



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

2005. ÉVI ÉVES JELENTÉS

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

EURÓPAI KÖZPONTI BANK

2005. ÉVI  
ÉVES JELENTÉS

BCE ECB EZB EKT EKP





EURÓPAI KÖZPONTI BANK



Az EKB 2006. évi kiadványain az 5 eurós bankjegy egy-egy motívuma látható.



## 2005. ÉVI ÉVES JELENTÉS

© Európai Központi Bank (2006)

**Cím:**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Németország

**Postacím:**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Németország

**Telefon:**

+49 69 1344 0

**Honlap:**

<http://www.ecb.int>

**Fax:**

+49 69 1344 6000

**Telex:**

411 144 ecb d

*Valamennyi jog fenntartva. A kiadvány kizárólag oktatási és nem kereskedelmi célból, a forrás feltüntetésével sokszorosítható.*

*Fotók:*

*David Farrell  
Martin Joppen  
Robert Metsch  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen*

*A jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2006. február 24.*

ISSN 1830-2882 (nyomtatott formában)  
ISSN 1830-2963 (elektronikus formában)

# TARTALOM

<b>ELŐSZÓ</b>	<b>12</b>	<b>4 STATISZTIKA</b>	<b>107</b>
		4.1 Általános statisztikai fejlesztések az euroövezetben	107
<b>1. FEJEZET</b>		4.2 Új vagy továbbfejlesztett statisztikák	108
<b>GAZDASÁGI FOLYAMATOK ÉS MONETÁRIS POLITIKA</b>		4.3 Statisztikák a konvergencia értékeléséhez	108
<b>1 MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEK</b>	<b>18</b>		
<b>2 MONETÁRIS, PÉNZÜGYI ÉS GAZDASÁGI FOLYAMATOK</b>	<b>22</b>	<b>5 KÖZGAZDASÁGI KUTATÁSOK</b>	<b>110</b>
2.1 A nemzetközi makrogazdasági környezet	22	5.1 Kutatási területek	110
2.2 Monetáris és pénzügyi folyamatok	25	5.2 Kutatási hálózatok	112
2.3 Az árak alakulása	50	<b>6 EGYÉB FELADATOK ÉS TEVÉKENYSÉGEK</b>	<b>114</b>
2.4 A kibocsátás, a kereslet és a munkaerőpiac alakulása	56	6.1 A monetáris finanszírozás és a kiváltságos hozzáférés tilalma	114
2.5 Fiskális folyamatok	65	6.2 Tanácsadói funkciók	114
2.6 Az árfolyam és a fizetési mérleg alakulása	70	6.3 Az Európai Közösség hitelfelvételi és hitelnyújtási műveleteinek adminisztrációja	116
<b>3 GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI EU-TAGÁLLAMOKBAN</b>	<b>79</b>		
		<b>3. FEJEZET</b>	
<b>2. FEJEZET</b>		<b>PÉNZÜGYI STABILITÁS ÉS INTEGRÁCIÓ</b>	
<b>KÖZPONTI BANKI MŰVELETEK ÉS TEVÉKENYSÉGEK</b>		<b>1 PÉNZÜGYI STABILITÁS</b>	<b>120</b>
<b>1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK, DEVIZAMŰVELETEK, BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK</b>	<b>90</b>	1.1 A pénzügyi stabilitás ellenőrzése	120
1.1 Monetáris politikai műveletek	90	1.2 Együttműködés pénzügyi válsághelyzetekben	122
1.2 Devizaműveletek	95	<b>2 PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS ÉS FELÜGYELET</b>	<b>124</b>
1.3 Befektetési tevékenységek	95	2.1 Általános kérdések	124
<b>2 FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK</b>	<b>97</b>	2.2 Bankszektor	124
2.1 A TARGET-rendszer	97	2.3 Értékpapírok	124
2.2 TARGET2	99	2.4 Számvitel	125
2.3 Fedezetek határon átnyúló használata	100	<b>3 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ</b>	<b>127</b>
<b>3 BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK</b>	<b>102</b>	<b>4 A PIACI INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA</b>	<b>133</b>
3.1 Az eurobankjegyek és -érmék forgalma	102	4.1 Nagy értékű eurofizetési rendszerek és infrastruktúrájuk felvigyázása	133
3.2 Bankjegyhamisítás és a pénzhamisítás megakadályozása	103	4.2 Nagytömegű fizetések elszámolása	134
3.3 Bankjegykibocsátás és -gyártás	104	4.3 Értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek	135

<b>4. FEJEZET</b>			
<b>EURÓPAI ÉS NEMZETKÖZI KAPCSOLATOK</b>			
<b>1</b>	<b>EURÓPAI KITEKINTÉS</b>	<b>140</b>	
1.1	Monetáris politikai kérdések	140	
1.2	Intézményi kérdések	143	
1.3	Az EU-hoz csatlakozó és csatlakozni kívánó országokban zajló folyamatok és a velük fenntartott kapcsolatok	144	
<b>2</b>	<b>NEMZETKÖZI KÉRDÉSEK</b>	<b>146</b>	
2.1	A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer legfontosabb folyamatai	146	
2.2	Együttműködés EU-n kívüli országokkal	148	
			1.5 Az eurorendszer/KBER szakbizottságai, a Költségvetési Bizottság és az Emberi Erőforrások Konferenciája <b>173</b>
			1.6 Irányítási rendszer <b>174</b>
<b>2</b>	<b>SZERVEZETI VÁLTOZÁSOK</b>	<b>176</b>	
2.1	Emberi erőforrások	176	
2.2	Az EKB eredményességének és hatékonyságának áttekintése	178	
2.3	Az EKB új központja	178	
<b>3</b>	<b>A KBER TÁRSADALMI DIALÓGUSA</b>	<b>180</b>	
<b>4</b>	<b>AZ EKB ÉVES BESZÁMOLÓJA</b>	<b>181</b>	
	Vezetői jelentés a 2005. december 31-ével záruló évről	182	
	A mérleg a 2005. december 31-i fordulónapon	184	
	Eredménykimutatás a 2005. december 31-ével záródó évről	186	
	Az EKB számviteli politikája	187	
	A mérleg sorokat leíró, részletező adatok	192	
	Az eredménykimutatás sorait leíró, részletező adatok	199	
	Kiegészítő melléklet a nyereség/veszteség felosztásáról	203	
	Auditori jelentés	205	
<b>5</b>	<b>AZ EUROSZISZTÉM KONSZOLIDÁLT MÉRLEGE A 2005. ÉVI DECEMBER 31-ÉVEL VÉGZŐDŐ PÉNZÜGYI ÉVRE</b>	<b>206</b>	
<b>5. FEJEZET</b>			
<b>ELSZÁMOLTATHATÓSÁG</b>			
<b>1</b>	<b>ELSZÁMOLTATHATÓSÁG A KÖZVÉLEMÉNY, VALAMINT AZ EURÓPAI PARLAMENT FELÉ</b>	<b>154</b>	
<b>2</b>	<b>AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL FOLYTATOTT MEGBESZÉLÉSEKEN MEGVITATOTT EGYES TÉMÁK</b>	<b>155</b>	
<b>6. FEJEZET</b>			
<b>KÜLSŐ KOMMUNIKÁCIÓ</b>			
<b>1</b>	<b>KOMMUNIKÁCIÓS POLITIKA</b>	<b>160</b>	
<b>2</b>	<b>KOMMUNIKÁCIÓS TEVÉKENYSÉG</b>	<b>161</b>	
<b>7. FEJEZET</b>			
<b>INTÉZMÉNYRENDSZER, SZERVEZETI FELÉPÍTÉS ÉS ÉVES BESZÁMOLÓK</b>			
<b>1.</b>	<b>AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ SZERVEI ÉS IRÁNYÍTÁSI RENDSZERE</b>	<b>167</b>	
1.1	Az eurorendszer és a Központi Bankok Európai Rendszere	167	
1.2	A Kormányzótanács	168	
1.3	Az Igazgatóság	170	
1.4	Az Általános Tanács	172	
			<b>FÜGGELÉKEK</b>
			<b>AZ EKB ÁLTAL ELFOGADOTT JOGI DOKUMENTUMOK</b> <b>210</b>
			<b>AZ EKB ELFOGADOTT VÉLEMÉNYEI</b> <b>212</b>
			<b>AZ EUROSZISZTÉM MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEINEK IDŐRENDI ÁTTEKINTÉSE</b> <b>219</b>
			<b>AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK 2005 ÓTA MEGJELENT KIADVÁNYAI</b> <b>221</b>
			<b>FOGALOMTÁR</b> <b>226</b>

## KERETES ÍRÁSOK

1. Az utóbbi évek erős monetáris dinamikájának változó jellege **29**
  - A) ábra: M3 összetevők **30**
  - B) ábra: Az M3 és ellenpárjainak mozgása **30**
  - C) ábra: Betétek szektoronkénti összetétele **31**
2. Az emelkedő olajárak hatása az államkötvény-hozamokra és részvényárakra: történelmi összehasonlítás az euroövezet és az Egyesült Államok között **38**
  - A) táblázat: Az euroövezetbeli és amerikai tízéves lejáratú államkötvények hozamainak alakulása az olajárcsúcsok előtt **39**
  - B) táblázat: 12 hónapos változások az euroövezetbeli és amerikai részvényárakban az olajárcsúcsok előtt **40**
3. Különbségek a háztartások hiteleinek növekedésében az euroövezetbeli országokban **43**
  - A) ábra: Az euroövezeti országok háztartásainak nyújtott MPI-hitelek növekedési tartománya **43**
  - B) ábra: A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedésének súlyozott változása együtthatója **44**
  - C) ábra: A háztartásoknak nyújtott összes MPI-hitel növekedése és a háztartások eladósodottsága az euroövezetben **45**
  - D) ábra: Lakáspiacei dinamika és hitelek az euroövezetben az 1999–2004-es időszakban **45**
4. Az euroövezetben jellemző infláció ragadosságát és ármegállapító magatartását vizsgáló kutatási hálózat **52**
5. Az euroövezet növekedésének szektoronkénti összetétele **58**
  - A) ábra: A teljes reál bruttó hozzáadott érték összetétele **59**
  - B) ábra: A szolgáltatások reál bruttó hozzáadott értékének összetétele **59**
  - Táblázat: Az euroövezeti reál bruttó hozzáadott érték alakulása szektoronként **60**
  - C) ábra: Az euroövezet szolgáltatási szektorának hozzáadott értéke **61**
  - D) ábra: Az euroövezet ipari szektorának hozzáadott értéke **61**
6. A strukturális reformok előrehaladása az Európai Unió munkaerő- és árupiacain **63**
7. Az államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok alakulása az euroövezetben **67**
  - A) táblázat: Az euroövezeti kormányok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési rátái **67**
  - B) táblázat: Az euroövezeti kormányok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kinnlevő összegeinek szerkezete **68**
  - A) ábra: Az euroövezet állami hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-állománya kibocsátó országok szerint 2005-ben **68**
  - B) ábra: Az euroövezet állami hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjainak nettó kibocsátása kibocsátó országok szerint 2005-ben **68**
8. Az olajbevételek visszaáramoltatása és annak hatása **73**
  - A) ábra: Olajexport-bevételek **74**
  - B) ábra: Az OPEC nettó eszközei és azok valutánkénti megoszlása **74**
  - C) ábra: Oroszország nettó eszközei és azok valutánkénti megoszlása **74**
  - Táblázat: Egyes gazdaságok piaci részesedése az OPEC és a FÁK importjából **75**

9. Az eurorendszer tartalékezelési szolgáltatásai	116	14. A hamis bankjegyek megoszlása címletek szerint	103
10. Európai tőkepiaci és pénzügyi integrációs kutatási hálózat	127	15. Az eurobankjegyek gyártásának megoszlása 2005-ben	105
11. Jelzálogkölcsonök kamatlábainak összevetése az euroövezet és az Egyesült Államok egyes régiói között	129	<b>ÁBRÁK</b>	
A) ábra: A háztartásoknak nyújtott lakásvásárlási hitelek változó és rövid lejáratú kamatlábainak szóródása, valamint az Egyesült Államok egyes régiói és az euroövezeti országok megfelelő piaci kamatai	129	1. EKB-kamatlábak és pénzügyi kamatlábak	19
B) ábra: A háztartásoknak nyújtott lakásvásárlási hitelek hosszú lejáratú kamatlábainak szóródása, valamint az Egyesült Államok egyes régiói és az euroövezeti országok megfelelő piaci kamatai	129	2. Jelentősebb fejlemények a főbb ipari gazdaságokban	22
12. Az EKB közleményei a Stabilitási és Növekedési Paktum reformjáról	141	3. Az árupiacok alakulása	25
		4. Az M3 és a magánszektorban nyújtott hitelek	26
		5. Hozzájárulások az M3 éves növekedéséhez	27
		6. Rövid lejáratú betéti kamatok	27
		7. Hozzájárulás a rövid lejáratú betétek és visszavásárlási megállapodások éves növekedéséhez	28
		8. Az M3 ellenpárjai	32
		9. A pénznövekedési résre vonatkozó becslések	33
		10. Rövid távú kamatlábak az euroövezetben és pénzügyi hozamgörbe lejtése	35
		11. Három hónapos EURIBOR határidős kamatok és a három hónapos EURIBOR határidős kamatok opcióiból számított implikált volatilitás	35
		12. Hosszú lejáratú államkötvény-hozamok	36
		13. Az euroövezetbeli kötvények reálhozama és a kiegyenlítő inflációs ráták	36
		14. Részvényárfolyam-indexek	41
		15. A tényleges és várható vállalati nyereségek növekedése részvényenként	41
		16. Háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek	42
		17. Háztartásoknak és nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek kamatlába	42
		18. A háztartások adóssága és az adósságszolgálati teher	47
		19. Az euroövezet nem pénzügyi vállalatai külső finanszírozásának reálköltsége	47
		20. Az euroövezet tőzsdén jegyzett nem pénzügyi vállalatainak profitrátái	48
		21. A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozása éves reálnövekedési rátájának összetétele	49

#### TÁBLÁZATOK

1. Az árak alakulása	50
2. A munkaerőköltség mutatói	55
3. A reál-GDP-növekedés összetevői	57
4. A munkaerőpiac alakulása	62
5. Fiskális pozíciók az euroövezetben	65
6. Reál-GDP-növekedés az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euroövezetben	79
7. HICP-infláció a nem euroövezeti EU-tagállamokban és az euroövezetben	80
8. Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok és az euroövezet fiskális pozíciói	82
9. Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok és az euroövezet fizetési mérlege	83
10. Az ERM-II alakulása	85
11. Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok hivatalos monetáris politikai stratégiái	86
12. Fizetési forgalom a TARGET-ben	98
13. A TARGET rendelkezésre állása összesen	98

22. A nem pénzügyi vállalati szektor adósságrátái	50
23. A HICP-infláció összetétele: főbb alkomponensek	51
24. Az alkomponensek hozzájárulása a HICP-inflációhoz	51
25. A lakóingatlan-árak alakulása	55
26. Az ipari termelői árak bontása	55
27. Az egy alkalmazottra jutó szektoronkénti javadalmazás	56
28. A negyedéves reál-GDP-növekedés összetevői	57
29. Bizalmi mutatók	58
30. Munkanélküliség	62
31. A munka termelékenység	63
32. Az euro nominális és reáleffektív árfolyamai	72
33. A folyó fizetési mérleg és összetevői	72
34. Az euroövezet pénzügyi mérlege	77
35. Pénzügyi kiáramlások az euroövezetből az új EU-tagállamokba	77
36. Nettó nemzetközi befektetési pozíció	77
37. Az euro árfolyamának változásai az ERM-II-n kívüli EU-valutákhoz képest	85
38. Likviditási tényezők az euroövezetben 2005-ben	90
39. Elfogadható piacképes eszközök	93
40. Elfogadható piacképes hitelbiztosítékok felhasználása	93
41. Az elfogadható piacképes eszközök és a felajánlott hitelbiztosítékok aránya közötti különbség 2005-ben	94
42. A forgalomban lévő bankjegyek teljes értéke 2000 és 2005 között	102
43. A forgalomban lévő eurobankjegyek teljes száma 2002 és 2005 között	102
44. A forgalomban lévő eurobankjegyek száma 2002 és 2005 között	103
45. A forgalomból 2002 és 2005 között kivont hamis eurobankjegyek száma	104
46. EKB-füzetek sorozat: Journal of Economic Literature osztályozási rendszere	111



## RÖVIDÍTÉSEK JEGYZÉKE

### ORSZÁGOK

BE	Belgium
CZ	Cseh Köztársaság
DK	Dánia
DE	Németország
EE	Észtország
GR	Görögország
ES	Spanyolország
FR	Franciaország
IE	Írország
IT	Olaszország
CY	Ciprus
LV	Lettország
LT	Litvánia
LU	Luxemburg
HU	Magyarország
MT	Málta
NL	Hollandia
AT	Ausztria
PL	Lengyelország
PT	Portugália
SI	Szlovénia
SK	Szlovákia
FI	Finnország
SE	Svédország
UK	Egyesült Királyság
JP	Japán
US	Egyesült Államok

EGT	Európai Gazdasági Térség
EMI	Európai Monetáris Intézet
ESA 95	a nemzeti számlák európai rendszere (ESA 1995) ( <i>European System of Accounts 1995</i> )
EU	Európai Unió
EUR	euro
f.o.b.	az exportáló ország határán vett érték ( <i>free on board at the exporter's border</i> )
GDP	bruttó hazai termék ( <i>gross domestic product</i> )
GMU	Gazdasági és Monetáris Unió
HICP	harmonizált fogyasztóiár-index ( <i>Harmonised Index of Consumer Prices</i> )
ILO	Nemzetközi Munkaügyi Szervezet ( <i>International Labour Organisation</i> )
IMF	Nemzetközi Valutaalap ( <i>International Monetary Fund</i> )
KBER	Központi Bankok Európai Rendszere
MPI-k	monetáris pénzügyi intézmények
NKB-k	nemzeti központi bankok
PPI	termelői árindex ( <i>Producer Price Index</i> )
ULCM	feldolgozóipar fajlagos munkerköltsége ( <i>unit labour costs in manufacturing</i> )

### EGYÉB

BIS	Nemzetközi Fizetések Bankja ( <i>Bank for International Settlements</i> )
BPM5	IMF Fizetési mérleg kézikönyve (5. kiadás)
c.i.f.	költség, biztosítás és fuvardíj az importőr számlájára ( <i>cost, insurance and freight at the importer's border</i> )
CPI	fogyasztóiár-index ( <i>Consumer Price Index</i> )
EER	effektív árfolyam ( <i>effective exchange rate</i> )
EKB	Európai Központi Bank

A közösségi gyakorlatnak megfelelően a jelentés az EU-tagországok és a csatlakozó országok neveinek felsorolásánál a nemzeti nyelvek szerinti országnevek ABC-sorrendjét követi.

1998-ban az EKB kiállítássorozatát indította „Kortárs művészet az Európai Unió új tagállamaiban” címmel. Az esemény célja, hogy bepillantást adjon az EKB dolgozóinak és a bankba látogatóknak egy adott tagállam művészetébe. A rendezők választása azért esett épp a kortárs művészetre, mivel ebben az időszakban valósult meg a Gazdasági és Monetáris Unió.

Az alkotások egy részét az EKB megvásárolja saját, folyamatosan bővítendő gyűjteménye részére. Az Éves jelentés egyes fejezeteit elválasztó hét oldalon e gyűjteményből adunk egy kis ízelítőt.

**Készítő: Peter Sauerer**

Cím: Großmarkthalle, 2004

Anyag: Fa és zsineg, Méret: 90 × 20 × 15 cm

16

**Készítő: Ilse Haider**

Cím: Kopf eines Athleten, 1994

Anyag: Fűzfavessző, fotoemulzió, Méret: 180 × 120 × 40 cm

88

**Készítő: Pep Agut**

Cím: Read your voice, 2001

Anyag: Vegyes anyag, Méret: 190 × 195 cm

118

**Készítő: Maria Hedlund**

Cím: Loosing Ground, 2003

Anyag: Négyszínnyomatok alumíniumon, Méret: 85 × 76 cm egyenként

138

**Készítő: David Farrell**

Cím: Ballynultagh, 2000, (az „Innocent Landscapes” sorozatból)

Anyag: Fénykép, Méret: 100 × 100 cm

152

**Készítő: Natividad Bermejo**

Cím: Duérmete niño, 2000

Anyag: Grafit, papír, Méret: 145 × 212 cm

158

**Készítő: Pedro Proença**

Cím: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Anyag: Akril vásznon, Méret: 200 × 150 cm

164



# ELŐSZÓ



Bevezetőm elején szeretnék megemlékezni elődömről, a tavaly elhunyt Wim Duisenberg-ről. Amint már több alkalommal és több helyen – Amszterdamban, Frankfurtban és több más európai városban – elmondtam, az Európai Központi Bank dolgozói, az Igazgatóság, a Kormányzótanács és az Általános Tanács tagjai és jómagam mérhetetlen nagy hálával tartozunk Wimnek. Emléke örökké velünk marad, vagy, Chateaubriand szavaival élve, a halál nem győzte le, csak láthatatlanná tette.

\*\*\*

2005-ben az euroövezet reál-GDP-je 1,4%-kal növekedett, szemben a 2004-es 1,8%-kal és az egy évvel korábbi 0,7%-kal. A gazdaság visszafogottan növekedett az év első felében, a második hat hónapban azonban felgyorsult a növekedés, ami a világkereslet folyamatosan erős növekedésének, a vállalati jövedelmek gyors bővülésének és a finanszírozási feltételek rendkívül kedvező alakulásának tudható be. A gazdaság tehát viszonylag ellenállóan bizonyult a magas és ingadozó olajárakkal szemben. A nyersanyag- és energiaárak jelentős emelkedése, továbbá, kisebb mértékben, a szabályozott

árak és a közvetett adók emelése miatt azonban az éves HICP-infláció 2005-ben 2,2% volt, tehát kissé magasabb, mint az előző két évben regisztrált 2,1%-os ráta. A belföldi inflációs nyomást ennek ellenére sikerült kordában tartani, mivel a továbbra is visszafogott bérnövekedés és az importált feldolgozóipari termékek kedvező ártrendje némileg ellensúlyozta a magasabb nyersanyag- és az energiaárakat.

