EBC, wyznaczające kierunek polityki pieniężnej w strefie euro.

### **Schemat instrumentów EBC a korytarz krótkoterminowych stóp procentowych w strefie euro**



## Zabezpieczenia operacji refinansujących w Eurosystemie

Wszystkie operacje kredytowe przeprowadzane przez EBC oparte są na podstawowej zasadzie bezpieczeństwa. Polega ona na konieczności odpowiedniego (kwalifikowanego) zabezpieczenia każdego rodzaju kredytu, udzielanego bankom komercyjnym przez EBC.

W celu opracowania jasnych zasad i procedur zabezpieczania operacji kredytowych Eurosystemu stworzono dwie kategorie dopuszczalnych zabezpieczeń. Do pierwszej kategorii zaliczane są aktywa wytypowane centralnie przez EBC, tworzące tzw. **listę nr 1**. W jej skład wchodzi aktywa spełniające wszystkie poniższe warunki:

- 1) emitowane w euro (lub – w okresie przejściowym – w walucie jednego z krajów strefy euro),
- 2) są to papiery dłużne – obligacje,
- 3) notowane na jednym z rynków strefy euro,
- 4) przechowywane na terenie strefy euro.

Zasadniczo, warunki te spełniają dłużne papiery wartościowe emitowane przez rządy państw członkowskich strefy euro oraz organizacje międzynarodowe (np. Bank Światowy). Do grupy tej należą też obligacje bankowe i przedsiębiorstw z odpowiednio wysokim ratingiem (A - długoterminowe). EBC honoruje ratingi agencji Moodys, Standard&Poors i IBCA. Kompetencje w sprawie wytypowania aktywów do **listy nr 2** zostały przekazane narodowym bankom centralnym. Ma to na celu uwzględnienie specyfiki poszczególnych rynków. NBC są odpowiedzialne za proponowanie propozycji papierów wartościowych ze swoich krajowych rynków kapitałowych odpowiednich dla operacji kredytowych ESBC. EBC decyduje natomiast o zamieszczeniu ich na liście nr 2. Obie listy są publikowane i aktualizowane co tydzień na stronach internetowych EBC.

Do drugiej kategorii papierów akceptowanych jako zabezpieczenie dla operacji kredytowych ESBC mogą być zaliczone następujące aktywa:

- 1) emitowane w euro lub w walutach krajów wchodzących do strefy euro,



- 2) przechowywane na terenie euro,
- 3) papiery udziałowe (akcje) i dłużne,
- 4) papiery notowane i nienotowane na giełdach,
- 5) weksle.

Papiery wartościowe z obu list traktowane są równorzędnie jako zabezpieczenie dla operacji refinansujących z EBC za pośrednictwem banków narodowych. Wyjątkiem są strukturalne operacje *outright*, gdyby przeprowadzał je bezpośrednio EBC (bez pośrednictwa banków narodowych). Wówczas jako zabezpieczenie mogłyby być przyjmowane tylko papiery z listy nr 1.

#### ZAPOWIEDŹ MODYFIKACJI INSTRUMENTÓW POLITYKI PIENIĘŻNEJ EUROPEJSKIEGO BANKU CENTRALNEGO

W dniu 7 października 2002 r. EBC przedstawił do publicznej konsultacji<sup>9</sup> propozycję zmian w ramach instrumentów polityki pieniężnej. Rozpatrywane są trzy możliwe modyfikacje instrumentarium:

- skrócenie terminu głównych operacji refinansujących z 2 tygodni do 1 tygodnia,
- rezygnacja z operacji o terminie 3-miesięcznym,
- zmiana okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej – okres rezerwowy zaczynałby się zawsze w dzień po posiedzeniu Rady Zarządzającej<sup>10</sup>, na którym rozpatrywana jest decyzja o zmianie stóp procentowych i który byłby dniem rozliczenia głównej operacji refinansującej; w efekcie długość okresu rezerwowego nie byłaby już stała i wahałaby się w granicach od 28 dni do 37 dni.