\*\*\*

Az enyhe belföldi inflációs nyomás mellett a Kormányzótanács az év legnagyobb részében a 2%-os történelmi mélypontra hagyta az irányadó kamatozatokat, miközben továbbra is fokozott figyelemmel kísérte a hosszabb távú inflációs várakozásokat. Az év előrehaladtával az EKB közgazdasági elemzése azt mutatta, hogy növekszik a középtávú árstabilitást övező inflációs kockázat. Ezt a helyzetértékelést megerősítette a monetáris elemzés is, lévén hogy a fennálló likviditásbőséghez igen erőteljes pénzmennyiség- és hitelállomány-növekedés társult. 2005 végéhez közeledve a közgazdasági és a monetáris elemzés rendszeres összevetése alapján indokoltnak látszott, hogy az említett kockázatokra reagálva az EKB módosítson alkalmazkodó monetáris politikai irányvonalán. Ennek megfelelően 2005. december 1-jén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy 25 bázisponttal megemeli az EKB irányadó kamatait, miután két és fél évig nem változtatott rajtuk.

Az euroövezet egészét tekintve az inflációs várakozások szilárdan az árstabilitásnak megfelelő szinten vannak rögzítve, amint azt különböző felmérések és pénzügyi mutatók is tükrözik. Mindez segítette biztosítani, hogy a nominális kamatlábakba árazott kockázati prémium alacsony maradjon az összes lejáraton, ami elősegítette mind a rövid, mind a hosszú lejáratú kamatok alacsonyabb szintjét. Az EKB nagyfokú hitelessége és stabilitásorientált monetáris politikája ily módon hozzájárult a rendkívül kedvező befektetői finanszírozási helyzet fennmaradásához, támogatva ezáltal a gazdasági növekedést és a munkahelyteremtést, segítette továbbá megőrizni a fogyasztók vásár-

lőerejét, ami rendkívül fontos az euroövezet valamennyi polgára, de különösképpen az alacsony jövedelműek számára. Alapvető fontosságú, hogy megőrizzük az euroövezeti gazdaságnak ezt a pozitív jellemzőjét. A Kormányzótanács ezért továbbra is fokozott figyelemmel kíséri minden releváns folyamatot annak biztosítására, hogy a közép- és hosszútávú inflációs várakozások továbbra is szilárdan az árstabilitásnak megfelelő szinten legyenek rögzítve.

\*\*\*

A Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) sikere a fenntartható fiskális politikán és a gazdaság növekedési potenciálját erősítő átfogó strukturális reformokon is múlik. Ezek kombinációja ugyanis nemcsak az euroövezet gazdaságának kohézióját és rugalmasságát mozdítja elő, hanem a monetáris politikát is segíti feladatának, vagyis az árstabilitás fenntartásának teljesítésében, növelve eredményességét és hozzájárulva a kibocsátás fenntartható növekedéséhez és új munkahelyek teremtéséhez.

Az elfogadott fiskális szabályok betartása erősíti az államháztartás fenntarthatóságát, ami rendkívül fontos, nem utolsósorban a népesség öregedésének várható költségvetési hatása miatt. Az eurorendszer ezért is állt ki mindig határozottan a Stabilitási és növekedési paktum mellett. A paktum módosított előírásainak szigorú és következetes alkalmazása javítja a fiskális fegyelmet és segít visszaállítani az EU fiskális rendszerébe és a prudens fiskális politikába vetett bizalmat. A megbízható és időben közzétett államháztartási statisztika ugyancsak rendkívül lényeges a fiskális rendszer és a kölcsönös ellenőrzés eredményes működése szempontjából.

Az elmúlt évek során történt ugyan némi előrelépés a strukturális reformok területén, a lisszaboni stratégia 2005. márciusi középtávú felülvizsgálatából azonban az derül ki, hogy Európa növekedési és foglalkoztatási potenciáljának javítása jóval nagyobb erőfeszítéseket igényel. A rugalmasabb munkaerő-, termék- és

pénzügyi piacok révén javulna a forráselosztás, az ösztönzőbb üzleti környezet pedig növelné az innovációs, a beruházási és a munkahelyteremtési képességet. További feladat az Európai Unió belső piacának, beleértve a szolgáltatások piacát is, teljessé tétele, amelynek révén a vállalatok kihasználhatják a méretgazdaságosságból származó előnyöket, valamint hatékonyabbá válhat a gazdaság. A globalizáció és a gyors technológiai fejlődés nyújtotta lehetőségeket összességében a strukturális változások lehetővé tétele és felgyorsítása révén lehet legjobban megragadni. Ez nyújtja egyezersmind az európai polgárok jóléte szempontjából a legjobb perspektívát.

\*\*\*

Az eurorendszer szorosan figyelemmel kíséri az európai pénzügyi integrációval kapcsolatos folyamatokat, mivel a pénzügyi integráció is hozzájárul az euroövezet egységes monetáris politikájának akadálytalan megvalósításához, valamint a pénzügyi források hatékony elosztásához, és ezáltal a gazdasági növekedéshez. Szerepet játszik még az integráció az eurorendszernek a pénzügyi stabilitás megőrzésére irányuló feladatában, de hatással van a fizetési és elszámolási rendszerek fennakadás nélküli és hatékony működésére is. Az EKB 2005 szeptemberében közzétette az euroövezet pénzügyi integrációjáról szóló első jelentését, benne a folyamatot tükröző több mutatóval. Utóbbiak az integráció bővülésére utalnak, bár ennek mértéke a különböző piaci szegmensekben eltérő. Végül a KBER az árstabilitási cél sérelme nélkül támogatja az Európai Unió általános céljait, így a pénzügyi integrációt is.

A valós idejű, bruttó elszámolási rendszerek tekintetében a TARGET révén maradéktalanul megvalósult az integráció. Az eurorendszer aktív előkészületeket tesz a TARGET2 rendszer bevezetésére, amely fejlettebb szolgáltatási szintet, illetve az alapszolgáltatások esetében új tarifarendszert kínál. A TARGET2 2007. november 19-én lép működésbe, ezen a napon tér át az országok első csoportja az új rendszerre. 2008 májusára várhatóan minden részt-

vevő központi bank és az adott ország bankszektora már az új rendszert fogja alkalmazni.

A nagy tömegű, kis értékű fizetéseket lebonyolító rendszerekkel kapcsolatban elsőrendű cél az egységes eurofizetési övezet (SEPA) létrehozása. A SEPÁ-n belül az ügyfelek egyetlen bankszámláról tudnak majd átutalásokat végezni az egész euroövezetben, egységes fizetési instrumentumokkal, ugyanolyan hatékonyan és biztonságosan, mint ahogy azt jelenleg az országos rendszereken keresztül teszik. Az elképzelések szerint a fenti opció 2008-ra áll majd a lakosság rendelkezésére. Az eurorendszer is teljes mértékben támogatja a fenti határidőt, de ehhez minden érintett fél elkötelezettségére szükség van.

Az Európai Alkotmányt létrehozó szerződés 2004. októberi aláírását követően a tagállamok elindították a szükséges ratifikálási eljárást. Mindeztidáig 15 tagállam ratifikálta az alkotmányt, vagy legalábbis jelentős előrehaladást tett a ratifikáció felé. Franciaországban és Hollandiában az alkotmány nem nyerte el a többség támogatását. Az EKB azon a nézeten van, hogy az Európai Alkotmány világosan meghatározza az EU jogi és intézményi kereteit, javítja az unió cselekvőképességét mind európai, mind nemzetközi szinten, miközben megerősíti az érvényben levő monetáris kereteket. Hangsúlyoznunk kell, hogy a ratifikációs folyamat nem érinti a monetáris unió működését, és nincs hatással az euro stabilitására. Az EKB, függetlenül attól, hogy a hatályos szerződés vagy az alkotmány alapján működik-e, továbbra is gondoskodni fog az euro hitelességéről és az árstabilitásról, amelyek előfeltételei a gazdasági növekedést és munkahelyteremtést elősegítő, inflációmentes makrogazdasági környezetnek.

2005-ben négy EU-tagállam lépett be az ERM-II árfolyam-mechanizmusba, ami azt jelenti, hogy amint fenntartható módon teljesítik a konvergencia összes feltételét, tagjai lesznek az euroövezetnek. Az EKB, valamint az Európai Bizottság 2006 őszén teszi közzé szokásos kétéves konvergenciajelentését. Fontos hangsúlyozni, hogy a tagállamok egyedi elbírálás alá

esnek, egyéni gazdasági és monetáris teljesítményük figyelembevétele és az egyenlő bánásmód elvének messzemenő tiszteletben tartása mellett. Az euroövezet bővítése a fenti feltételekkel mind az övezet jelenlegi tagjai, mind a belépők számára előnyös lesz.

\*\*\*

Az EKB 2005. évi eredményében 992 millió euro nettó nyereség keletkezett. A bank ennek megfelelő nagyságú céltartalékot képzett a devizaárfolyam-, a kamatláb- és az aranyárkockázatok fedezésére, aminek eredményeképpen mérleg szerinti eredménye pontosan nulla lett. A céltartalékot a fenti kockázatoknak való kitétségéből adódó veszteségek, különösen az átértékelési számlák által nem fedezett értékelési veszteségek finanszírozására fordítják. A 2005. évi nyereséget megelőzően az EKB a 2004-es évet 1636 millió eurós nettó veszteséggel zárta, aminek hátterében elsősorban az euro USA-dollárral szembeni felértékelődése állt. 2005-ben az euro gyengült a dollárhoz képest.

2005-ben az EKB költségvetése összesen 1369,5 teljes munkaidős állást irányzott elő, szemben a 2004-es 1362,5-del. 2005 végén az EKB-nak 1360 állandó vagy legalább egyéves, határozott időszakra szóló szerződés alapján dolgozó alkalmazottja volt, ami 1351 teljes munkaidős állásnak felelt meg. 2005. május 15-e óta az EKB a két csatlakozó ország, Bulgária és Románia állampolgárainak jelentkezését is elfogadja. Az emberi erőforrások 2004-ben elfogadott új stratégiájának megvalósítása 2005-ben is folytatódott. A stratégia a mobilitás elősegítése mellett, a vezetés fejlődésére, valamint a munkatársak készségeinek és szakértelmének folyamatos bővítésére irányul. Az EKB a 2004-ben meghatározott hat közös értékét fokozatosan beépítette emberi erőforrások politikájába. A bank arra törekszik, hogy ezek az értékek a munkatársak mindennapi munkájában továbbra is érvényesüljenek.

Az emberi erőforrásokkal kapcsolatos kérdések euroövezeti szinten is napirendre kerültek. Az

eurorendszeren/KBER-en belüli együttműködés és csapatszellem erősítése érdekében a Kormányzótanács 2005-ben létrehozta az Emberi Erőforrások Konferenciáját (HRC). A nemzeti központi bankok és az EKB emberi erőforrások terén meglévő kizárólagos hatáskörének veszélyeztetése nélkül a HRC előmozdítja az emberi erőforrások politikájával és annak gyakorlati megvalósításával kapcsolatos tapasztalatok, szakismeretek és információk cseréjét, továbbá hozzájárul a közös képzés lehetőségeinek meghatározásához és a szakembercserét elősegítő intézkedések meghozatalához. A HRC az eurorendszer/KBER kommunikációs bizottságával együtt továbbá azt a megbízást kapta, hogy az eurorendszer 2005 januárjában nyilvánosságra hozott küldetési nyilatkozatának előmozdítását konkrét intézkedésekkel segítse. Folyamatos a törekvés, hogy az eurorendszer munkatársai számára folyamatosan konkretizálják, hogy napi munkájukban hogyan érvényesíthetik a küldetési nyilatkozatban foglaltakat, ami erősíti az EKB és az euroövezeti nemzeti központi bankok közötti csapatszellemet.

Az EKB mint közintézmény elkötelezetten törekszik arra, hogy a legkisebb ráfordítással a legmagasabb színvonalú szolgáltatásokat nyújtsa. Az Igazgatóság ezért elhatározta, hogy munkatársak és vezetés aktív bevonásával felméri az EKB eredményességét és hatékonyságát az úgynevezett nullabázisú tervezési program (zero-based budgeting – ZBB) keretében. A felmérés eredményei alapján az Igazgatóság úgy döntött, hogy sok beosztást fel lehet számolni, illetve a munkatársakat más területre átirányítani anélkül, hogy elbocsátásokra lenne szükség. Az Igazgatóság átmeneti létszámstopot rendelt el, valamint az EKB különféle egységein belül és az egész intézményt tekintve számos egyéb szervezeti intézkedést hozott, amelyek mind az intézmény eredményességének és a hatékonyságának javítását célozzák. A felmérést követő szervezeti változásokat – ide tartozik egyes szervezeti egységek átalakítása az együttműködésből származó előnyök kiaknázására, a szakértelem és analitikus képességek összpontosítása, a munkafolyamatok leegyszerűsítése és a középtávú stratégiai tervezés

ismételt előtérbe helyezése – progresszív módon vezeti be. A felmérés jótékony következményeként megerősödik a vezetési kultúra, ami lehetővé teszi az optimális gazdálkodást a meglévő erőforrásokkal.

Miután a Kormányzótanács 2005 elején kiválasztotta az EKB jövőbeli székházának tervezőjét, át kívánta tekinteni a projekt nagyságrendjét és a hozzá fűződő elvárásokat. Az optimalizációs fázis során sikerült jelentősen csökkenteni a becsült építési költségeket. A Kormányzótanács 2005 decemberében elfogadta a módosított terveket, és elindította az építési munkálatok tervezési szakaszát. Az EKB a legnagyobb gondossággal igazgatja és ellenőrzi a projektet mind az összköltség, mind az egyes fontosabb állomások időben történő megvalósítását illetően.

Majna-Frankfurt, 2006. március



Jean-Claude Trichet



**Készítő**

Peter Sauerer

**Cím**

Großmarkthalle, 2004

**Anyag**

Fa és zsineg

**Méret**

90 x 20 x 15 cm

© EKB és a készítő



1. FEJEZET

GAZDASÁGI  
FOLYAMATOK  
ÉS MONETÁRIS  
POLITIKA

## 1 MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEK

A gazdasági növekedés az euroövezetben 2004 második felében és 2005 első felében mérséklődött, részben az emelkedő olajárak, a külkereskedelem átmeneti lassulása és az euro korábbi felértékelődésének elhúzódó hatásai miatt. 2005 második felében azonban az euroövezetben újból erősödött a gazdasági tevékenység bővülése, amelyre előnyösen hatott a nemzetközi kereslet tartósan erős növekedése, a vállalati jövedelmek erőteljes növekedése és a nagyon kedvező finanszírozási feltételek. Összességében véve a reál-GDP – amely a munkanapok alapján, de csak bizonyos feltételek figyelembevételével, kiigazításra került – 2005-ben 1,4%-kal nőtt, szemben a 2004-ben realizált 1,8%-kal és a 2003-ban realizált 0,7%-kal. A magas és volatilitással fémjelzett olajárak ellenére, a gazdasági tevékenység relatív rugalmasságról tett tanúbizonyságot 2005-ben.

Az árucikk- és energiaárak nagyfokú emelkedése ellenére, a belföldi inflációs nyomást sikerült visszaszorítani a javuló, de még mindig viszonylagosan mérsékelt gazdasági növekedés által fémjelzett környezetben. Különösen a bérfejlődés alakult mérsékeltten. Az inflációs nyomást korlátozta még az import feldolgozott termékek árainak kedvező alakulása. Az euroövezetben a hosszú távú inflációs várakozásokat sikerült az árszínvonal stabilitásával jól összehangolható szinten lehorgonyozni. Ennek ellenére, a harmonizált fogyasztóiár-index figyelembevételével számított inflációs mutatók 2005-ben továbbra is némileg magasak voltak, főleg az energiaárak jelentős emelkedése miatt, és kisebb mértékben, a szabályozott árak és közvetett adók emelkedése miatt. A teljes évet vizsgálva, az éves HICP-infláció 2005-ben 2,2% volt – ami valamelyest meghaladta az előző két évben kimutatott 2,1%-os mértéket. A felfelé ható kockázatok továbbra is éreztették hatásukat, különös tekintettel a magasabb olajárakra reagáló bér- és ármegállapító magatartás potenciális, második hullámú hatásai miatt.

A monetáris dinamika, amely 2004 közepétől újból erősödő tendenciát vetített előre, további lendületes fejlődést mutatott 2005-ben, és csak az év utolsó három hónapjában mérséklődött

kismértékben. Az erősödő lendület részben a tartósan alacsony kamatlábaknak a pénz- és hitelforrások iránti keresletet ösztönző hatását tükrözte. Az erős monetáris növekedés miatt tovább bővült az euroövezet addig is jellemző likviditástöbblet, és előrevetítette közép-, ill. hosszú távon az árstabilitást veszélyeztető, felfelé ható kockázatokat.

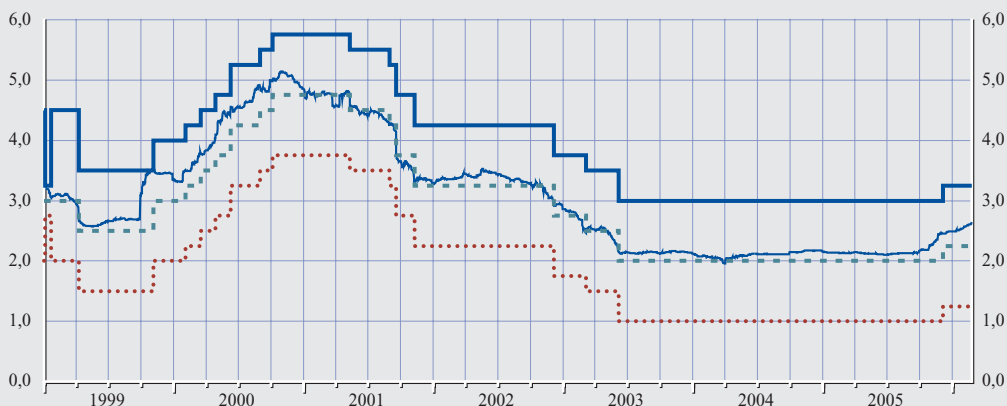
Ebben a gazdasági környezetben az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek legalacsonyabb ajánlati kamatlába az év jelentős részében nem változott és a historikusan alacsony szintű 2%-os szinten maradt. Az év elején a gazdasági elemzés arra világított rá, hogy a mögöttes belföldi inflációs nyomást sikerül visszafogni. Mivel azonban a gazdasági környezetet erős monetáris növekedés és likviditástöbblet jellemezte, a Kormányzótanács hangot adott annak a véleményének, hogy éberségre van szükség az árstabilitást veszélyeztető felfelé irányuló kockázatok kezelésére való tekintettel. Ezen túlmenően, az év folyamán az inflációs előrejelzéseket folyamatosan felfelé kellett kiigazítani, részben azért, mert nyilvánvalóvá vált, hogy az olajárak lendületes emelkedése az eredetileg vártnál hosszabb ideig fog eltartani, ami gyakorlatilag megerősítette az árstabilitást veszélyeztető felfelé ható kockázatok meglétét. 2005 decemberében a rendszeres gazdasági és monetáris elemzések és azok egymással való összevetése annak a véleménynek a kialakításához vezetett, hogy a monetáris politika alkalmazkodó irányultságának kiigazítása indokolt volt annak érdekében, hogy ezeket a kockázatokat kezelni lehessen. A Kormányzótanács tehát 2005. december 1-jén úgy döntött, hogy az EKB irányadó kamatlábait 25 bázisponttal emeli azt követően, hogy két és fél évig ezeket a kamatlábakat változatlan szinten tartotta. Az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek legalacsonyabb ajánlati kamatlábát 2,25%-ra emelték, miközben a betéti rendelkezésre állás és az aktív oldali rendelkezésre állás kamatát 1,25%-ra, illetve 3,25%-ra módosították (lásd 1. ábra).

A 2005-ben meghozott monetáris politikai döntéseket vizsgálva, az évet lényegében két részre

## 1. ábra: EKB-kamatlábak és pénzügyi kamatlábak

(éves százalékok; napi adatok)

- marginális hitelkamatláb
- ..... betéti kamatláb
- - - legalacsonyabb ajánlati kamatláb irányadó refinanszírozási műveletekben
- háromhónapos EURIBOR



Forrás: EKB.

Megjegyzés: Az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába a 2000. június 28. előtt elszámolt műveletek esetén azonos a mennyiségi tenderekre alkalmazott kamatlábbal. E dátum után a kamatláb a változó kamatú tenderekre alkalmazott legalacsonyabb ajánlati kamatlábat tükrözi.

célszerű osztani. A 2005. év első felében az első néhány hónap adatai arra engedtek következtetni, hogy a 2004 második felében tapasztalt reál-GDP-növekedés gyengülése rövid ideig fog tartani. Azonban a tartósan magas és volatilitással fémjelzett olajárak következtében ez az értékelés már valamivel borúlátóbb képet vetített előre 2005 második negyedévében, mivel a belföldi kereslet rövid távú alakulásában növekvő bizonytalanságokra derült fény. 2005 júniusában az eurorendszer szakértői által készített, a reál-GDP-növekedésre vonatkozó makrogazdasági előrejelzéseit folyamatosan felül kellett vizsgálni és lefelé korrigálni, a 2004 decemberében végzett előrejelzésekhez képest. A prognózisok azt jelezték, hogy az éves reál-GDP-növekedés a 2004-es 1,8%-ról 2005-re 1,1%-1,7%-ra mérséklődik, majd 2006-ban 1,5-2,5%-ra emelkedik. A nemzetközi és magánszervezetek hasonló előrejelzéseket hoztak nyilvánosságra. Ennek ellenére az a vélemény fogalmazódott meg, hogy a gazdasági tevékenység erősödésének feltételeit sikerült megőrizni, még ha ezen a téren voltak is a növekedésre lefelé ható kockázatok, a fogyasztói bizalom alacsony szintje, a magas és volatili-

tással fémjelzett olajárak és a globális egyensúlyhiányok miatt. A külső oldalon a világgazdaság növekedése továbbra is erős volt, ami előnyösen hatott az euroövezetből kiinduló exporttevékenységre. Belföldön befektetői szempontból igen kedvező körülményeket teremtettek az előnyös finanszírozási körülmények, az erőteljes vállalati jövedelmek és az üzleti tevékenység átstrukturálódása. A lakossági fogyasztás területén javulásra lehetett számítani – a munkaerőpiac javulása és az alacsonyabb infláció miatt – a ténylegesen rendelkezésre álló jövedelem várhatóan bekövetkező növekedése alapján. A kiigazított statisztikai adatok (amelyek csak az év vége felé álltak rendelkezésre) azt mutatják, hogy a reál-GDP-növekedés, miközben mérsékelt fejlődést mutatott, gyakorlatilag folyamatosan javult 2005 első félévében (a 2004 utolsó negyedévében mért 0,2%-ról, a 2005 első és második negyedévében mért 0,3%, ill. 0,4%-ra), amelyhez főleg a nettó export járult hozzá erősebb mértékben.

Az árak alakulásával kapcsolatban, az éves HICP-infláció 2,0%-ra mérséklődött 2005 első

felének átlagában, a 2004 második felében mért 2,3%-ról. A csökkenés azonban főleg bázishatásokat tükröz. Az olajárak lendületes növekedése továbbra is jelentős, felfelé irányuló nyomást gyakorolt az infláció dinamikájára. Mindezek ellenére a bérnövekedés mérsékelt szinten mozgott, így az euroövezetben nem volt kézzel fogható bizonyítéka annak, hogy belföldön a mögöttes inflációs nyomás emelkedett volna. Ennek megfelelően, az eurorendszer szakértői által 2005 júniusában készített makrogazdasági előrejelzések az éves átlagos HICP-infláció alakulását 2005-ben 1,8% és 2,2% között becsülték, és 2006-ban pedig 0,9% és 2,1% között. Miközben a mögöttes belföldi inflációs nyomás a bázis forgatókönyvben megadott értékeken belül alakult, az előrejelzésekhez kapcsolódó felfelé irányuló kockázatokat sikerült meghatározni, amelyek elsősorban az olajárak jövőbeni alakulásával, valamint a közvetett adók és szabályozott árak potenciális emelkedésével voltak összefüggésben. A Kormányzótanács ezen túlmenően hangsúlyozta, hogy továbbra is fokozott éberséggel kell követni az eseményeket, a magasabb olajárakra reagáló bér- és ármegállapító magatartás esetleges második hullámú hatásai miatt.

A monetáris dinamika erősödése, amely 2004 közepén kezdődött, tovább folytatódott 2005-ben. A korábbi, 2001-től 2003 közepéig tartó időszakban tapasztalt, erős monetáris növekedéssel ellentétben, a jelenlegi monetáris növekedés hajtómotorját az M3 különösen likvid komponensei jelentették. A monetáris növekedés összekapcsolódott, az ellenpár oldalon, a lakossági szektornak nyújtott hitelek bővülésével. Ezek a fejlemények nagyrészt az euroövezet historikusan is nagyon alacsony szintű kamatlábainak jótékony hatásait tükrözték. Az elmúlt években tapasztalt erős M3-növekedés következtében az euroövezetben számottevően nagyobb likviditástöbblet képződött, mint amennyi a nem infláció vezérelte gazdasági növekedés finanszírozásához szükséges lett volna. További erős növekedést mutatott a lakásjelzálog-hitelek iránti kereslet, amelynek következtében az euroövezet bizonyos régióiban a lakóingatlan-árak erőteljes növekedését

produkáltak; ezzel egyidőben a nem pénzügyi társaságoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme újból fokozatosan emelkedni kezdett.

Mindent egybevetve, a Kormányzótanács arra a következtetésre jutott, hogy miközben célszerű a kamatlábakat a historikusan alacsony szinten tartani, figyelemmel a nyomott belföldi inflációs várakozásokra, a gazdasági elemzésnek a monetáris elemzéssel való összevetése indokoltá teszi a gazdasági tendenciák további fokozott éberséggel való kísérését, annak érdekében, hogy közép-, ill. hosszú távon észlelni lehessen az árstabilitást veszélyeztető kockázatok kialakulását. Ebben az összefüggésben, a Kormányzótanács különös figyelemmel kísérte a hosszabb távú inflációs várakozásokban mutatkozó fejleményeket.

2005 második felében a gazdasági elemzés fokozatosan visszaigazolta a gazdasági tevékenységnek azt az újbóli erősödését, amelyet az eurorendszer szakértői által készített prognózisok az év júniusában már jeleztek. Az euroövezetben a reál-GDP-növekedés negyedévről negyedévre folyamatosan emelkedett és 2005 harmadik negyedévében elérte a 0,7%-ot. Ezen túlmenően, az eurorendszer szakértőinek a növekedés további folytatódását prognosztizáló korábbi előrejelzései továbbra is helytállóan bizonyultak. Ennek alapján az eurorendszer szakértőinek 2005 decemberében nyilvánosságra hozott előrejelzései arra engedtek következtetni, hogy 2005-ben a reál-GDP-növekedés 1,2% és 1,6% között mozog, 2006-ban és 2007-ben is 1,4% és 2,4% között alakul, vagyis a reál-GDP-növekedés nagyjából a júniusi előrejelzéseknek megfelelően alakul. A nemzetközi és magánszervezetek előrejelzései hasonló képet vetítettek előre. Ugyanakkor, a gazdasági tevékenység kilátásait továbbra is jelentős lefelé ható kockázatok kísérték, amelyek a vártnál magasabb olajárak, a globális egyensúlyhiányok és a továbbra is gyenge, bár javuló, fogyasztói bizalommal függtek össze.

Az árak alakulását tekintve, a HICP-infláció mértéke jelentősen meghaladta a 2%-os szintet 2005 második felében, szeptemberben elérve a

2,6%-os csúcsot, főleg az energiaárak emelkedésének következményeként. Ezen túlmenően, szemben a 2005 évre vonatkozó korábbi várakozásokkal, egyre inkább nyilvánvalóvá vált, hogy az olajárak emelkedő tendenciája időben meglehetősen elhúzódik. Ebből kifolyólag, miközben a 2005 elején rendelkezésre álló prognózisok és előrejelzések 2006-ban egy viszonylag markáns csökkenésre utaltak a HICP-inflációban, az év folyamán ez az álláspont jelentősen módosult. 2005 második felében valószínűnek látszott, hogy a HICP-infláció éves átlagos mértéke meghaladhatja a 2%-ot, még ha fenntartható is volt az a feltételezés, hogy a bérnövekedés korlátozott marad. Az eurorendszer szakértői által 2005 decemberében készített előrejelzések az átlagos HICP-inflációt 1,6% és 2,6% között határozták meg 2006-ban, és 1,4% és 2,6% között 2007-ben. A nemzetközi és magánszervezetek által készített előrejelzések nagyjából hasonló képet vetítettek előre. A Kormányzótanács továbbá megerősítette, hogy a forgatókönyv a továbbiakban függ a már korábban megfogalmazott felfelé irányuló kockázatok esetleges kialakulásától.

2005 második felében a monetáris elemzés közép-, ill. hosszú távon további, az árstabilitást veszélyeztető felfelé ható kockázatokat vetített előre. Az euroövezetben a likviditástöbblet a szükségesnél lényegesen nagyobb mértékű volt. Továbbá, a 2004 közepén indult monetáris növekedés erősödése 2005 harmadik negyedében további lendületet vett. Az M3 monetáris aggregátum növekedését továbbra is annak különlegesen likvid komponensei biztosították, amelyhez a fejlődési háttérrel a nagyon alacsony szinten álló kamatlábak adták. Ezen túlmenően, a hitelfelvétel bővülése – különösen a lakásjelzálog-hitelek felvétele – továbbra is igen erőteljes tendenciát mutatott. Ebben az összefüggésben több ország lakáspiacán a lakóingatlan-árak alakulását fokozott figyelemmel kellett kísérni.

Következésképpen, 2005 második felében a Kormányzótanács annak az erősödő aggodalmának adott hangot, hogy az árstabilitást potenciális felfelé irányuló kockázatok veszélyeztetik,

és hangsúlyozta annak szükségességét, hogy fokozott éberséggel kell nyomon követni a hosszú távú inflációs várakozásokban bekövetkező változásokat. Valójában már decemberben indokoltnak látszott a monetáris politika alkalmazkodó irányultságának kiigazítása, figyelembe véve azokat az árstabilitást veszélyeztető kockázatokat, amelyekre a gazdasági elemzés világított rá, és amelyeket alátámasztott annak összevetése a monetáris elemzéssel. Ennek alapján a Kormányzótanács december 1-jén úgy döntött, hogy az EKB irányadó kamatlábait 25 bázisponttal emeli. A Kormányzótanács véleménye szerint ez a döntés hozzájárul ahhoz, hogy közép- ill. hosszú távon az inflációs várakozások az euroövezetben szilárdan az árstabilitásnak megfelelő szinten legyenek rögzítve. Az inflációs várakozásoknak a lehorgonyozása az előfeltétele annak, hogy a monetáris politika az euroövezetben folyamatos támogatást tudjon biztosítani a gazdasági növekedéshez. A 2005. december 1-jei döntést követően az euroövezetben a kamatlábak a teljes lejáratú spektrum vonatkozásában mind nominális, mind reálértékben nagyon alacsony szinten mozogtak. Az EKB monetáris politikája tehát továbbra is alkalmazkodó irányultságról tett tanúbizonyságot, és figyelemreméltó támogatást biztosított a gazdasági tevékenység fejlődéséhez és a munkahelyek létrehozásához. A Kormányzótanács hangsúlyozta, hogy továbbra is fokozott figyelemmel kíván követni minden változást, tekintettel az árstabilitást veszélyeztető kockázatokra.

## 2 MONETÁRIS, PÉNZÜGYI ÉS GAZDASÁGI FOLYAMATOK

### 2.1 A NEMZETKÖZI MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

#### A VILÁGGAZDASÁG FOLYTATTA ERŐTELJES EXPANZIÓS TÖREKVÉSEIT

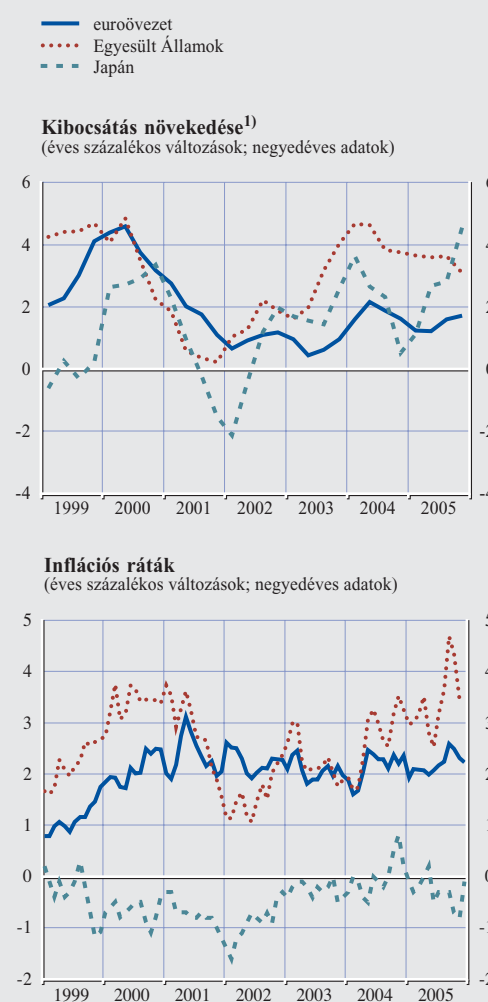
2005-ben a világgazdaság továbbra is erőteljes ütemben bővült, és csak kevéssel maradt el a 2004-ben tapasztalt kivételesen magas szintű növekedéstől. 2004-hez hasonlóan rendkívül erős volt a növekedés Ázsiában. Különösen a kínai gazdaságban folytatódott a többé-kevésbé változatlan ütemű bővülés, miközben a japán gazdaság is felgyorsult. A globális gazdasági tevékenységre továbbra is jótékony hatást gyakoroltak a kedvező finanszírozási feltételek és a számos országban megmutatkozó erőteljes vállalati jövedelmezőség. A globális növekedésre továbbra is kedvezően hatott az Egyesült Államok gazdaságának erős pozíciója.

A világgazdaság erőteljes bővülése és ezzel összefüggően az energiaforrások iránti növekvő igény, valamint az olajkínálati lánc egyre csökkenő tartalékkapacitásai miatt az olajárak az év nagy részében továbbra is növekedtek, és szeptember elején a Brent-nyersolaj ára elérte a rekordmagasságú hordónkénti 67,5 USD-t. Mindamelllett úgy tűnik, hogy a magas olajáraknak a globális növekedésre és inflációra gyakorolt hatása viszonylag szerény volt. Miközben a vezető CPI-indexre hatással volt az energiakomponens árában bekövetkezett emelkedése, a mögöttes inflációs nyomást a legtöbb országban sikerült elfogadható mértékben visszaszorítani. A Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezethez (OECD) tartozó országokban a vezető CPI-infláció az év egészében 2,7% volt.

Az Egyesült Államokban a gazdasági tevékenység erőteljes ütemben bővült 2005-ben, és a reál-GDP az egész évet tekintve 3,5%-kal növekedett. A reál-GDP-növekedést alátámasztotta a lakossági szektorban tapasztalható továbbra is erős mértékű fogyasztási hajlandóság és befektetői tevékenység, miközben a nettó kereskedelmi volumen kismértékben negatív irányba alakította a növekedést. A lakossági szektor fogyasztása az év nagyobb részében továbbra is élénk volt, amire kedvezően hatot-

tak az előnyös finanszírozási körülmények, a növekvő lakóingatlan-árak és a munkaerőpiac további javulása. A bérnövekedés azonban továbbra is viszonylag nyomott tendenciát mutatott, és az energiaárak emelkedése miatt mérséklődött a ténylegesen rendelkezésre álló reáljövedelem növekedése, ami hozzájárult a már eddig is alacsony lakossági megtakarítási ráta további csökkenéséhez. Ezenkívül 2005-ben tovább nőtt a háztartásoknak a rendelkezésre álló jövedelem százalékában kifejezett

2. ábra: Jelentősebb fejlemények a főbb ipari gazdaságokban



Források: nemzeti adatok, BIS, Eurostat és az EKB számításai. 1) Az euroövezet esetében Eurostat adatai, az Egyesült Államok és Japán esetében nemzeti adatok kerültek felhasználásra. A GDP-adatok minden ország esetében szezonálisan kiigazítva.

eladósodottságának mértéke. Az üzleti célú befektetés gyors növekedést mutatott, amelyre kedvezően hatottak az előnyös finanszírozási körülmények és a vállalati jövedelmezőség magas szintje. A magas olajárak és a nyersanyagköltség növekedésének ellenére, a szerény bérnövekedéssel párosuló erőteljes, ám mérséklődő, növekedési tendenciát mutató termelékenység az egész év folyamán hozzájárult a vállalatok növekvő jövedelmezőségét mutató haszonkulcsok alakulásához.

Az Egyesült Államok külső fizetésimérleg-pozíciója tovább romlott 2005-ben, és a folyó fizetésimérleg-hiány elérte a GDP 6,4%-át, ami rekordnagyságúnak számít. Az import növekedése meghaladta az export bővülését, tovább mélyítve a külső fizetési mérleg deficitjét.

Az év harmadik negyedévében a fogyasztói árak átmenetileg megemelkedtek a hurrikán okozta zavarok negatív hatásai, valamint az energiaárak elhúzódó növekedése miatt. Ennek ellenére év végére csökkent az áremelkedésre ható nyomás, és a CPI-infláció éves mértéke 3,4% volt. Az energia és élelmiszerárakat leszámítva, az infláció viszonylag visszafogott szinten, 2,2%-on mozgott. Az olajárak és nyersanyag-költségek növekedésének, valamint a hurrikán okozta negatív hatások ellenére, a dollár nominális effektív értékben kifejezett erősödése és a fajlagos munkaerőköltségek mérsékelt növekedése segített visszaszorítani az áremelkedésre ható nyomást, és ugyanakkor az inflációs várakozások is visszafogott tendenciákat vetítettek előre.

A Szövetségi Tartalék Rendszer (FRS) Szövetségi Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC) 2005-ben 200 bázisponttal emelte a szövetségi alapok kamatcélkitűzését. Ezt az emelést nyolc egymást követő 25 bázispontos lépésben valósította meg, amely következtében év végére a szövetségi alapok kamatcélkitűzése 4,25%-ra növekedett. Az év utolsó ülését követően kiadott nyilatkozatban a Szövetségi Nyíltpiaci Bizottság megjegyezte, hogy a politikának mérhető lépésekben történő szigorítására valószínűleg szükség lesz a továbbiakban. Ami a fiskális

politikát illeti, a szövetségi költségvetési hiány 2004-hez képest csökkent a 2005-ös költségvetési évben, főleg a növekvő vállalati és személyi jövedelemadó-bevételek miatt. A szövetségi költségvetési hiány a 2005-ös költségvetési évben a GDP 2,6%-át tette ki.

Japánban folytatódott a gazdasági konjunktúra javulása 2005-ben, és a reál-GDP növekedése potenciális értéket meghaladó teljesítményt mutatott immár második éve (2,8%; meghaladva a 2004-ben mért 2,3%-kot). A gazdasági tevékenység jelentős mértékben felgyorsult 2005 elején, amelyet alátámasztott a lakossági szektor fogyasztásában és a nem lakóingatlan jellegű beruházásokban tapasztalható erőteljes bővülés. A fogyasztói kiadások terén megfigyelt markáns növekedés a jövedelmi és munkavállalói körülmények folyamatos javulását tükrözi, miközben a nem lakóingatlan célú tőkeberuházások gyors bővülését a kedvező finanszírozási feltételek, a jelentős mértékű vállalati nyereségképződés és javuló pénzügyi pozíciók, valamint a társasági mérlegek átstrukturálása segítette. 2005-ben a gazdasági növekedés hajtómotorja továbbra is a belföldi kereslet volt, azonban év vége felé már láthatóak voltak az exporttevékenység javulásának korai jelei (különösen a kínai viszonylatban). Az év során a banki szektor tevékenységére előnyösen hatott a makrogazdasági feltételek fokozatos helyreállása és a hitelkockázati feltételek javulása.

A deflációs aggodalmak tovább mérséklődtek 2005-ben. A fogyasztói árak változásának éves mértéke kissé negatív irányú eltérést mutatott a teljes évet tekintve (-0,3%, szemben a 2004. évi 0,0%-kal), és az év vége felé, a friss élelmiszereket leszámítva, a fogyasztói árszínvonal csökkenése megállt. A Bank of Japan a folyószámlaegyenleg-állományára vonatkozó célkitűzési tartományát változatlan szinten, 30–35 billió japán jenben határozta meg 2005-ben. Ennek ellenére 2005 vége felé a Bank of Japan jelezte, hogy minden valószínűség szerint nem folytatja a (2001 márciusa óta érvényben lévő) politika mennyiségi irányultságú könnyítését a 2006-os költségvetési évben, ha az árak területén prognosztizált kedvező változások bekövet-



keznek (a Bank of Japan jelezte, hogy a fogyasztói árak további folyamatos emelkedése az előfeltétele annak, hogy változtasson jelenlegi monetáris politikai stratégiáján).

A Japánon kívüli ázsiai országokban a növekedés, habár továbbra is erős volt, valamelyest csökkent 2005-ben az előző évi nagyon magas szintű növekedéshez képest, amelynek okát főleg a külső kereslet lassulásában, a kevésbé erőteljes belföldi keresletben és a magasabb olajárakban kellett keresni. Az árak alakulását illetően, a megnövekedett olajárak a térség jelentősebb gazdaságaiban magas inflációs rátákat eredményeztek – Kína kivételével –, és ennek következményeként a monetáris hatóságok fokozatosan elkezdtek emelni a kamatlábakat. A kínai gazdaság továbbra is lendületesen növekedett, amelyre előnyösen hatott az élénk külső és erőteljes belső kereslet. A makrogazdasági feltételekre ható, megszorító intézkedések fékeztek a beruházások lendületét, különösen az ingatlanpiacon, és stabilizálták az inflációt. A jelek arra mutatnak, hogy a rugalmasabb (de még mindig szigorúan ellenőrzött) árfolyam-rendszerre való áttérés 2005 júliusában nem gyakorolt jelentősebb hatást a gazdaságra. Decemberben, a kínai gazdaság első átfogó országos szintű vizsgálatát követően, a kínai Statisztikai Hivatal (NBS) 2004-re a GDP szintjét 2,3 billió kínai jünnel felfelé korrigálta, vagyis az előzetesen bejelentett nominális GDP 16,8%-ra. Az NBS Kína GDP-növekedési adatait is módosította 1993-tól kezdődően, átlagosan körülbelül 0,5% százalékponttal felfelé korrigálva azokat. Az adatok módosítására a kínai gazdaság szolgáltatási ágazatának pontosabb mérhetősége miatt került sor, amelynek teljesítménye, mint kiderült, az előzetes számításokat majdnem 50%-kal haladta meg. Összeségében véve 2005-ben a teljes kínai GDP 9,9%-kal nőtt.