Przedstawiona propozycja modyfikacji instrumentów nie oznacza, że dotychczasowy system się nie sprawdził. Według EBC, zmiana ma

<sup>9</sup> EBC skierował propozycję modyfikacji instrumentów do konsultacji z instytucjami kredytowymi oraz organizacjami bankowymi w strefie euro.

<sup>10</sup> Posiedzenia Rady zarządzającej EBC, na których rozpatrywane są decyzje nt. stóp procentowych, odbywają się zawsze w pierwsze czwartki miesiąca.

głównie charakter techniczny i jej celem jest usprawnienie systemu operacyjnego oraz jego oddziaływania na kształtowanie się rynkowych stóp procentowych.

Proponowane zmiany mają służyć ograniczeniu wpływu oczekiwań rynkowych na oferty banków (ang. *bidding behaviour*) podczas głównych operacji refinansujących i w efekcie kształtowaniu się stóp procentowych w trakcie trwania okresu rezerwowego.

Jeśli zmiany spotkają się z poparciem uczestników rynku pieniężnego i zostaną potwierdzone, to EBC planuje wprowadzenie ich w życie od 2004 r.

Tabele 1 i 2 oraz schemat przedstawiają instrumenty Eurosystemu.

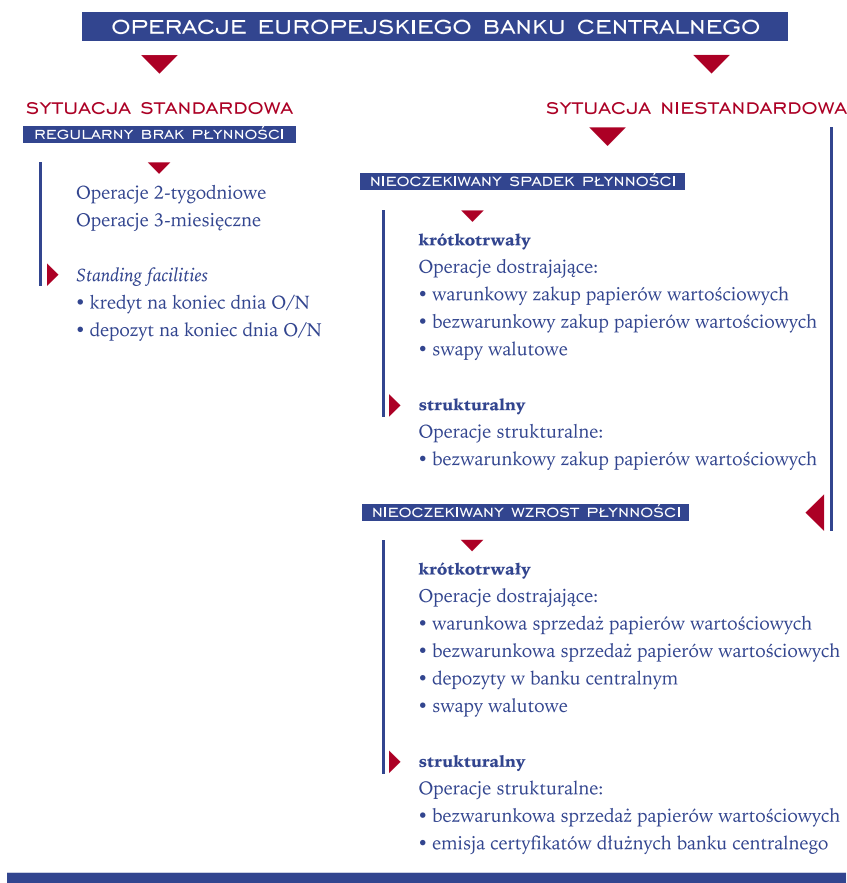




TABELA 1. Instrumenty polityki pieniężnej Eurosystemu

RODZAJ OPERACJI	OPERACJE ZASILAJĄCE	OPERACJE ABSORBUJĄCE	TERMIN ZAPADALNOŚCI	CZĘSTOTLIWOŚĆ	PROCEDURY
1. GŁÓWNE OPERACJE REFINANSUJĄCE	<i>REPO</i>	–	DWA TYGODNIE	RAZ W TYGODNIU (WTOREK)	PRZETARG STANDARDOWY
2. DODATKOWE OPERACJE REFINANSUJĄCE	<i>REPO</i>	–	TRZY MIESIĄCE	RAZ W MIESIĄCU	PRZETARG STANDARDOWY
3. OPERACJE <i>FINE-TUNING</i>	<i>REPO</i>	A. SWAPY WALUTOWE	DOWOLNY	NIEREGULARNIE	PRZETARG SZYBKI
	SWAPY WALUTOWE	B. DEPOZYTY O STAŁEJ STOPIE C. <i>REVERSE REPO</i> D. SPRZEDAŻ <i>OUTRIGHT</i>			UMOWY BILATERALNE