Latin-Amerikában a gazdasági helyzet továbbra is megbízható ütemű javulást mutatott, habár ez a javulás valamelyest lassabb mértékű volt, mint 2004-ben. A régió fejlődésére előnyösen hatott az igen kedvező külgazdasági környezet és a magasabb nyersanyagárak, amelyek lehetővé

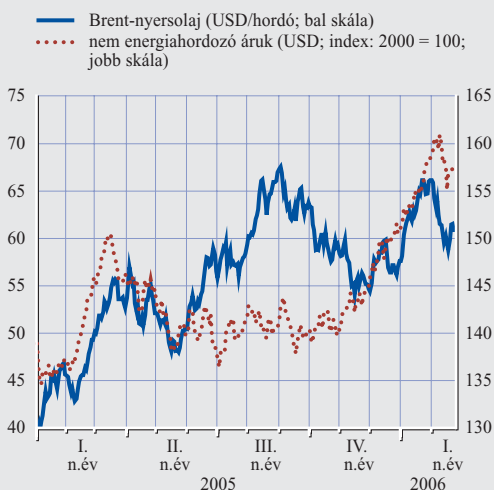
tették a váratlan pénzügyi változások okozta negatív hatások kivédését. A régióban tapasztalt fejlődés, aminek hajtómotorja továbbra is az erős növekedést tanúsító exporttevékenység volt, kedvezően alakult a fogyasztás iránt növekvő kereslet és a beruházások terén nyíló új lehetőségek miatt is. Argentína kibocsátása gyors reálnövekedést mutatott, miközben a régió két legnagyobb országában, Brazíliában és Mexikóban a gazdaság bővülésének üteme mérsékelte volt.

#### **2005-BEN A NYERSANYAGÁRAK ERŐTELJESEN NÖVEKEDTEK**

Az olajárak 2005-ben immár második éve rekordmagasságokban szárnyaltak. A Brent-nyersolaj ára szeptember elején elérte az eddigi legmagasabb árat, a hordónkénti 67,5 USA-dollárt. Ezt követően az olajárak valamelyest csökkentek, és év végére elérték az 58 dolláros szintet. Az egész évet tekintve, a Brent-nyersolaj átlagára 55 USD körül mozgott, amely a 2004. évi átlagárat 45%-kal haladta meg.

Miközben 2005 folyamán mérséklődött az olaj iránti kereslet növekedése, az olajkínálati lánc tartalékkapacitása tovább erodálódott. Az olajárak változatlanul nagyon érzékenyen reagáltak a kereslet-kínálati viszonyok ingadozásaira. A nem OPEC-országok olajkínálati lehetőségeinek alacsony mértékű bővülése hozzájárult a hagyományosan rendelkezésre álló források beszüntüléséhez. A Független Államok Közösségében (amely a korábbi években a nem OPEC-országokból származó növekvő kínálat legfőbb forrása volt) a termelés növekedése lanyhult, és 2005-ben csökkent az északi-tengeri olaj kitermelése. Ezen túlmenően, a rendkívüli időjárási körülmények (pl. hurrikánok) súlyosan szétzilálták a termelést az Egyesült Államok szomszédságában lévő Mexikói-öbölben. Ennek eredményeként növekedett az OPEC-országokból származó olaj iránti kereslet, az „OPEC-olaj iránti igény”. Az OPEC-országok növelték kitermelésüket, ez azonban nem volt képes az árakat mérsékelni és az egyre apadó mértékű OPEC-tartalékkapacitás növekvő aggodalommal töltötte el a piaci szereplőket, mivel nyilvánvalóvá vált, hogy a jövőbeni olajkínálati fennakadások ese-

### 3. ábra: Az áru piacok alakulása



Források: Bloomberg és Hamburg Institute of International Economics.

tében nem biztosítható a biztonságos tartalékforrások megléte.

A finomított olajtermékek iránti növekvő kereslet feszítette az olajfinomítók tartalékkapacitását, és növelte a termelési folyamatban jelentkező szűk keresztmetszeteket is, mivel nem volt elegendő kapacitás a nehéz, finomítatlan minőségű nyersolaj feldolgozására. A marginális, hordónkénti olaj iránti keresleti és kínálati viszonyokban minőségi eltérések alakultak ki, ami szintén hozzájárult a könnyű, finomított minőségű olajszármazékok, mint pl. a Brent-nyersolaj árának alakulásához. A jövőbeni olajkínálati források biztonságával kapcsolatos geopolitikai aggodalmak további nyomást gyakoroltak az olajárakra, mivel több olajtermelő országban kiújultak a fenyegetések.

A nem energiahordozó áruk árai, amelyeket a Hamburg Institute of International Economics által alkalmazott indexszel mérnek, 2003 óta élénk mozgást mutattak, és 2005 márciusában tetőztek. Összességében véve a nem energiahordozó áruk árai valamelyest lanyhultak áprilisban és májusban, majd kiegyenlítődték az azt követő hat hónapban. 2005 novembere óta a

nem energiahordozó áruk árai újból rekordmagasságokban szárnyalnak. USA-dollárban kifejezve, összességében a nem energiahordozó áruk árai átlagosan 9,5%-kal növekedtek 2005-ben. Az aranyárak 2005-ben a legmagasabb szintet érték el 1981 óta; 2005 decemberében elérték a troy-unciánkénti 538 USA-dollárt.

## 2.2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

### AZ M3 DINAMIKÁJÁNAK ERŐSÖDÉSE FOLYTATÓDOTT ALACSONY KAMATSZINT MELLETT

2005-ben az euroövezetbeli alacsony kamatszintek élénkítő hatásának köszönhetően a monetáris növekedés nagymértékben erősödött. Ugyanakkor az M3-növekedésre ellentétes, mérséklő hatást gyakorló euroövezetbeli rezidensek portfólióallokálási viselkedésének normalizálódása (annak 2001 és 2003 közepe közötti erőteljes likviditáspreferenciáját követően) veszített erejéből, különösen az év első felében. Általánosságban a 2005 folyamán tapasztalt erősödő monetáris növekedés hozzájárult az euroövezetben amúgy is kielégítő likviditási helyzethez.

A 2004 második felében tapasztalt növekedést követően az M3-növekedés erőteljes maradt 2005 első hónapjaiban. 2005 áprilisától a monetáris növekedés erősödése dinamikusan folytatódott; 2005 harmadik negyedévében az M3 éves növekedési rátája 8,0%-ra emelkedett. A rövid távú monetáris dinamika különösen erős volt az év közepén, 2005 szeptemberében a GMU harmadik fázisának kezdete óta az M3 hat hónapra vetített éves növekedése elérte a legmagasabb szintet. 2005 utolsó negyedévében a monetáris növekedés a lassulás jeleit mutatta, bár az M3 továbbra is erőteljes 7,8%-os éves növekedést ért el.

Az összetevők oldalán az M3-on belül a szűkebb M1 aggregátumban található leglikvidebb eszközök járultak hozzá a legnagyobb mértékben az M3 növekedéshez. Az ellenpárok oldalán a monetáris növekedés elsősorban a magánszektorban nyújtott MPI-hitelezésnek tulajdonítható. Mindkét folyamat jelzi, hogy az

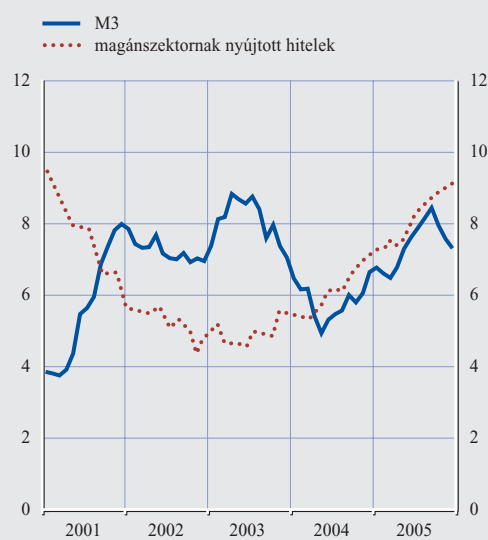
euroövezetben alkalmazott alacsony kamatszintek – feltételezve a likvid eszközök alacsony alternatívaköltségeit és az alacsonyabb hitelezési költségeket – alapvetően fontos szerepet játszott a monetáris dinamika alakulásában 2005-ben.

Ezek a folyamatok arra is utalnak, hogy a növekedés nagy mértékű erősödése 2004 közepétől más természetű volt, mint a 2001 és 2003 eleje között megfigyelt M3-növekedés erősödése. A korábbi időszakban, melyet nagyobb fokú gazdasági és pénzügyi bizonytalanság határozott meg, az M3 éves növekedését a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési ütemének folyamatos lassulása kísérte (lásd a 4. ábrát). Ezzel szemben a 2004 közepén megfigyelt erősödő monetáris dinamika összefüggésbe hozható a magánszektorban nyújtott hitelek erősödő növekedésével. Így nagyobb valószínűséggel tükröz fundamentális tényezőket, különösen az alacsony kamatszinteket, a pénzügyi piacok volatilitása által előidézett portfólióátrendezéseket – mint pl. 2001 és 2003 közepe között – hatásával szemben. (A 2004 közepe óta tapasztalt M3-növekedés fő hajtóerőinek elemzéséhez lásd az 1. keretes írást „Az utóbbi évek erős monetáris dinamikájának változó jellege” címmel.)

A 2001 és 2003 közepe között megnőtt likviditási preferenciát követő euroövezetbeli rezidensek portfólióallokálási viselkedésének normalizálódása folytatódott 2005 folyamán, bár nagyon mérsékelt ütemben. A portfóliók elmozdultak a pénztől a hosszabb távú eszközök irányába, mérséklő hatást gyakorolva az M3 növekedésre, bár sokkal kisebb mértékben, mint az várható lett volna a múltbeli szabályszerű trendek alapján. Az euroövezet pénzbirtokló szektora különösen vonakodott a külföldi eszközökben való befektetésektől, amely ellentétes volt a külföldiek euroövezetbeli eszközökben való befektetési hajlandóságával. Ugyanakkor az év végére látható jelei voltak annak, hogy a korábbi pénzbe történő portfólióátrendezések mérséklődése folytatódhat, amint azt az MPI nettó külső eszközeinek a viselkedése tükrözi. Amennyiben az ilyen mérséklődés

**4. ábra: Az M3 és a magánszektorban nyújtott hitelek**

(éves százalékos változások; szezonális és naptári hatással kiigazítva)



Forrás: EKB.

lassítja a monetáris növekedést, következésképpen a hivatalos M3 növekedési sorok jellemzően kisebb szerepet tulajdonít az alapul szolgáló monetáris növekedésnek.

A 2003. és 2004. évhez hasonlóan, 2005-ben elsősorban az M1-ben található fő likvid összetevők járultak hozzá az M3 éves növekedéséhez (lásd az 5. ábrát). Az M1 folyamatos, erőteljes és általános hatása az alapot képező összetevők alakulását jellemző különbségeket leplezte. Egyrészt a forgalomban lévő valutaállomány éves növekedése 2005 folyamán mérséklődött – 13,7%-os szinten volt 2005 decemberében –, a 2005. januári 18,5%-hoz képest. Ez a folyamat a 2002 januárjában végrehajtott eurokészpénzátállást követő bankjegy- és érmeállományok kiigazításának elhúzódó folyamatával kapcsolatos várakozásokkal volt összhangban. Másrészt a 2005. évben az egynapos betétek éves növekedési rátája erősödött, melyet a nagyon alacsony kamatok környezetében az ilyen instrumentumok birtoklásának nagyon alacsony alternatívaköltségei elősegítettek. A háztartások és nem pénzügyi vállalatok egynapos betéteinek

## 5. ábra: Hozzájárulások az M3 növekedéséhez

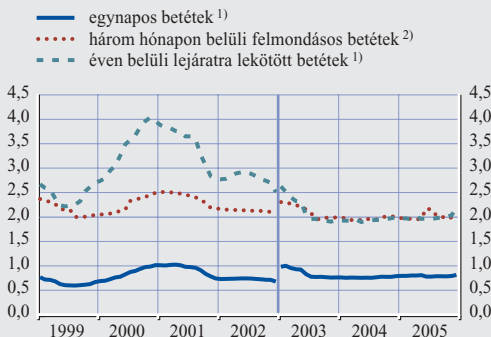
(hozzájárulások százalékpontban; M3-növekedés éves százalékos változásai; szezonális és naptári hatással kiigazítva)



Forrás: EKB.

## 6. ábra: Rövid lejáratú betéti kamatok

(éves százalékok)



Forrás: EKB.

Megjegyzések: A lakossági betéti kamatokra vonatkozó adatok 2002. decemberig és az új üzletekre vonatkozó MPI kamatláb adatok, kivéve a folyószámlahitel, 2003. januárig (súlyozottan 2003. decembertől). További, az MPI kamatláb statisztikákra és a súlyozott kiigazításra vonatkozó információhoz lásd az EKB Havi jelentésének 2003. decemberi számának 2. keretes írását, illetve a 2004. augusztusi számának 3. keretes írását.

1) Vállalkozások betéti kamatai 2003 előtt. 2003 januárjától a háztartások és nem pénzügyi vállalatok betéti kamatai.

2) Vállalkozások betéti kamatai 2003 előtt. 2003 januárjától a háztartások betéti kamatai.

átlagos kamatai jellemzően nem változtak a 2003 végén mért szinthez képest, s körülbelül 0,81%-os szinten voltak 2005 végén (lásd a 6. ábrát). Ugyanakkor a pénzügyi innovációk, mint pl. a magas likviditású és magasan megtérülő internetes betéti számlák, melyeknek egy részét egynapos betétként tartják nyilván, szintén szerepet játszottak.

Míg 2005-ben összességében az M1 járult hozzá a legnagyobb mértékben az M3 növekedéshez, 2005-ben az M3 éves növekedésének erősödése az egynapos betétek kivételével, nagymértékben a rövid lejáratú betétek vonatkozásában megfigyelt folyamatoknak tulajdonítható (lásd az 5. ábrát). Ezen eszközök 2005-ben átlagosan mintegy 2,1 százalékponttal járultak hozzá az M3 éves növekedéséhez, majdnem kétszer akkora mértékben, mint 2004-ben. Ez a nagymértékű hozzájárulás a rövid lejáratú betétek (azaz legfeljebb két éves, rögzített lejáratú betétek) tartós növekedését tükrözte éves szinten, míg a rövid lejáratú takarékbetétek (azaz legfeljebb három hónapos lejáratú, felmondható

betétek) növekedése fokozatosan csökkent az év folyamán. Összességében a rövid lejáratú betétek iránti viszonylagosan erős kereslet, az egynapos betétek kivételével, jellemzően ezen relatíve gyengén megtérülő, ugyanakkor viszonylagosan likvid eszközök alacsony alternatívaköltségeit tükrözi az alacsony kamatszintek környezetében.

A piacképes eszközök tekintetében, 2005-ben azok 0,6 százalékpontos átlagos hozzájárulása az M3 éves növekedéséhez szerény volt, az előző évben mért 0,5 százalékpontoz képest. Ez a növekedés nem mutatja ki az összetevőkben rejlő különböző folyamatokat. Ugyanakkor a pénzügyi alapok befektetési jegyeinek éves növekedése viszonylag alacsony szinten maradt. Mivel az ilyen eszközöket jellemzően háztartások és vállalatok tartják bizonytalan gazdasági és pénzügyi körülmények idején, mint a biztos megtakarítás eszközét, 2005-ben mérsékelt növekedésük összhangban volt az euroövezetbeli rezidensek portfólióallokálási viselkedésének folyamatos, bár lassú normalizálódásával.

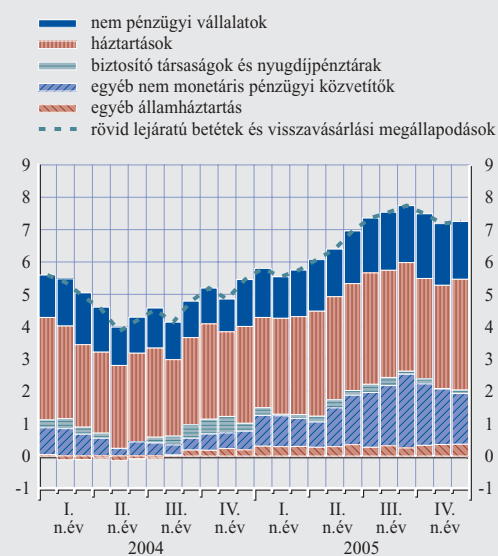
Ugyanakkor a legfeljebb két éves lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok iránti kereslet erőteljesen megemelkedett, vélhetően tükrözve az új strukturált termékek megjelenését, amelyek kombinálják az ilyen értékpapírokat olyan derivatívákkal, melyekre bizonyos mértékig kihatnak a tőkepiaci folyamatok, de biztonságot nyújtva a befektetőknek a nagyobb tőkeveszteségekkel szemben. A visszavásárlási megállapodások éves növekedési rátája szintén nagy mértékben erősödött 2005-ben az előző évhez képest, bár az ilyen instrumentumok növekedését magas fokú volatilitás kísérheti.

A rövid lejáratú betétek és visszavásárlási megállapodások szektoronkénti bontása (azaz az M3 összetevők legnagyobb aggregátuma, amelyhez megbízható szektoronkénti bontás áll rendelkezésre) arra utal, hogy a 2005 folyamán tapasztalt erősödő monetáris növekedés nagymértékben az MPI-ken kívüli pénzügyi közvetítők betétállományához kapcsolódik (lásd a 7. ábrát). Különösen a nem banki pénzügyi közvetítők (egyéb pénzügyi közvetítők vagy EPK-k), a biztosítók és nyugdíjpénztárak kivételével, meghatározó mértékben járultak hozzá az M3 dinamikus növekedéséhez 2005 legnagyobb részében, az összes készpénz állománybeli szerény részesezés ellenére. Az EPK-k mint készpénzállománnyal rendelkező szektor növekvő jelentősége az utóbbi években nagymértékben összefügg a pénzügyi deregulációval és liberalizációval, valamint a mélyebb és likvidebb értékpapírpiacon összefüggő fejlődésével.

Ugyanakkor a nem pénzügyi vállalatok betétállományának a rövid lejáratú betétek és visszavásárlási megállapodások növekedésére gyakorolt hatása szintén erősödött valamelyest 2004-hez képest. A nem pénzügyi vállalatok esetében ezek az állományok jellemzően a leglikvidebb betét típusokban koncentrálnak, utalva arra, hogy általában tranzakciós célokra

**7. ábra: Hozzájárulás a rövid lejáratú betétek és visszavásárlási megállapodások éves növekedéséhez**

(éves százalékos változások; hozzájárulások százalékpontban; nem kiigazítva szezonális és naptári hatással)



Forrás: EKB.

Megjegyzés: A jelentő szektor az MPI-ket foglalja magába, az eurorendszer és központi költségvetés nélkül.

használják, illetve rövid távú finanszírozási és működőtőke-szükségletekkel hozhatók összefüggésbe. Továbbá a vállalati betétek erősödő növekedése is jelezhet elővigyázatossági megfontolásokat, mivel előre nem látott készpénzszükséglet felmerülésekor a nem pénzügyi vállalatok likvid betétekkel rendelkezhetnek, hogy elkerüljék a korábbi befektetési lehetőségekkel kapcsolatos alternatív költségeket és/vagy a külső finanszírozás költségét.

Végül a rövid lejáratú betétek és visszavásárlási megállapodások szektoronkénti bontása arra enged következtetni, hogy 2005 során elsősorban továbbra is a háztartások járultak hozzá ezen instrumentumok erőteljes növekedéséhez.

## AZ UTÓBBI ÉVEK ERŐS MONETÁRIS DINAMIKÁJÁNAK VÁLTOZÓ JELLEGE

Az utóbbi évek monetáris folyamatait az M3 éves növekedésének két időszakhoz kapcsolódó nagymértékű erősödése jellemezte. Az első időszak az M3 éves növekedésének megkétszereződésével kezdődik 2001 folyamán, amelynek mértéke mintegy 4%-ról 8%-ra nőtt, és 2003 első felében végződik, amikor majdnem 9%-os mértékig tovább emelkedett. A második időszak 2004 közepén kezdődik, amikortól az M3 éves növekedési rátája a mintegy 5%-ról 2005 harmadik negyedévére 8%-on érte el a csúcst. Ebben a részben az M3 összetevőivel és ellenpárjaival, illetve a betétek szektoronkénti bontásával kapcsolatos információt vesszük figyelembe, hogy szemléltessük a monetáris növekedés eltérő jellegét a két időszakban.

A 2001 és 2003 első fele közötti erőteljesebb növekedés elsődleges hajtóereje az akkor fennálló kiélezett geopolitikai, gazdasági és különösen a pénzügyi bizonytalanságban keresendő, amely a világgazdaságot ért sorozatos, komoly sokkokkal függ össze.<sup>1</sup> E sokkok közé tartozott a részvényárak jelentős esése, a 2001. szeptember 11-én az Egyesült Államok ellen elkövetett terroristatámadások, a részvénypiaci korrekciót követő, az óceán mindkét oldalán előforduló könyvelési botrányok, valamint a háború Afganisztánban 2001 végén és Irakban 2003 elején. Az ilyen sokkokkal szemben – a megtakarítások „biztonságos menedékben” tartása érdekében – a pénzbirtokló szektor (elsősorban a háztartások és nem pénzügyi vállalkozások) vagy portfóliói a kockázatos és hosszabb távú eszközöktől a biztonságos és likvid monetáris eszközök irányába mozdultak el, ezáltal fokozva a monetáris növekedést. Ezzel szemben a 2004 közepétől tartó időszak óta az erőteljes monetáris növekedés fundamentális jelleget mutatott, melyhez az alacsony kamatszintek és ezáltal a készpénzállományok alacsony alternatívaköltségei járultak hozzá.

Az M3 összetevőinek részletes vizsgálata arra enged következtetni, hogy 2001 és 2003 közepe között a kockázatos eszközökből a készpénzbe történő portfólióátrendezések növelték a legfeljebb kétéves lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba és a pénzpiaci alapok befektetési jegyeibe történő befektetéseket, melyeket háztartások vagy vállalatok tartanak fenn, hogy likviditást biztosítsanak a nagyobb bizonytalansággal járó időszakokban. Következésképpen a fenti két összetevővel kapcsolatos folyamatok komoly hatást gyakoroltak az általános monetáris dinamikára, míg a legtöbb likvid összetevő hatása korlátozott volt. Ezzel szemben az M1 szűkebb aggregátumában található legtöbb likvid összetevő ösztönözte 2004 közepe óta a nagy mértékű M3-növekedést. Ugyanakkor éves szinten a legfeljebb két éves lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba és a pénzpiaci alapok befektetési jegyeibe történő befektetések szerény szinten maradtak [(lásd az A) ábrát].

Az M3 ellenpárjait illetően, a két időszakban tapasztalt erős monetáris növekedés eltérő jellegét a magánszektorban nyújtott hitelekkel kapcsolatos folyamatok mutatják (lásd a 4. ábrát a főszövegben). 2001 és 2003 közepe között az M3 növekedését a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési rátájának egyenletes csökkenése kísérte. Tehát a fokozott gazdasági és pénzügyi bizonytalanság huzamosabb időszakában az M3 és a magánszektorban nyújtott hitelek növekedése ellenkező irányba mozgott. Ezzel szemben a 2004 közepétől tartó időszakot

<sup>1</sup> Lásd a „Pénzszükséglet és bizonytalanság” című cikket az EKB Havi jelentésének 2005. októberi számában.

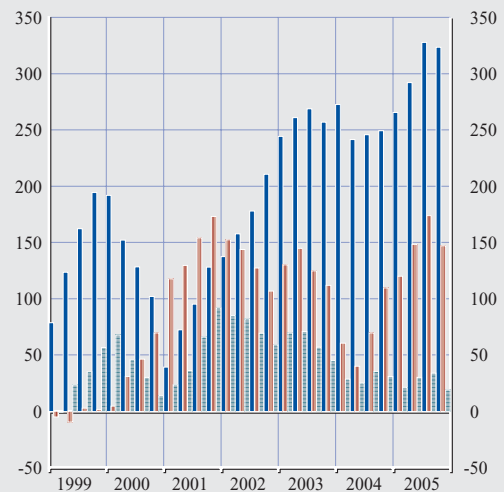
mind a monetáris növekedés, mind pedig a magánszektorban nyújtott hitelezés növekedésének erősödése jellemzi, tükrözve a monetáris eszközök állományának alacsony alternatívaköltségeit, továbbá az alacsony kamatszintek által implikált kedvező finanszírozási feltételeket.

A B) ábra az euroövezetbe történő nagymértékű tőkebeáramlás alapvető szerepét szemlélteti a monetáris dinamika erősödésében a 2001-től 2003 közepéig tartó időszakban (a nettó külföldi eszközökben ezen időszakban mért változások alapján). A pénzügyi piacokon és geopolitikai szinten tapasztalt nagyobb mértékű bizonytalanság környezetében, az euroövezetbeli rezidensek repatriálták a korábban külföldi részvényekbe történő befektetéseiket, biztonságos menedéket keresve a világgazdaságot érő sokkokkal szemben. A 2004 közepe óta tartó időszakban a nettó külföldi eszközpozíciót ért változások sokkal szerényebb szerepet játszottak a monetáris dinamika erősödésében, még akkor is, ha azok pozitívak maradtak. Míg ez arra utal, hogy az euroövezetbeli pénzbirtokló szektor továbbra is vonakodik a külföldi eszközökben történő befektetésektől (legalábbis a nem euroövezetbeli rezidensek euroövezetbeli eszközök iránti keresletéhez képest), ez szerény hatást gyakorolt az M3 növekedésre a növekvő hitelezés ösztönző hatásához képest.

### A) ábra: M3 összetevők

(éves állományváltozások; milliárd euro; szezonális és naptári hatással kiigazítva)

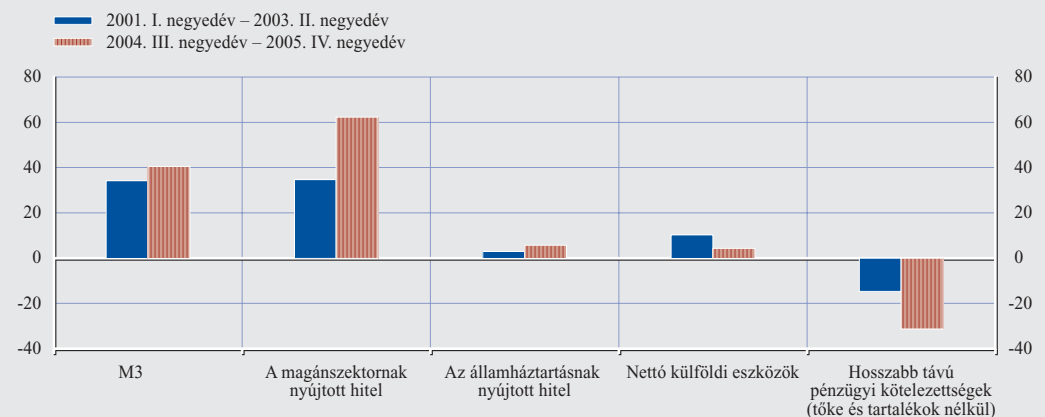
- forgalomban lévő készpénz és egynapos betétek (M1)
- egyéb rövid lejáratú betétek és visszavásárlási megállapodások
- legfeljebb 2 éves lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és pénzügyi alapok befektetési jegyei



Forrás: EKB.

### B) ábra: Az M3 és ellenpárjainak mozgása

(havi állományváltozások; időszakos átlagok; milliárd euro; szezonális és naptári hatással kiigazítva)



Forrás: EKB.

Megjegyzések: Az M3 csak tájékoztatásul szolgál. A hosszabb távú pénzügyi kötelezettségek (tőke és tartalékok nélkül) fordított előjelűek, mivel azok az MPI-szektor kötelezettségei.

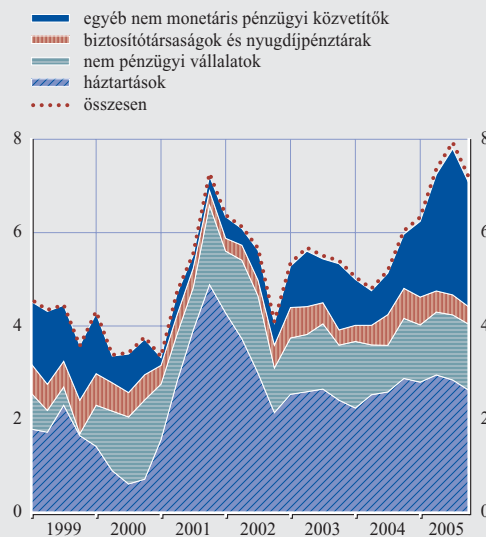
Az M3 ellenpárjaira jellemző általános folyamatokat illetően, a 2001-től 2003 közepéig terjedő időszakot a kockázatosabb hosszabb távú eszközökről a rövidebb távú monetáris eszközökre történő átállás határozza meg, melyet az MPI hosszabb távú pénzügyi kötelezettségeinek szerényebb állományváltozása jelez. A 2004 közepétől tartó időszakban az MPI általános konszolidált mérlege bővülésének kontextusában, az erőteljes monetáris dinamikával párhuzamosan nagymértékű beáramlások figyelhetők meg az MPI hosszabb távú pénzügyi kötelezettségeibe.

Végül a betétek összes lejárat szerinti, szektoronkénti bontását vizsgálva (1999 óta áll rendelkezésre a szektoronkénti bontás ezen aggregátumhoz, amely magába foglalja az M3-on kívüli hosszabb lejáratú betéteket), megfigyelhető, hogy az első időszakban a betétek iránti erősödő kereslet (ide értve a visszavásárlási megállapodásokat) elsősorban a háztartási szektorból ered [lásd a C) ábrát]. Ez jelzi a háztartások fokozott kockázatkerülését és likviditáspreferenciáját a részvénytőke buborék szétpukkanását és a geopolitikai bizonytalanságok felmerülését követően. A második időszakban a betétek erősödő növekedéséhez az összes lejáratban az „egyéb nem monetáris pénzügyi közvetítők” szektor növekvő mértékben hozzájárult, míg a háztartások betéteinek hatása szerény maradt. Ugyanakkor a rövid lejáratú betétekre és visszavásárlási megállapodásokra vonatkozó adatok (azaz az M3 azon összetevői, amelyeket csak 2003 óta gyűjtenek, illetve amelyekre szektoronkénti bontás áll rendelkezésre) arra mutatnak, hogy ebben az időszakban a háztartások az M3 részét képező betétek növekedéséhez történő hozzájárulása nagyobb volt, mint az összes betétállományhoz.

Összességében a betétek szektoronkénti bontásának, illetve az M3 összetevőinek és ellenpárjainak elemzése megerősíti azt a tényt, hogy az utóbbi években az erős M3-növekedés két időszaka, 2001-től 2003 első feléig, illetve 2004 közepe óta, eltérő jellegű. Különösen a likvid összetevők többségének növekvő erősödése és a hitelek iránti dinamikus kereslet utal arra, hogy az alacsony kamatszintek az utóbbi időszakban döntő mértékben hozzájárultak a monetáris növekedéshez. Az árstabilitás szempontjából az M3-növekedés korábbi megerősödése a rendkívüli pénzügyi és geopolitikai bizonytalanság környezetében, amely a likviditás iránti preferencia erősödéséhez vezetett, feltehetően tükrözi a portfólióallokálási viselkedést és viszonylag jótékony hatást gyakorol az árak alakulására, míg a 2004 közepe óta megfigyelhető erőteljes monetáris folyamatok különböző jellege az inflációs nyomások magasabb kockázatát implikálja közép- és hosszú távon.

### C) ábra: Betétek szektoronkénti összetétele

(éves százalékos változások; hozzájárulások százalékpontban; szezonális vagy naptári hatással nincs kiigazítva)



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: A jelentő szektor MPI-kból tevődik össze, az eurorendszer nélkül.



## A MAGÁNSZEKTORNAK NYÚJTOTT MPI-HITELEK TOVÁBB NÖVEKEDTEK

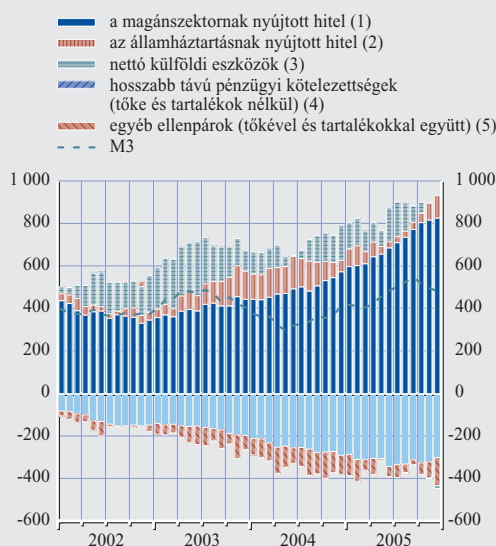
Az ellenpárok oldalán a monetáris dinamikát az MPI magánszektorban nyújtott hitelek folyamatos növekedése ösztönözte (lásd a 8. ábrát). Ez az MPI magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési rátájának határozott megerősödését jelzi az alacsony kamatok, a javuló hitelnyújtási feltételek (a bankhitelezési felmérés alapján) és az erőteljes eszközár-növekedés környezetében, különösen a lakáspiacon. 2005 végén a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési rátája a 2004 decemberében mért 7,1%-ról 9,1%-ra nőtt. 2005-ben az MPI magánszektorban nyújtott hiteleinek dinamikája széles körben érintette a fő pénzbirtokló szektorokat. Míg a háztartási szektor a legnagyobb mértékben járult hozzá a magánszektorban nyújtott hitelek növekedéséhez, elsősorban a lakáshitelekhez kapcsolódva, a hitelezés folyamatosan erősödő növekedése nagymértékben a nem pénzügyi vállalatoknak és egyéb pénzügyi közvetítőknek nyújtott hitelekhez fűződő folyamatokat is tükrözte.

Az M3 egyéb ellenpárjai között az MPI hosszabb távú pénzügyi kötelezettségeinek (a tőke és tartalékok nélkül) dinamikája szilárd maradt 2005 folyamán, az előző évben tapasztalt erős növekedést követően. Ez jelezte az euroövezetben pénzbirtokló szektor folytatódó preferenciáját a hosszabb távú euroeszközökbe történő befektetések iránt. Mivel azonban 2004-hez képest 2005-ben az MPI hosszabb távú pénzügyi kötelezettségeit illetően a gyorsulás elmaradt, ezek a folyamatok valamelyest mérsékeltek az euroövezetben rezidensek portfólió-allokálási viselkedésének normalizálódását, amelynek során átállás figyelhető meg a likvid monetáris eszközökről a hosszabb lejáratú instrumentumokra.

Az MPI nettó külföldi eszközökkel kapcsolatos folyamatokat 2005 nagy részében továbbra is a pozitív éves állományváltozások jellemezték, amelyek felfelé mozdították az M3 dinamikát (lásd a 8. ábrát). A fizetésimérleg-adatok arra engednek következtetni, hogy ez a jelenség a nem euroövezetben rezidensek euroövezetben

8. ábra: Az M3 ellenpárjai

(éves állományváltozások; milliárd euro; szezonális és naptári hatással kiigazítva)



Forrás: EKB.

Megjegyzések: Az M3 csak tájékoztató jellegű ( $M3 = 1+2+3-4+5$ ). A hosszabb távú pénzügyi kötelezettségek (tőke és tartalékok nélkül) fordított előjelűek, mivel azok az MPI-szektor kötelezettségei.

részvényekbe és kötvényekbe történő befektetéseire való nagyobb hajlandóságot tükrözte az euroövezetben rezidensek külföldi befektetéseikhez képest. Az év első felében ez a befektetési trend összefügghet az euroárfolyamot érintő folyamatokkal.<sup>1</sup>

Ezzel szemben az év második felében az előző hónaphoz viszonyított, az euroövezetből történő sorozatos nettó tőkeáramlás volt megfigyelhető, amely vélhetően a hozamgörbe rövid végén az Egyesült Államok és az euroövezet közötti kamatláb-különbség további szélesedésével magyarázható. Ez a monetáris eszközök irányába történő korábbi portfóliómozgások mérséklődésével hozható összefüggésbe, amely pénzeszközöket ismételten kockázatosabb külföldi értékpapírokba fektették azt követően, hogy az euroövezetben befektetők vonakodása

<sup>1</sup> Az árfolyam és az MPI nettó külföldi eszközök közötti kapcsolat részletezését lásd „Az MPI nettó külső eszközeinek alakulása a közelmúltban” című keretes írást az EKB Havi jelentés 2005. júliusi számában.

a külföldi befektetésektől vélhetően mérséklődött. A fenti folyamatok fokozatosan csökkentték az euroövezetbeli MPI nettó külföldi eszközök éves állományváltozását, míg ez az ellenpár 2001 decembere óta először lett negatív érték 2005. novemberben. Az év végére a nettó külföldi eszközöket és hosszabb távú pénzügyi kötelezettségeket érintő folyamatok M3-növekedésre gyakorolt mérséklő hatása több mint ellensúlyozta a hitelek erősödő növekedését.

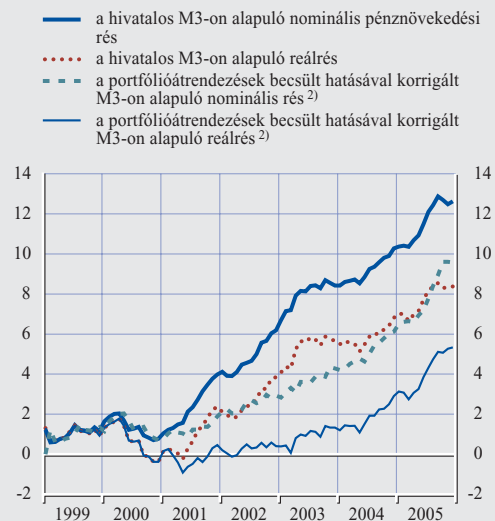
### BŐSÉGES MARADT A LIKVIDITÁS

Az M3-dinamika erősödése 2005 folyamán tovább javította az euroövezet már amúgy is magas fokú likviditását. A likviditási helyzet rendelkezésre álló becslült értékei (a nominális pénznövekedési rés és a reálrés alapján) tovább növekedtek 2005-ben, amelyekkel a nem inflációs növekedés finanszírozásához szükséges összesen túli, rendelkezésre álló likviditás mérhető (lásd a 9. ábrát). A nominális pénznövekedési rés az M3 tényleges szintjéé és az M3 azon szintje közötti különbségként határozható meg, amely az M3 4 $\frac{1}{2}$ %-os referenciaértékével bekövetkező állandó növekedéséből származott volna 1998 decembere óta, míg a reálértéken számolt pénznövekedési rés, amely a nominális pénznövekedési részt korrigálja, annak a likviditásfeleslegnek a figyelembevételével, amelyet a korábbi áralakulások szívtak fel (azaz, az inflációs ráták kumulatív eltérése az EKB által meghatározott árstabilitáshoz viszonyítva). Az év vége felé mindkét eszköz a stabilizálódás jeleit mutatta, bár továbbra is magas szinten álltak.

Az EKB korrigált M3-sorok szerinti pénznövekedési réseket is rendszeresen közzétesz, amelyek a monetáris eszközök irányába történő portfólióelmozdulások becslült hatását igyekszik korrigálni, amelyet a 2001 és 2003 közötti fokozott gazdasági és pénzügyi bizonytalanság idézett elő.<sup>2</sup> Ezek a korrigált mérőszámok ugyanazt a felfelé történő elmozdulást mutatják 2005-ben, azonban ennek mértéke sokkal alacsonyabb, mint a hivatalos M3 alapján meghatározott hasonló pénznövekedési rések.

### 9. ábra: A pénznövekedési résre vonatkozó becslések<sup>1)</sup>

(az M3 állományának százalékában; szezonális és naptári hatással kiigazítva; 1998. december = 0)



Forrás: EKB.

1) A nominális pénznövekedési rés az M3 tényleges szintjének és az M3 azon szintjének különbsége, amely az M3 konstans, 4 $\frac{1}{2}$ %-os referenciaértékű növekedéséből adódott volna, 1998 decembere óta, míg a reálrés a harmonizált fogyasztóiár-indexszel deflált tényleges M3 szint és azon deflált M3 szint különbsége, amely konstans, 4 $\frac{1}{2}$ %-os referenciaértékű M3-növekedéséből és az EKB árstabilitási definíciójával összhangban levő HICP-inflációval összhangban alakult volna ki, 1998 decembere óta, míg a reálértéken számolt pénznövekedési rés, amely a nominális pénznövekedési részt korrigálja, annak a likviditásfeleslegnek a figyelembevételével, amelyet a korábbi áralakulások szívtak fel (azaz, az inflációs ráták kumulatív eltérése az EKB által meghatározott árstabilitáshoz viszonyítva). Az év vége felé mindkét eszköz a stabilizálódás jeleit mutatta, bár továbbra is magas szinten álltak.

2) Az M3-ba történő portfólióátrendezések nagyságrendjére vonatkozó becslések a 2004. októberi EKB Havi jelentés „Monetáris elemzés valós időben” című cikkének 4. részében tárgyalt megközelítés alkalmazásával készültek.

A likviditási intézkedések értékelésekor azonban tisztában kell lenni azzal, hogy ezek hiányosan becsülik meg a likviditási helyzetet. Mivel a bázisidőszak kiválasztása bizonyos mértékig tetszőleges, az ilyen mérések értékeihez nagyfokú bizonytalanság kapcsolódik és azok körültekintéssel kezelendők. Továbbá nem lehet teljességgel kizárni, hogy az aktuális likviditási helyzet bizonyos mértékig a gazdasági szereplők pénzkeresleti viselkedésében bekövetkező állandó változást tükrözi, azaz a strukturálisan magasabb likviditási preferenciát, és ebből következően, a pénzállomány szintjének növekedését. Végül a portfólióelmozdulásokhoz korri-

2) További részletek a 2004. októberi EKB Havi jelentés „Monetáris elemzés valós időben” című cikkének 4. részében.

gált M3 becsléséhez nagyfokú bizonytalanság párosul az M3 korrigálásának becslését illetően.

Ezek a komoly bizonytalanságok jól tükröződnek az itt taglalt négy likviditási intézkedéssel kapcsolatos becslés széles skáláján. E bizonytalanságok ellenére azonban, az ezen intézkedések által vázolt általános kép arra enged következtetni, hogy az euroövezetbeli likviditási feltételek bőségesek voltak 2005 folyamán. Közepes és hosszú távú viszonylatban a bőséges likviditás veszélyezteti az árstabilitást. Továbbá a már meglévő bőséges likviditás az erős monetáris és hitelezési növekedés kontextusában szükségessé teszi az eszközárak gondos figyelemmel kísérését, különösen a lakáspiacokon, mivel az megteremti a félreértelmezések (misalignments) lehetőségét.