4. OPERACJE STRUKTURALNE	<i>REPO</i> <i>OUTRIGHT</i>	A. EMISJA CERTYFIKATÓW DEPOZYTOWYCH	DOWOLNY	NIEREGULARNIE/ CZASOWO	PRZETARG STANDARDOWY
		B. SPRZEDAŻ <i>OUTRIGHT</i>		REGULARNIE	UMOWY BILATERALNE
5. <i>STANDING FACILITIES</i>					
KREDYT	<i>REPO</i>	–	O/N	NA ŻĄDANIE BANKU / AUTOMATYCZNIE	
DEPOZYT	–	<i>REVERSE REPO</i>	O/N	NA ŻĄDANIE BANKU	





TABELA 2. System rezerwy obowiązkowej w Eurosystemie

	EBC
INSTYTUCJE OBJĘTE OBOWIĄZKIEM REZERWOWYM	INSTYTUCJE KREDYTOWE DZIAŁAJĄCE NA OBSZARZE EURO ART. 2 REGULACJI EBC 28 I 8/98 (ZGODNIE Z DEFINICJĄ INSTYTUCJI KREDYTOWYCH ZAMIESZCZONĄ W PKT. I DYREKTYWY PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY NR 2000/I 2/EC).
STOPA ODPROWADZANIA REZERWY	2% LUB 0%
OKRES NALICZANIA	I DZIEŃ OSTATNI DZIEŃ MIESIĄCA POPRZEDZAJĄCEGO OKRES REZERWOWY
OKRES UTRZYMYWANIA	I MIESIĄC OD 24. DNIA MIESIĄCA DO 23. DNIA NASTĘPNEGO MIESIĄCA
SPOSÓB ROZLICZANIA	UŚREDNIONY
OPROCENTOWANIE ŚRODKÓW	ŚREDNIA STOPA OBOWIĄZUJĄCA DLA OPERACJI REFINANSUJĄCYCH Z OKRESU UTRZYMYWANIA REZERWY
ODLICZENIA ZRYCZAŁOWANEJ KWOTY	ZRYCZAŁOWANA KWOTA 1 00 000 EURO
PODSTAWA NALICZANIA REZERWY OBOWIĄZKOWEJ	POZYCJE OBJĘTE DWUPROCENTOWĄ STOPĄ REZERWY OBOWIĄZKOWEJ <ul style="list-style-type: none"><li>• DEPOZYTY O TERMINIE ZAPADALNOŚCI DO 2 LAT</li><li>• DEPOZYTY „ZA WYPOWIEDZENIEM” Z OKRESEM ZAPADALNOŚCI DO 2 LAT</li><li>• PAPIERY DŁUŻNE Z TERMINEM DO 2 LAT</li><li>• PAPIERY RYNKU PIENIĘŻNEGO</li></ul> POZYCJE OBJĘTE ZEROWĄ STOPĄ REZERWY OBOWIĄZKOWEJ <ul style="list-style-type: none"><li>• DEPOZYTY O TERMINIE ZAPADALNOŚCI PONAD 2 LATA</li><li>• DEPOZYTY „ZA WYPOWIEDZENIEM” Z OKRESEM ZAPADALNOŚCI PONAD 2 LATA</li><li>• PAPIERY DŁUŻNE Z TERMINEM PONAD 2 LATA</li><li>• TRANSAKCJE REPO</li></ul>