#### **FOLYAMATOS STABILITÁST KÖVETŐEN A PÉNZPIACI KAMATLÁBAK AZ ÉV VÉGÉRE EMELKEDNI KEZDTEK**

2005 túlnyomó részében a Kormányzótanács az irányadó kamatok szintentartása mellett határozott. 2005. december 1-jén az EKB irányadó kamatai 25 bázisponttal növekedtek, de történelmi viszonylatban alacsony szinten maradtak. A hozamgörbe rövid végén található pénzüpiaci kamatok (mint pl. a 10. ábrában kimutatott egyhónapos EURIBOR) élesen tükrözték az irányadó EKB kamatlábak ezen változását. Novemberig a pénzüpiaci kamatlábak jellemzően stabilak maradtak alig 2% feletti szinten, amikor az irányadó EKB-kamatok emelkedésére irányuló várakozások közepette növekedésnek indultak.

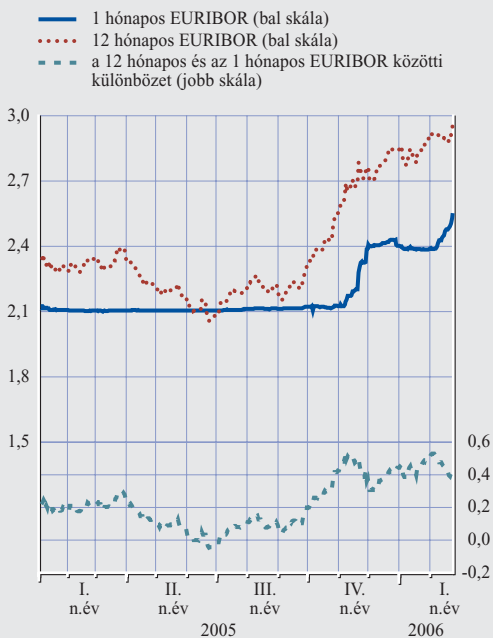
A hosszabb lejáratú pénzüpiaci kamatlábak jellemzően stabilak maradtak 2005 első negyedében, a rövidebb lejáratú kamatokénál valamelyest magasabb szinten. 2005 második negyedében a tizenkét hónapos EURIBOR csökkenni kezdett, s június végére elérte a pénzüpiaci hozamgörbe rövid végén található kamatok szintjét, illetve rövid ideig azoknál alacsonyabb volt. Ez a lefelé irányuló mozgás 2005 júliusában megfordult, és a negyedik negyedév elejétől a hosszabb lejáratú kamatok felfelé irányuló mozgása felgyorsult; ez a folyamat 2006 elejéig folytatódott.

A pénzüpiaci hozamgörbe meredeksége tükrözte ezeket a folyamatokat. 2005 májusa végén az EKB irányadó kamatainak csökkentésére irányuló várakozások a kamatok esését váltották ki, különösen a pénzüpiaci hozamgörbe hosszabb végén. A pénzüpiaci hozamgörbe meredeksége – mint a tizenkét hónapos és egyhónapos EURIBOR között mért különbség – negatív lett júniusban és -5 bázispontos mélypontot ért el 2005. június 23-án. Az EKB irányadó kamatainak további csökkentésére irányuló piaci várakozások azonban gyorsan alábbhagytak, amint az euroövezetbeli gazdasági kilátások javultak. Ez a pénzüpiaci hozamgörbe meredekebbé válását eredményezte november közepéig, amikor a rövid lejáratú kamatok reagáltak az irányadó kamatlábak emelkedésére irányuló fokozódó várakozásokra, majd a hozamgörbe valamelyest laposabb lett. Az év elejétől a rövidebb távú pénzüpiaci kamatok széles körben stabilizálódtak, míg a hosszabb távú kamatok emelkedése folytatódott. Következésképpen a hozamgörbe meredekebbé vált 2006 januárjában, elérve a november közepén mért szintet. Februárban azonban ez a folyamat megfordult a rövidebb lejáratú kamatok emelkedése és a hosszabb távú kamatok jellemzően stabil szinten maradása mellett; február 24-én az egyhónapos és tizenkét hónapos EURIBOR 2,55%, illetve 2,96%-os szinten állt. Ennek eredményeként február folyamán a pénzüpiaci hozamgörbe ismét 10 bázisponttal mérséklődött.

2005 januárja és májusa között a három hónapos EURIBOR határidős kamatok opcióiból származtatott implikált volatilitás jelentősen esett, jelezve, hogy a piaci szereplők nagyon alacsony fokú bizonytalanságot tulajdonítottak a rövid lejáratú kamatok várható jövőbeli mozgásának. Erről az alacsony szintről azonban a volatilitás két további alkalommal növekedett: 2005 júniusában és még nagyobb mértékben 2005 negyedik negyedében. Mindkét alkalommal a volatilitás emelkedése az EKB irányadó kamatlábainak módosítására irányuló várakozásokhoz kapcsolódott. Az év végére, és különösen a Kormányzótanács december 1-jei kamatemelésre vonatkozó döntését követően, a volatilitás először mérséklődött, majd stabilizá-

### 10. ábra: Rövid távú kamatlábak az euroövezetben és a pénzügyi hozamgörbe lejtése

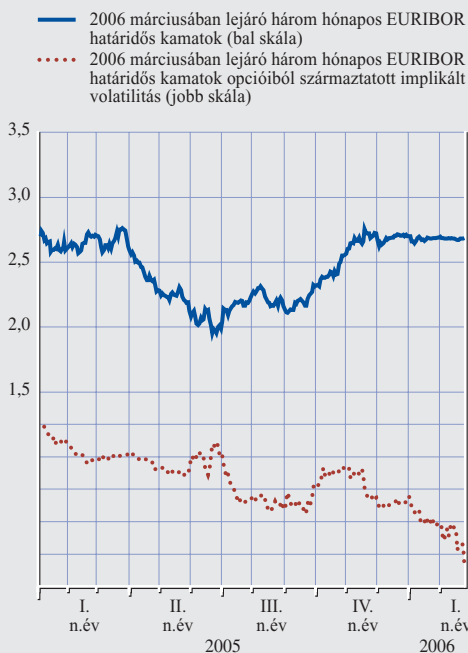
(éves százalékok; százalékpontok; napi adatok)



Forrás: Reuters.

### 11. ábra: Három hónapos EURIBOR határidős kamatok és a három hónapos EURIBOR határidős kamatok opcióiból származtatott implikált volatilitás

(éves százalékok; bázispontok; napi adatok)



Források: Reuters és Bloomberg.

lódott. 2006 elején a volatilitás ismét csökkent, nagyon alacsony szinten állt meg a 2005-ben mért szinthez képest (lásd a 11. ábrát).

### TÖRTÉNELMI MÉLYPONTON A HOSSZÚ LEJÁRATÚ ÁLLAMKÖTVÉNY-HOZAMOK 2005-BEN

2005-ben a hosszú lejáratú államkötvények hozamai száz éve nem mért alacsony szinten voltak az euroövezetben.<sup>3</sup> A 2005 szeptemberében mért 3,1%-os történelmi mélypontot követően, az euroövezetben a tízéves lejáratú államkötvények hozamai 3,4%-ra emelkedtek az év végére, de így is hozzávetőlegesen 35 bázisponttal alacsonyabb szinten voltak, mint 2004 végén (lásd a 12. ábrát).

Összességében 2005-ben az euroövezetbeli hosszú lejáratú államkötvény-hozamok a piaci szereplők mérsékelt inflációs nyomással és alacsony reálhozamokkal kapcsolatos kilátásait tükrözték (lásd a 13. ábrát). 2005 folyamán a hosszú távú inflációs várakozások – melyet tükröztek a kiegyenlítő inflációs ráták – egy

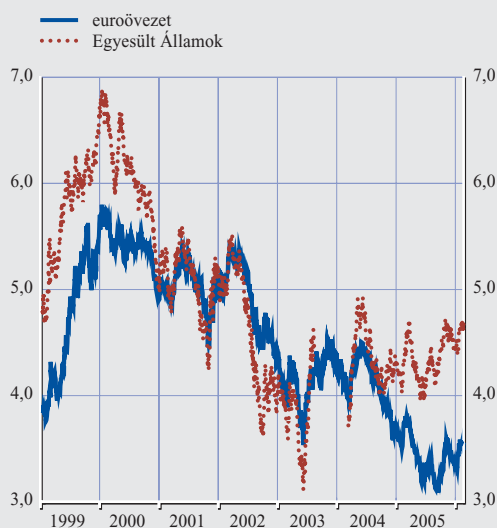
viszonylag szűk sávban ingadoztak és stabilizálódtak egy relatív alacsony szinten. A hosszú lejáratú államkötvények reálhozamaira nem csupán a hosszú távú, lefelé irányuló növekedési várakozások voltak hatással (lásd a 2. keretes írást „Az emelkedő olajárak hatása az államkötvény-hozamokra és részvényárakra: történelmi összehasonlítás az euroövezet és az Egyesült Államok között” címmel), de az államkötvények iránti magas kereslet is.

Az első negyedév végére a hosszú lejáratú államkötvények hozamai az euroövezetben elérték a legmagasabb szintet 2005-ben, 3,8%-kal, tükrözve elsősorban az amerikai hosszú lejáratú államkötvény-hozamok növekedését a fokozott árnyomás és az Egyesült Államok gazdasági kilátásaira vonatkozóan közzétett, általánosan kedvező adatok mellett.

<sup>3</sup> Lásd a „Hosszú lejáratú és rövid lejáratú nominális kamatlábak a legnagyobb euroövezetbeli országokban történelmi szemszögből” című keretes írást, az EKB Havi jelentés 2005. augusztusi számában.

**12. ábra: Hosszú lejáratú államkötvény-hozamok<sup>1)</sup>**

(éves százalékok; napi adatok)

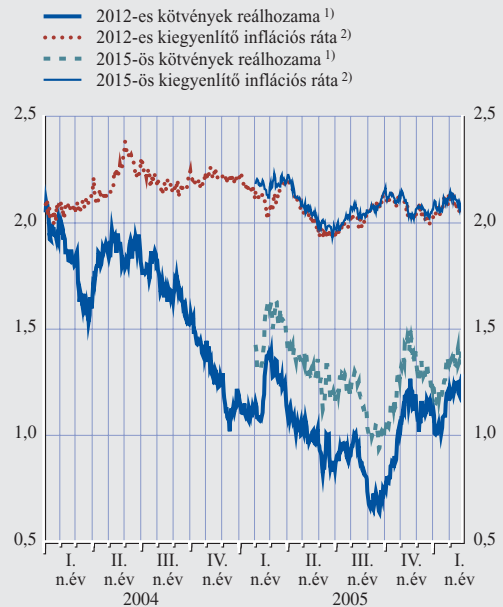


Források: Reuters, Bloomberg és Thomson Financial Datastream.

1) Tízéves vagy ehhez legközelebbi lejáratú kötvények.

**13. ábra: Az euroövezetbeli kötvények reálhozama és a kiegyenlítő inflációs ráták**

(éves százalékok; napi adatok)



Források: Reuters és az EKB számításai.

1) Az euroövezeti HICP-hez (dohányt kivéve) indexált, francia kincstári kötvények piaci árából származtatva.

2) A számítás részletezését lásd az EKB Havi jelentés 2002. februári számának 2. keretes írásában.

Az első negyedév végétől a harmadik negyedév végéig az euroövezetbeli hosszú lejáratú államkötvény-hozamok ismét esésnek indultak és 2005 harmadik negyedévé végére 3,1%-os történelmi mélypontra süllyedtek. A hosszú lejáratú államkötvények hozamainak ilyen csökkenése tükrözte a reálhozamok esését a harmadik negyedév végéig, míg az inflációra irányuló aggodalmak mérsékelt szinten maradtak az olajárak meredek emelkedése ellenére (lásd a 13. ábrát). A reálhozamok csökkenése csak részben tulajdonítható a makrogazdasági fundamentumoknak, azaz a hosszú távú növekedési kilátásoknak, és nagyobb mértékben az elsősorban a hosszú lejáratú államkötvények iránti szokatlanul magas kereslettel kapcsolatos egyéb tényezőknek.<sup>4</sup> Az euroövezetben különösen a nyugdíjpénztárak növelték a hosszú lejáratú államkötvény-állományukat, melyet részben a szabályozási változások tettek szükségessé, illetve a nyugdíjpénztárak megnőtt szükségle-

tei, hogy (hosszú távú) kötelezettségeiket kiegyenlítsék az eszközeikkel. Hosszabb távú megközelítésben az államkötvény-hozamok alacsony szintjéhez hozzájáruló strukturális folyamat összefügghet a baby boom generáció megnőtt megtakarítási tevékenységével és általában az idősödő lakossággal. A spekulációs viselkedés, mint például a hozamgörbe carry trade, azaz hitelfelvétel alacsony rövid lejáratú kamatokkal, és a hosszabb távú eszközökbe történő befektetés felerősíthette a hosszú lejáratú államkötvény-hozamok csökkenését.

Valamennyi fő piacon megfigyelhetők voltak az alacsony hosszú lejáratú államkötvény-hozamok. Ez azt jelentheti, hogy az euroövezetbeli államkötvény-hozamok esése nem kizárólag hazai tényezőknek tulajdonítható,

<sup>4</sup> Lásd „A hosszú lejáratú reálkamatok alakulása a közelmúltban” című keretes írást az EKB Havi jelentés 2005. áprilisi számában.

hanem nagymértékben az euroövezetbeli államkötvények iránti globális kereslet növekedésével is. Ebben az értelemben az olajtermelő országok államkötvények iránti erősödő kereslete és az ázsiai és egyéb központi bankok tartós, erős kereslete, továbbá a deviza növekvő fordított diverzifikációja is szerepet játszhatott. Ezen túlmenően nem lehet kizárni, hogy a hosszú lejáratú államkötvény-hozamok alacsony szintje 2005-ben a globális pénzügyi rendszer bőséges likviditásával is magyarázható a monetáris politika kiigazításának hosszabb időszakát követően.

2005 harmadik negyedévének végére az euroövezetben az államkötvények nominális és reálhozamaiban mért csökkenés megállt. 2005 negyedik negyedévében a hosszú lejáratú nominális és a hosszú lejáratú indexhez kötött kötvényhozamok emelkedése arra utal, hogy rövid távon a piacok a gazdasági növekedés ütemének viszonylagos gyorsulására számítanak az euroövezetben. A hosszú lejáratú nominális és a hosszú lejáratú indexhez kötött kötvényhozamok emelkedése a piaci szereplők felfelé irányuló módosításait is tükrözte a rövid lejáratú kamatok jövőbeli rövid és középtávú pályáját illetően, amire a 2005 negyedik negyedévében az implikált forwardhozamgörbe megegyező lejáratú szegmenseinek a fokozatos, felfelé irányuló elmozdulása utal.

E folyamatok eredményeképpen az euroövezetbeli tízéves lejáratú nominális államkötvényhozamok 3,4%-on zártak, hozzávetőlegesen 35 bázisponttal alacsonyabb szinten, mint 2004 végén. Ezzel szemben az Egyesült Államokban a tízéves lejáratú államkötvények hozamai körülbelül 20 bázisponttal emelkedtek ugyanazon időszakban. Következésképpen az Egyesült Államokban és az euroövezetben mért

tízéves lejáratú kamatok különbözete jelentősen növekedett 2005 folyamán. Míg 2004 végén 55 bázisponton állt, 2005 negyedik negyedévének kezdetén 120 bázisponttal érte el a csúcst. A hosszú lejáratú kamatok elszakadása a piaci szereplők eltérő elképzeléseit tükrözi a két gazdaság makrogazdasági kilátásait és a rövid lejáratú kamatokra irányuló várakozásokat illetően. 2005-ben a hosszabb lejáratú kötvények reálhozamai mérséklődtek az euroövezetben, míg az Egyesült Államokban jelentősen nőttek.

2005-ben az olajárak meredek növekedése ellenére az euroövezetbeli hosszabb távú kiegyenlítő inflációs ráták szűk sávban ingadoztak 1,9% és 2,2% között, melyet a 13. ábra szemléltet. A 2012-es lejárat szerinti kiegyenlítő inflációs ráta 2,0%-kal zárta az évet, amely 2004 végéhez képest 20 bázispontos csökkenésnek felelt meg.

2005-ben az implikált kötvénypiaci volatilitás – amely bizonyítékot nyújt a kötvényhozamok rövid távon várható mozgásának irányára vonatkozó piaci elképzelésekről – alacsony szinten maradt 2004 második felében. Ez arra utal, hogy 2005-ben a piaci szereplők viszonylag korlátozott rövid távú ingadozásokra számítottak az euroövezetbeli kötvénypiacokon.

2006 első két hónapjában a hosszú lejáratú államkötvények hozamai növekedtek a globális piacokon. Február 24-én az euroövezetbeli tízéves lejáratú államkötvény-hozamok 20 bázisponttal meghaladták a 2005 végén mért szintet. A hosszabb lejáratú indexhez kötött kötvényhozamok tükrözték ezt a növekedést, míg a hosszabb távú inflációs várakozások, melyek a kiegyenlítő inflációs rátákban mérhetők, összességében nem változtak.

### AZ EMELKEDŐ OLAJÁRAK HATÁSA AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-HOZAMOKRA ÉS RÉSZVÉNYÁRAKRA: TÖRTÉNELMI ÖSSZEHOSONLÍTÁS AZ EUROÖVEZET ÉS AZ EGYESÜLT ÁLLAMOK KÖZÖTT

Ebben a részben a magasabb olajárak hatását vizsgáljuk a gazdasági növekedésre és inflációra vonatkozó piaci várakozásokra, az euroövezetbeli és amerikai hosszú lejáratú államkötvényhozamok és részvényárak viszonylatában. A pénzpiacok legutóbbi, magas olajár-emelkedésre történő reakciója összehasonlítható a múltban tapasztalt magas olajárak eseteivel. A múltbeli folyamatokkal ellentétben az euroövezetbeli és amerikai kötvényhozamok és részvényárak reakciója igen mérsékelt maradt az utóbbi év során.

A „Fisher-tétel” segít abban, hogy meghatározzuk a kötvényhozamok olajár-változásokra történő reakciójának okát és módját. A tétel szerint a hosszú lejáratú nominális kamatok szétbonthatók várt reálkamatra, illetve a befektetők által igényelt prémiumra, amellyel kompenzálják a várható infláció hatását a kötvény időtartama alatt. A reálkamat-összetevő így összekapcsolható a gazdaság átlagos növekedési kilátásaival a kötvény időtartama alatt, többek között a kötvénypiaci befektetők várakozásai alapján. A magasabb olajárak általában mérséklék a nem olajtermelő gazdaságok rövid és középtávú növekedési kilátásait, s ezzel párhuzamosan felerősítik az inflációs nyomást és ezáltal az inflációs várakozásokat. Elméletileg a nominális kötvényhozamok magasabb olajárakra történő „várakozási csatornán” keresztüli, általános reakciója nem egyértelmű, mivel az a hatás növekedésre, illetve inflációs várakozásokra gyakorolt viszonylagos erősségétől függ.

A múltban a nominális kötvényhozamok jellemzően emelkedtek az olajárcsúcsok alkalmával, s a jelentősen növekvő infláció és inflációs várakozások egyértelműen ellensúlyozták a reálhozamokat érintő lefelé irányuló nyomást, amely az egyidejűleg végbemenő gazdasági lassulással függ össze. Az A) ábra első három sora a tízéves lejáratú kötvényhozamok változását mutatja be az 1970-es évekbeli olajársokkokhoz kapcsolódó két olajárcsúcsig (1974. január és 1979. november) tartó 12 hónap alatt, illetve az Öböl-háború által 1990-ben (október) előidézett árcsúcsot.<sup>1</sup> A tízéves lejáratú kötvényhozamok valóban meredek emelkedésnek indultak az Atlanti-óceán mindkét oldalán, 90 és 180 bázispont közötti értékkel Németországban és 50 és 150 bázispont közötti értékkel az Egyesült Államokban. E történelmileg jelentős időszakokban a tényleges infláció jelentősen nőtt mindkét gazdaságban, magasabb inflációs várakozásokat előidézve a befektetők körében. Nagy valószínűséggel a fenti időszakokat meghatározó gazdasági recesszió szintén lefelé irányuló nyomást gyakorolt a reálkamatokra. Következésképpen a nominális kötvényhozamok jelentős emelkedése arra utal, hogy a magasabb inflációs várakozások bőségesen kompenzálták a hosszú lejáratú reálkamatok várható esését.

A legutóbbi olajárcsúcs alatt azonban a hosszú lejáratú kamatok egészen másképpen reagáltak, különösen az euroövezetben [lásd az A) ábra negyedik sorát]. A 2005 szeptemberében mért olajárcsúcsot megelőző 12 hónap során a tízéves lejáratú kötvényhozamok körülbelül 90 bázisponttal csökkentek az euroövezetben, illetve 20 bázisponttal emelkedtek az Egyesült Államokban. Ez elsősorban arra enged következtetni, hogy a korábbi olajársokkokhoz képest, a tényleges és várt infláció viszonylag stabil maradt ebben az időszakban. Az A) ábrából is kitűnik, hogy a tízéves kiegyenlítő inflációs ráták – bár ezek nem tökéletes mérőszámok az inflá-

<sup>1</sup> A német tízéves államkötvényhozamok az euroövezetbeli kötvényhozamokat képviselik ebben a három időszakban.

ciós várakozásoknak – valóban alig változtak a kérdéses időszakban.<sup>2</sup> Sőt, a magas olajárak vélhetően hozzájárultak a piaci szereplők növekedési várakozásainak lefelé irányuló módosításához is, és így az alacsonyabb hosszú lejáratú reálkamatokhoz. A 2005. szeptemberi olajárcsúcsig vezető időszak alatt az euroövezetbeli tízéves lejáratú indexhez kötött kötvények körülbelül 80 bázisponttal csökkentek, míg az Egyesült Államokban minimális adatok állnak rendelkezésre a hasonló reakcióról [lásd az A) ábrát]. Az euroövezetbeli hosszú lejáratú nominális kötvényhozamok esése ezen időszak alatt tehát elsősorban a kötvények alacsonyabb reálhozamait tükrözik, míg az inflációs várakozások alapvetően nem változtak. Ezen túlmenően a központi bankok javuló hitelessége és kiszámíthatósága is hozzájárulhatott a bizonytalanság mérsékléséhez, így a kötvényhozamok mérsékelt mozgásához is az utóbbi év során. Ugyanakkor a hosszú lejáratú kötvényhozamok és olajárak viselkedése közötti kapcsolat magyarázata, amely kizárólag az olajáraknak a piaci szereplők növekedési és inflációs várakozásaira gyakorolt hatásával számol, figyelmen kívül hagy több olyan tényezőt, amelyek közvetlen módon befolyásolhatták volna mindkét változót.<sup>3</sup>

**A) táblázat: Az euroövezetbeli és amerikai tízéves lejáratú államkötvények hozamainak alakulása az olajárcsúcsok előtt**

(bázispontok)

	euroövezet	Egyesült Államok
1973. jan.–1974. jan.	91	46
1978. nov.–1979. nov.	117	152
1989. okt.–1990. okt.	176	73
2004. szept.–2005. szept.	-89	20
<i>ezen belül:</i>		
hosszú lejáratú reálhozamok	-79	-4
hosszú lejáratú kiegyenlítő inflációs ráták	-10	24

Források: BIS, Reuters, és az EKB számításai.

Megjegyzés: Az euroövezet első három időszakához a német kötvényadatok kerültek felhasználásra.

Az olajárváltozások a részvényárakra is hatással lehetnek. Elméletileg egy részvény ára egyenlő a várható jövőbeli osztalékok összegével, diszkontálva a kockázatmentes kamattal és kockázati prémiummal, amelyet a befektetők a tartásáért igényelnek. A várható jövőbeli osztalékok helyettesíthetők az értékelésbeli nyereségvárakozásokkal, feltéve, hogy a nyereség egy bizonyos része osztalékként kerül kifizetésre. Az olajár változása mindhárom összetevőre hatással lehet. A magasabb energiaárak például alacsonyabb várható nyereségnövekedéshez vezethetnek bizonyos vállalatok esetében, illetve magasabb várható nyereségnövekedéshez azon vállalatok esetében, amelyek számára előnyös az olajár emelkedése, mint pl. az kőolajkutató társaságok. A hosszú lejáratú államkötvények reálhozamait gyakran a kockázatmentes reálkamatok kamatlábmutatójaként használják, továbbá a fenti meghatározás alapján az olajárváltozások is befolyásolhatják ezt az összetevőt. Végül a magas olajárak időszakában a befektetők jellemzően bizonytalanabbak a vállalati nyereségek kilátásait illetően, ami növelheti a magasabb kockázati prémium iránti keresletet. Bár némelyik összetevő egymással szemben hatásos, a magas és emelkedő olajárak általában kedvezőtlenül hatnak a részvényekre, mivel azokat jellemzően beárnyékolja a társaság várható nyereségességére gyakorolt negatív hatás [lásd a B) táblázat első három sorát].

A B) táblázat az euroövezetbeli és amerikai tőzsdék éves hozamát mutatja az olajárcsúcsok ugyanazon négy időszakában. Továbbá markáns különbségeket is jelez a részvényárak teljesítményében a legutóbbi időszakban, illetve az olajárcsúcsokig tartó korábbi időszakokban. Mivel a két olajárcsúcs az 1970-es években és az olajárcsúcs az 1990-es évek elején egybeesett

<sup>2</sup> Az indexhez kötött kötvénypiac viszonylag új eredetű, így ez a bontás nem lehetséges a három korábbi olajárcsúcs esetében.

<sup>3</sup> Például valószínűsíthető, hogy a hosszú lejáratú reálkamatok alakulását a közelmúltban szintén olyan tényezők vezérik, amelyek meghatározzák a kötvényhozamokkal összefüggő kockázati prémiumot. Lásd „A hosszú lejáratú reálkamatok alakulása a közelmúltban” című keretes írást az EKB Havi jelentés 2005. áprilisi számában.



a részvénypiaci befektetők gyenge hozamaival, a 2004. szeptember és 2005. szeptember közötti időszakban a részvényárak emelkedtek, különösen az euroövezetben. A legutóbbi időszakban a piaci szereplők tehát kisebb jelentőséget tulajdonítottak azon olajárral kapcsolatos tényezőknek, amelyek jellemzően befolyásolják a részvényárakat.

Ez talán azzal magyarázható, hogy az 1970-es évek és a korai 1980-as évekhez képest az érett gazdaságok sokkal kevésbé függenek a kőolajtól, illetve az olajárak legutóbbi emelkedését elsősorban a kereslet vezérelte, általánosan kedvező globális gazdasági feltételek mellett. Ezen túlmenően a bértárgyalási folyamat eskalálása és a bérinflációs spirálok kockázata mérsékeltebbnek tűnik, mint a korábbi olajársokk esetében. A viszonylagos teljesítményt illetően, az euroövezetbeli részvénypiacok erőteljesebb növekedése az amerikai részvénypiaccal szemben a 2004-2005 időszakban bizonyos mértékig tükrözi az euroövezetbeli hosszú lejáratú reálkamatok jelentősebb esését [lásd az A) ábrát].

Összegzésképpen az olajársokk történelmi eseteivel szemben az euroövezetbeli és amerikai kötvény- és részvénypiacok korlátozottabb mértékben reagáltak a legutóbbi olajáremelkedésre. Az euroövezetbeli indexhez kötött kötvényekre kínált reálhozamok csökkenése arra utalhat, hogy a legutóbbi magas olajárszint némi aggodalmat ébreszthetett az euroövezetbeli gazdasági növekedési kilátások tekintetében, bár egyéb strukturális és rövid távú tényezők is szerepet játszhattak ebben az időszakban. Az euroövezetbeli stabil kiegyenlítő inflációs ráta vonatkozásában nem zárható ki, hogy a központi bankok megnövekedett hitelessége az alacsony és stabil inflációs környezet kialakításában alapvetően hozzájárult a pénzügyi eszközárak rugalmasságához a legutóbbi olajársokkkal szemben.

## B) táblázat: 12 hónapos változások az euroövezetbeli és amerikai részvényárakban az olajársokk előtt

(százalékban)

	euroövezet	Egyesült Államok
1973. jan.–1974. jan.	-2	-19
1978. nov.–1979. nov.	2	3
1989. okt.–1990. okt.	-1	-9
2004. szept.–2005. szept.	30	12

Források: Datastream, Reuters és az EKB számításai.

Megjegyzés: A Datastream összesített részvénypiaci indexe, mint részvénypiaci index, került felhasználásra a számításokhoz.

### AZ EUROÖVEZETBELI RÉSZVÉNYÁRAK TOVÁBB EMELKEDTEK 2005-BEN

2005-ben az euroövezetbeli részvényárak folytatták a 2003 elején megindult felfelé irányuló tendenciákat (lásd a 14. ábrát). A Dow Jones EURO STOXX index az előző év végéhez képest 23%-os erősödéssel zárta az évet, alulmaradva a Nikkei 225 indexszel szemben, de túlszárnyalva a Standard & Poor's 500 indexet, amely oldalirányba mozdult el 2005-ben. A kamatok viszonylagos alakulásán túlmenően, az amerikai részvénypiacok gyengébb teljesítménye bizonyos mértékig az árfolyam-alakulásokkal magyarázható: 2005-ben az amerikai dollár árfolyama 13%-kal és 15%-kal javult az euróval, illetve japán jennel szemben.

Az euroövezetbeli részvénypiacok erős teljesítménye 2005-ben több tényezőhöz is kapcsoló-

dott, különös tekintettel az alacsonyabb hosszú lejáratú kamatokra, amelyek diszkontáló tényezőként hatnak a jövőben várható cash flow-k tekintetében, illetve a részvényenkénti tényleges nyereség kitartó, kétszámjegyű növekedésére (lásd a 15. ábrát). A részvénypiaci elemzők általánosan felfelé módosították nyereségre vonatkozó becsléseiket. A folytatódó alacsony részvénypiaci volatilitás, tükrözve a piaci szereplők alacsony bizonytalanságát a rövid távú részvénypiaci kilátásokra vonatkozóan, szintén kedvező környezetet teremtett a részvényárak alakulásában.

A potenciálisan negatív tényezők, mint például az olajárak emelkedéséből (lásd a 2. keretes írást) eredő kevésbé optimista gazdasági kilátások, csak korlátozott mértékben mérsékeltek a részvényár-emelkedést.

#### 14. ábra: Részvényárfolyam-indexek

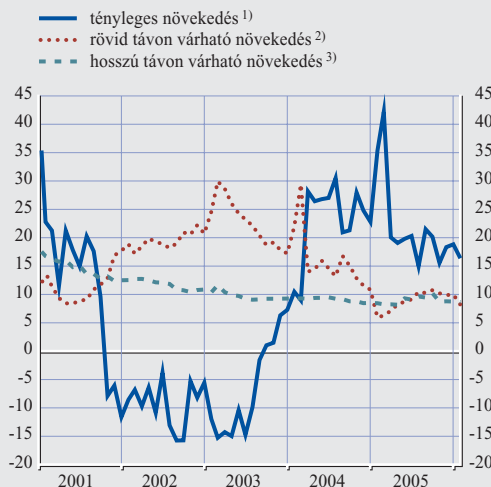
(index: 2004. december 31. = 100; napi adatok)



Források: Reuters és Thomson Financial Datastream.  
Megjegyzés: Az euroövezet esetében a Dow Jones EURO STOXX általános indexet, az Egyesült Államok esetében a Standard & Poor's 500-as indexet, míg Japán esetében a Nikkei 225 indexet alkalmazták.

#### 15. ábra: A tényleges és várható vállalati nyereségek növekedése részvényenként

(éves százalékok; havi adatok)



Források: Thomson Financial Datastream és az EKB számításai.  
Megjegyzések: A Dow Jones EURO STOXX index részvényenkénti nyereségnövekedése.  
1) A „tényleges növekedés” a részvényenkénti tizenkét havi csúszóküszöb nyereség.  
2) A „rövid távon várható” az elemzők által a következő tizenkét hónapra előre várt nyereségre vonatkozik.  
3) A „hosszú távon várható” az elemzők által a következő három-öt évre előre várt nyereségre vonatkozik.

A szektoronkénti bontást illetően, az euroövezetbeli részvényárak növekedése 2005-ben az olaj- és gázszektorban (a jelentett nyereség jelentős növekedésével párhuzamosan, amely nagyrészt az olajárak alakulásának tulajdonítható), illetve a pénzügyi szektorban volt a legerősebb. A Dow Jones EURO STOXX index tíz gazdasági szektora közül, csak a távközlési szektorban mértek alacsonyabb részvényárakat 2005 végén, mint egy évvel korábban. A szolgáltató és egészségügyi szektorok sem érték el 2005-ben az átfogó index értékét. A fenti szektorok alulteljesítése arra utal, hogy a vállalatok inkább magánfogyasztóktól függő nyereségkilátása viszonylag mérsékelt volt 2005-ben.

2006 elején a részvényárak tovább emelkedtek globális szinten. 2006. február 24-ig a Dow Jones EURO STOXX index 8%-kal nőtt a 2005 végén mért értékhez képest. A Standard & Poor's és a Nikkei 225 index kisebb mértékben növekedett ugyanazon időszakban. E részvényár-

növekmények az általánosan stabil vállalati nyereség növekedésének tulajdoníthatók, a részvények iránti növekvő befektetői kereslet mellett.

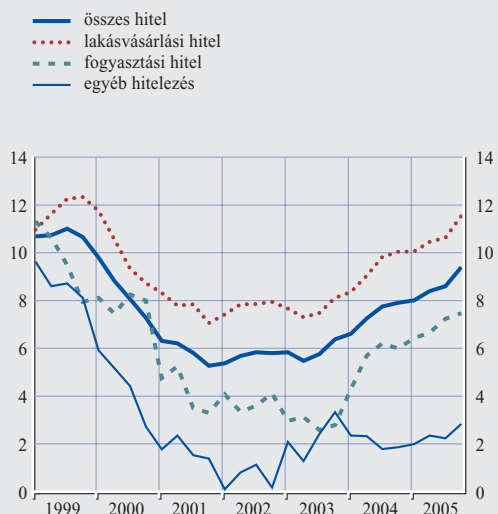
#### ERŐS KERESLET A LAKÁSFINANASZÍROZÁS TERÜLETÉN

2005-ben folytatódott a 2003 közepe óta tartó felfelé irányuló tendencia a háztartásoknak történő hitelezés területén, tükrözve a lakásvásárlási kölcsönök erőteljes növekedését és a fogyasztói hitel erősödő növekedését. A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedése 2005 decemberében elérte a 9,4%-ot, a 2004 végén mért 7,9%-hoz képest. Az euroövezet szintjén végbemenő folyamatok azonban jellemzően elhomályosítják az országok közötti különbségeket (lásd a 3. keretes írást: „Különbségek a háztartások hiteleinek növekedésében az euroövezetbeli országokban”).

Az egyéb pénzügyi közvetítők által a háztartásoknak nyújtott hitelek dinamikája, amely az

16. ábra: Háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek

(éves százalékos változások)



Forrás: EKB.

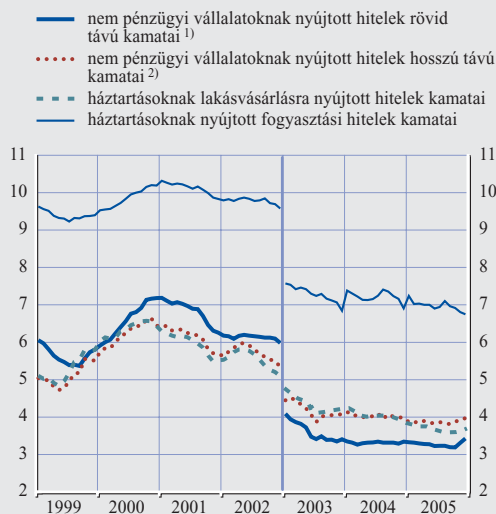
előző évben sokkal erőteljesebb volt az MPI-hitelek dinamikájához képest, jelentős mértékben visszaesett 2005-ben, melynek következtében az összes háztartásoknak nyújtott hitel éves növekedési üteme konvergált a háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek növekedési rátájával.

A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek cél szerinti bontását vizsgálva megállapítható, hogy 2005-ben az előző évhez képest a háztartási hitelfelvétel erőssége szélesebb alapon oszlik meg a különböző hitelkategóriák között. Ennek ellenére, a hitel dinamikáját továbbra is elsősorban a lakásvásárlási kölcsönök iránti erős kereslet vezérelte (lásd a 16. ábrát). Valószínűsíthető, hogy a jelzáloghitel-felvétel tartós erőssége összefügg mind az euroövezetbeli jelzálogkamatok további csökkentésével, mind pedig a sok régióban tapasztalt lakáspiacok dinamikus alakulásával (lásd jelen fejezet 2.3 részét).

A jelzáloghitelek kamatainak csökkenése folytatódott 2005-ben az előző években mért már alacsony szintről (lásd a 17. ábrát). Az új, leg-

17. ábra: Háztartásoknak és nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek kamatlába

(éves százalékok)



Forrás: EKB.

Megjegyzések: Lakossági kamatok adatai 2002 decemberéig, és új üzletek MPI-kamatlábai, kivéve a folyószámla-hiteleket, 2003 januárjától (2003 decemberétől súlyozással kiigazítva). Az MPI-kamatláb-statisztikákról és a súlyozással történő kiigazításról további információ az EKB Havi jelentés 2003. decemberi számának 2. keretes írásában, valamint az EKB Havi jelentés 2004. augusztusi számának 3. keretes írásában található.

1) 2003 előtt a vállalkozásoknak legfeljebb egy éves lejáratra nyújtott hitelek kamatlába. 2003 januárjától kezdődően a nem pénzügyi vállalatoknak változó kamattal és legfeljebb egy év eredeti kamatfixálási időtartammal nyújtott hitelek kamatlába.  
2) 2003 előtt a vállalkozásoknak egy éven túli lejáratú nyújtott hitelek kamatlába. 2003 januárjától kezdődően a nem pénzügyi vállalatoknak egy éven túli eredeti kamatfixálási időtartammal nyújtott hitelek kamatlába.

alább öt év és legfeljebb tíz év eredeti kamatfixálási időtartammal nyújtott lakásvásárlási kölcsönök MPI-kamatlábai például 13 bázisponttal csökkentek az év során, és 3,7%-on álltak meg 2005 decemberében.

Ezen túlmenően az euroövezetre vonatkozó hitelezésmérés eredményei arra utalnak, hogy a lakásvásárlási hitelek erőteljes növekedése, bár ez elsősorban a háztartások erős keresletének tulajdonítható, a bankok lakásvásárlási hitelekkel összefüggő hitelengedélyezési követelményeinek bizonyos mértékű enyhülésével is kapcsolatba hozható 2005 első és harmadik negyedében. A hitelengedélyezési követelmények enyhülése és az erős kereslet részben a

bankok és a hitelfelvevők által fokozottan kedvezőnek ítélt lakáspiaci kilátásokat tükrözötte.

A euroövezet szintjén mért fogyasztási kiadások viszonylag mérsékelt növekedése ellenére a fogyasztói hitel éves növekedése felfelé irányuló tendenciát mutatott 2005-ben, s körülbe-

lül 7,5%-ot ért el 2005 utolsó negyedében. Ez az erősödés összhangban van a 2005-ben fennálló fogyasztói hitelek alacsony kamataival, illetve az euroövezetre vonatkozó hitelezésfelmérés eredményei is alátámasztják, jelezve a hitelengedélyezési követelmények enyhülését.

### 3. keretes írás

#### KÜLÖNBBSÉGEK A HÁZTARTÁSOK HITELEINEK NÖVEKEDÉSÉBEN AZ EUROÖVEZETBELI ORSZÁGOKBAN

Az euroövezetben a háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves szinten mért növekedése viszonylag egyenletes ütemben erősödött 2003 közepe óta és elérte a 9,4%-ot 2005 végén. Az euroövezet szintjén tapasztalt markáns hiteldinamika azonban jellemzően figyelmen kívül hagyja az egyes euroövezetbeli országok növekedési rátái között fennálló tekintélyes különbségeket. Ebben a részben rávilágítunk ezekre a különbségekre a statisztikai szórási mérések szempontjából és kitérünk az országok közötti eltérésekre.

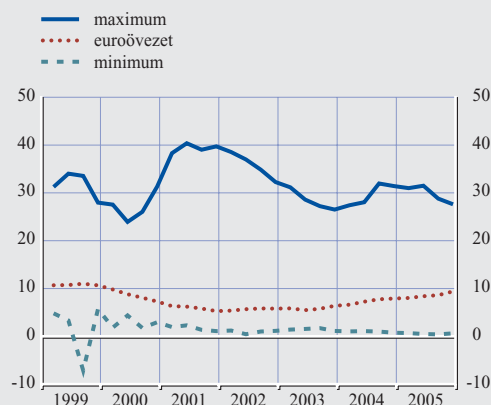
#### A háztartásoknak nyújtott hitelek növekedésében mért különbségek az euroövezetbeli országokban

A háztartások hiteleinek növekedésében mért különbségek több aspektus szerint elemezhetők. Az A) ábra a háztartásoknak nyújtott összes MPI-hitel legmagasabb és legalacsonyabb éves növekedési rátájának skáláját mutatja be az euroövezetbeli országokban a GMU III. fázisa kezdetétől terjedő időszakban. E skála jellemzően nagyon széles, több esetben meghaladva a 30 százalékpontos különbséget. Míg a hitelek leggyorsabb növekedését tapasztaló országokban az éves növekedés mértéke 25% és 40% között ingadozott, a lelassúbb növekedéssel rendelkező országokban a referencia-időszakban a háztartási hitelfelvétel dinamikája nagyon mérsékelt volt, bizonyos esetekben nulla alá esett. Összehasonlítva a fenti adatokat az euroövezet egészére mért 5-10% közötti növekedési rátával, megállapíthatjuk, hogy a legmagasabb növekedési rátával rendelkező országok „kívülről” voltak és/vagy viszonylag kis súllyal bírnak a fennálló háztartási hitelek összegében az euroövezetben.

Figyelembe véve az egyes országok súlyát az euroövezetbeli aggregátumban, a B) ábra az éves hitelnövekmény országokénti, súlyozott szórástényező által mért szóródását mutatja az 1999-2005-ig tartó időszakra. E mérésnek az az előnye, hogy kevésbé érzékeny a kívülről befolyására. Mindazonáltal, tágabb értelemben, a két szórási mérés igen hasonló értékeket mutat 1999 óta: a 2002 közepén mért csúcsot követően, a háztartási hitelek növekedésének szórása az egyes országokban vala-

A) ábra: Az euroövezeti országok háztartásainak nyújtott MPI-hitelek növekedési tartománya

(éves százalékos változások)

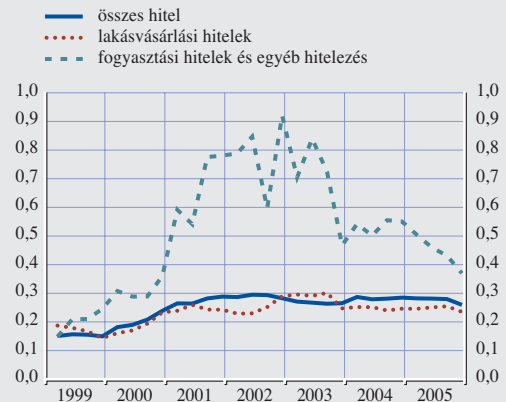


Forrás: EKB.

melyest mérséklődött 2003 folyamán, majd azt követően többnyire stabilizálódott az 1999-ben mért szintek felett.

Az összes háztartásnak nyújtott MPI-hitelek lakásvásárlási, fogyasztói és egyéb hitelezésre bonthatók. A B) ábra alapján, a jelzáloghitelek súlyozott szórástényezője 2002 végéig emelkedett, azt követően azonban viszonylag stabil maradt. Mivel a háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek teljes állományában a jelzáloghitelek nagy arányban szerepelnek (megközelítőleg 70% 2005 végén), a jelzáloghitelek növekedésének szórása jelentős mértékben meghatározza az összes háztartási hitel növekedésének szórását. A fogyasztói hitelek és egyéb hitelezés növekedésének súlyozott szórástényezője sokkal egyenletlenebb volt a múltban, mint a jelzáloghitelek növekedése esetében. Ugyanakkor az érték a közelmúltban stabilizálódott, bár jelentősen magasabb szinten, mint a jelzáloghitelek növekedésére vonatkozó súlyozott szórástényező.

**B) ábra: A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedésének súlyozott változási együtthatója**



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: Egy változó változásának súlyozott együtthatója a súlyozott szórásának és súlyozott átlagának az aránya. A súlyok az adott országnak a megfelelő hitelkategóriából való részesedésén alapulnak.

### Háztartásoknak nyújtott hitelek növekedése és az adósság szintek közötti különbség az euroövezetbeli országokban

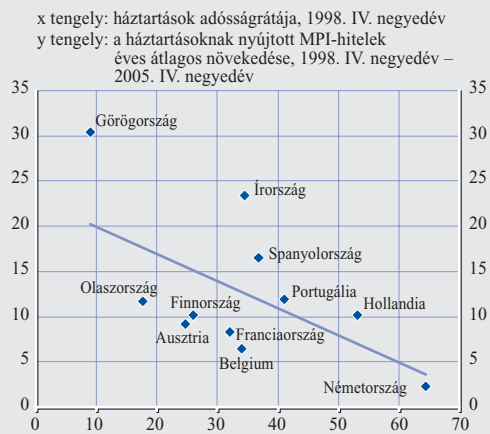
Az utóbbi években a háztartásoknak nyújtott hitelek növekedésében mért különbségek az egyes országokban különböző tényezőket tükrözhetnek, ideértve a háztartások pénzügyi helyzetében előforduló különbségeket és a monetáris uniót megelőző kamatkonvergencia mértékét; a pénzpiacok struktúráiban található különbségek – különösen a jelzáloghitel esetében, valamint a háztartási hitelfelvétel alapvető gazdasági meghatározóiban tapasztalt különbségek, nevezetesen az ingatlanpiacok dinamikája és az ingatlanárak.

A C) ábra az összes háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek átlagos éves növekedését ábrázolja az euroövezetbeli országokban, az 1998 negyedik negyedéve és 2005 negyedik negyedéve közötti időszakra, az egyes országokban, 1998 végén mért háztartási eladósodottság szintjéhez képest. A GMU harmadik fázisának kezdetekor az euroövezetbeli országok jelentős mértékű eltéréseket mutattak az MPI-hitelállomány GDP-hez viszonyított aránya szerint mért háztartási eladósodottság tekintetében. Az ábra kimutatja, hogy a kezdetben alacsonyabb adósságrátával rendelkező országok átlagosan magasabb hitelnövekedést tapasztaltak, mint az eredetileg magasabb adósságrátával rendelkező országok. Az 1999 utáni átlagos hitelnövekedésben megfigyelt eltérések egy része tehát az adósságráták „konvergencia” folyamatát tükrözhetik, amikor a kamatok és inflációs szintek konvergálnak.

A pénzpiacok struktúrája is jelentős mértékben különbözött 1999-ben az egyes országokban, és ez feltehetően hozzájárult a háztartási eladósodottság kezdeti szintjeiben mért eltérésekhez. A jelzálogpiacok esetében az ilyen eltérés például a kapható termékek közötti különbségekben

**C) ábra: A háztartásoknak nyújtott összes MPI-hitel növekedése és a háztartások eladósodottsága az euroövezetben**

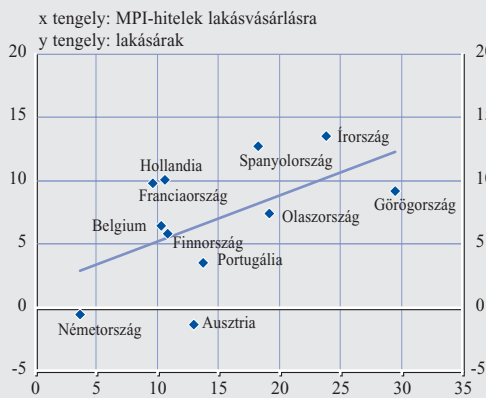
(x tengely: a GDP százalékában; y tengely: éves százalékos változások)



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: Luxemburg nem szerepel az ábrában, mert magas a határokon átnyúló hiteleinek részesedése a teljes háztartási hitelállományból.

**D) ábra: Lakáspiaci dinamika és hitelek az euroövezetben az 1999–2004-es időszakban**

(átlagos éves növekedési ráták százalékban)



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: Luxemburg nem szerepel az ábrában, mert magas a határokon átnyúló hiteleinek részesedése a teljes háztartási hitelállományból.

nyilvánul meg az olyan tényezők tekintetében, mint a szerződések időtartama, a rögzített vagy változó kamatok, valamint az átlagos és maximális hitel-érték (loan-to-value) arányok. Bár a pénzpiac liberalizációja és a pénzügyi közvetítők közötti fokozódó verseny jellemző volt az utóbbi években, az ilyen strukturális változások pénzpiacokra gyakorolt hatása erősebb volt egyes euroövezetbeli országokban, mint másokban, ami a kiindulási pontnak, illetve a végrehajtott reformok ütemének és mélységének tulajdonítható. A fenti folyamatok például a kamatmarzsok és a hitelezési költségek nagyobb arányú csökkentését eredményezték bizonyos országokban, valamint az innovatív és diverzifikált jelzálogtermékek szélesebb skáláját – például a 30 vagy akár 50 éves lejáratú hitelek kínálatát, valamint az „accordion” változó kamatláb és az „amortizációmentes” jelzálogok megjelenését –, így több háztartás számára vált elérhetővé a lakásvásárlás finanszírozásának lehetősége. A háztartási hitelfelvétel dinamikájában tapasztalható országonkénti eltérések tehát részben tükrözhetik a pénzpiacok bonyolultságát és mélységét érintő változások szintjének és mértékének heterogenitását.

Míg a monetáris unió egységes rövid lejáratú kamatlábakat eredményezett az országokban, a háztartási hitelfelvétel dinamikájának országonkénti eltérése szintén az euroövezetbeli országok makrogazdasági folyamatainak a heterogenitását tükrözi. Ez különösen igaz az ingatlanpiacokkal kapcsolatos folyamatokra. Amint azt a D) ábra szemlélteti, néhány ország (például Írország és Spanyolország) nagyon gyors ingatlanár-emelkedést tapasztalt 1999 óta, míg más országokban (pl. Németország és Ausztria) stabilak maradtak az ingatlanárak. Mivel a jelzáloghitel az összes háztartási hitelfelvétel legnagyobb összetevője és szervesen kapcsolódik az ingatlanpiaci folyamatok dinamikájához, az ingatlanárak alakulásában mért jelentős különbségeket tükrözi a háztartásoknak nyújtott hitelek növekedési rátáinak heterogenitása. A fogyasztói hitelek esetében fennálló különbségek így a háztartásoknál rendelkezésre álló reáljövedelem és a lakossági fogyasztás eltérő mintáiból származhatnak az egyes országokban.

Összegezve, 1999 és 2005 között a háztartásoknak nyújtott összes MPI-hitel éves növekedésében jelentős különbségek mutatkoztak az euroövezetbeli országokban. A tények azt is mutatják, hogy ezen országok között mért különbségek tartósak. Míg a GMU kezdete előtt az inflációs szint és a kamatlábak közötti konvergencia, amelynek hatása révén elmozdulás történik a hiteles alacsony inflációs környezet felé a harmadik fázis kezdetekor, segíthet az országok közötti eltérések megmagyarázásában, az euro bevezetését követő heterogén tapasztalatok, különösen az ingatlanpiac alakulására és a pénzügyi struktúrák változásaira való tekintettel, szintén fontos szerepet játszottak. Természetesen egyéb tényezők is hozzájárulhattak a háztartásoknak nyújtott hitelek növekedésében tapasztalt különbségekhez az egyes országokban. Ilyen tényező például a jövedelemmel és lakossági fogyasztással, valamint a demográfiai tendenciákkal kapcsolatos folyamatok differenciáltsága, illetve a lakók ingatlan feletti tulajdonjogának a kezelése, továbbá a kamatfizetés levonhatósága az adóból, az ingatlanpiaci nyereségre (housing gains) kivetett tőkenyeresség-adó; és a jelzálog értékpapírosítása is szerepet játszott. A pénzügyi szektorban alkalmazott modellezés – növelve a bankok azon képességét, hogy felmérjék a piaci folyamatokat és a hitelkockázatokat – fejlettségével kapcsolatos különbségek is részleges magyarázatot adhatnak az eltérésekre.

#### **EMELKEDŐ LAKOSSÁGI TARTOZÁS**

A folytatódó erőteljes hitelfelvételi dinamika eredményeként, a lakossági tartozás szabad rendelkezésű jövedelemhez viszonyított aránya tovább növekedett 2005-ben (lásd a 18. ábrát). Ennek ellenére a háztartások eladósodottsága az euroövezetben alacsonyabb szinten volt, mint más ipari országokban, mint például az Egyesült Államokban, Egyesült Királyságban és Japánban. Sőt, az eladósodottsági szint emelkedésének ellenére, a háztartási szektor összes adósságszolgálati terhe (a kamatfizetések és tőkevisszafizetések aránya a szabad rendelkezésű jövedelemhez) nagyjából változatlan maradt. Az utóbbi években megfigyelt erőteljes hitelnövekményhez fűződő magasabb adósságtörlesztési terhet többé-kevésbé ellensúlyozta azon jövedelem kisebb aránya, amelyet kamatfizetésekre kell fordítani egy alacsony kamatlábbal működő környezetben.

Ennek ellenére az eladósodottság emelkedése növelte a háztartások érzékenységét a kamatlábak, jövedelem és eszközárak változásaival szemben. Ezen túlmenően ezen aggregált adatok értékelésekor figyelembe kell venni azt a ténytet, hogy ezek az euroövezetbeli háztartási szektor átlagát képviselik, illetve, hogy a fennálló jelzáloggal terhelt háztartások adósságszolgálati aránya magasabb lenne. Továbbá az adósság-

szolgálati terhet eltérhet az egyes euroövezetbeli országokban, valamint a különböző jövedelmi kategóriába sorolt háztartások esetében. Végül bizonyos mértékű bizonytalanság kapcsolódik ahhoz a tényhez, hogy a fennálló kamatfeltételek változásainak kitett meglévő jelzálog-adósság aránya az adott jelzálogszerződések konkrét tulajdonságaitól függ, amelyek jelentősen eltérhetnek az euroövezeten belül.

#### **TOVÁBBRA IS ALACSONY A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSÁNAK A KÖLTSÉGE**

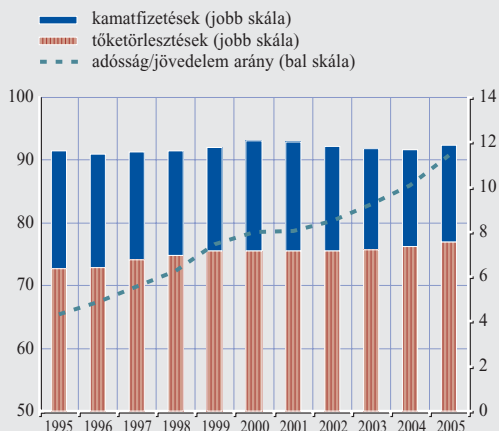
A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának általános reálköltsége, amely a különböző külső finanszírozási források kinnlevő összegei szerinti súlyozással számítható ki (az értékelési hatásokra korrigálva), 2005 folyamán továbbra is alacsony maradt a történelmi szintekhez képest (lásd a 19. ábrát).<sup>5</sup> A nem pénzügyi vállalatok adósságfinanszírozása jelentősen emelkedett annak nagyon alacsony költségének köszönhetően, míg a tőzsdei részvények kibocsátása csak kismértékben növekedett az év második felében.

A külső finanszírozás reálköltségeinek összetevőit illetően a nem pénzügyi vállalatoknak

<sup>5</sup> Az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának reálköltségét célzó mérés részletes leírásához lásd a 4. keretes írást az EKB Havi jelentés 2005. márciusi számában.

### 18. ábra: A háztartások adóssága és az adósságszolgálati teher

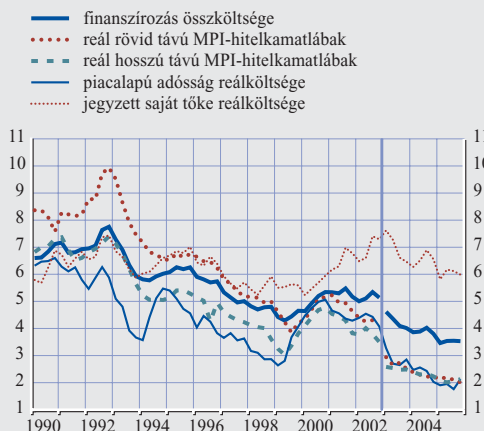
(a rendelkezésre álló jövedelem százalékában)



Forrás: EKB.  
Megjegyzés: A 2005-re vonatkozó adatok becslések.

### 19. ábra: Az euroövezet nem pénzügyi vállalatai külső finanszírozásának reálköltsége

(éves százalék)



Források: EKB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch és Consensus Economics előrejelzései.  
Megjegyzés: A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának reálköltségét a bankok által adott kölcsönök, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok költsége és a saját tőke költsége súlyozott átlagaként számítják ki, állományaik alapján és az inflációs várakozásokkal deflálva (lásd az EKB Havi jelentés 2005. márciusi számának 4. keretes írását). A harmonizált MPI-hitelkamatlábak 2003 elején történt bevezetése megtörte a statisztikai idősort.

nyújtott MPI-hitelek reálkamatai kismértékben csökkentek 2005 második negyedévéig (lásd a 17. ábrát). Ez további esést tükrözött a rövid és közepes lejáratú államkötvények hozamaiban az év első felében. Az államkötvény-hozamok emelkedése az év második felében csak részben tükröződött az MPI-hitelkamatlábak alakulásában, jelezve a piaci kamatok banki kamatlábakba történő mérsékelt begyűrűzését. A negyedik negyedévben a banki hitelezés reálköltsége változatlanul alacsony szinten maradt a harmadik negyedévben tapasztalt mérsékelt emelkedést követően. Összességében a banki hitelezés alacsony reálköltsége tükrözi a nem pénzügyi vállalatok hitelkockázatainak bankok általi pozitív megítélését. Az euroövezet bankhitelezési felmérésének eredménye is ezt támasztja alá, amely a hitelengedélyezési követelmények nettó szinten mért enyhülését, illetve nagyjából változatlan mértékét jelzi a vállalkozások tekintetében 2005-ben.

A piacialapú adósság reálköltségének volatilitása nagyobb volt, mint a bankhitelezés reálköltsége 2005 folyamán. A 2005 első negyedévében tapasztalt visszaesést követően, a nem pénzügyi vállalatok piacialapú adósságának reálköltsége növekedésnek indult a második negyedév közepéig. Ez összefüggésben állt a vállalati kötvények szórásának emelkedésével, amelyet elsősorban konkrét vállalatokkal összefüggő események sorozata vezérelt leginkább az autópárhazban. Ezt követően a piacialapú adósság reálköltsége esésnek indult a harmadik negyedévéig, főként a vállalatikötvény-szórások emelkedésének részleges megfordulásának eredményeként, majd ismét növekedésnek indult 2005 negyedik negyedévében. Ez elsősorban az év második felében tapasztalt piaci kamatlábak emelkedésének, illetve a negyedik negyedévben mért vállalati kötvényszórás növekedésének a következménye. 2005 végére az érték valamelyest magasabb szinten állt, mint 2004 végén, azonban történelmi viszonylatban nagyon alacsony maradt.



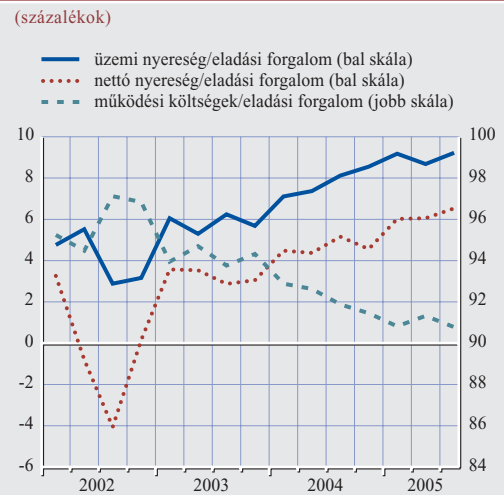
2005-ben a nem pénzügyi vállalatok tőzsdei részvényeinek reálköltsége viszonylag magasabb szinten állt, mint az adósság finanszírozás reálköltsége, és nagyjából igazodott az 1995-től mért időszak átlagához. Az év első felében a tőzsdei részvények reálköltsége valamelyest emelkedett. Ez feltehetően azt a tényt tükrözte, hogy a részvénytársi árak nem teljes mértékben fejezték ki a nem pénzügyi vállalatok várható nyereségének vártnál nagyobb szintjét, illetve azt, hogy a részvény kockázati prémium megemelkedett. Az év végére azonban a részvények reálköltsége nagyjából az elején tapasztalt szintre esett vissza, elsősorban a részvénytársi árakkal kapcsolatos kedvező folyamatoknak köszönhetően.

#### A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSA IRÁNTI IGÉNY NÖVEKEDÉSE

A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozás iránti igénye nagymértékben növekedett 2005-ben. Mindez a vállalati nyereségesség megfelelő szintje (és az azzal összefüggő belső finanszírozási lehetőségek növekedése) mellett volt megfigyelhető, a 2003-ban és 2004-ben mért erőteljes emelkedést követően, amit a jegyzett euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok aggregált pénzügyi beszámolóit alátámasztanak (lásd a 20. ábrát).<sup>6</sup> Az értékesítésekhez viszonyított működési költségek csökkenése alapvetően hozzájárult a nyereségesség javulásához. Míg a vállalati nyereség erősödő növekedése várható volt a 12 hónapos időszakra 2005. február és október között, 2005 végére a részvénytársi alapú nyereségességi intézkedések arra utaltak, hogy a nagyobb, jegyzett vállalatok nyereségességének a növekedése várhatóan valamelyest mérséklődni fog az elkövetkező 12 hónap során. Ugyanakkor a várható vállalati nyereségesség szintje viszonylag magas maradt.

2005 folyamán a nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozásának éves reálnövekedési üteme jelentősen emelkedett, 2,8%-os értékkel a negyedik negyedévben, a 2004 végén mért 1,3%-kal szemben. E folyamatot elsősorban a hitelek magas arányú növekedése vezérelte, míg a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és

**20. ábra: Az euroövezet tőzsdén jegyzett nem pénzügyi vállalatainak profitrátái**



Források: Thomson Financial Datastream és az EKB számításai. Megjegyzések: A számítás az euroövezet tőzsdén jegyzett nem pénzügyi vállalatainak összesített negyedéves pénzügyi kimutatásain alapul. A minta nem tartalmazza a kiugró értékeket. Az üzemi nyereséggel szemben, amelyet az eladási forgalom és a működési költségek különbségeként határoznak meg, a nettó nyereség az adózás, az amortizáció és a rendkívüli tételek utáni üzemi és nem üzemi nyereségre vonatkozik.

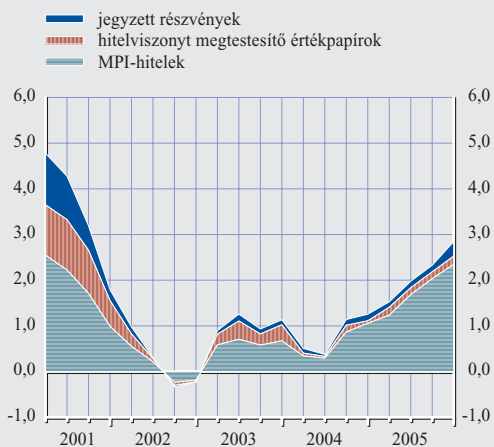
tőzsdei részvények hozzájárulásának emelkedése szerényebb mértékű volt (lásd a 21. ábrát).

A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedése 8,0%-ra emelkedett decemberben, a 2004 végén mért 5,4%-hoz képest. Az év első felében a növekedés elsősorban a rövid lejáratú hitelek alakulásával hozható összefüggésbe. Az év második felében azonban a hosszú lejáratú hitelek éves növekedési rátája erőteljes emelkedésnek indult. Míg a rövid lejáratú hiteleket gyakran működő tőke céljára veszik igénybe, a hosszú lejáratú hitelek általában szorosabban kapcsolódnak az üzleti befektetésekhez. E tendenciához igazodva, a 2005 októbere és 2006 januárja közötti bankhitelezési felmérések jelezték, hogy az állóeszköz-beruházások hozzájárultak a vállalkozások hitel, illetve hitelkeret iránti nettó keresletéhez. Ezen túlmenően a bruttó állóeszköz-felhalmozás

<sup>6</sup> A módszertanra és a hosszabb távú folyamatokra vonatkozó részletekhez, lásd „A vállalati pénzügyek alakulása az euroövezetben” című cikket az EKB Havi jelentés 2005. novemberi számában.

**21. ábra: A nem pénzügyi vállalatok külső finanszírozása éves reálnövekedési rátájának összetétele<sup>1)</sup>**

(éves százalékos változások)



Forrás: EKB.

1) Az éves reálnövekedési ráta a tényleges éves növekedési ráta és a GDP-deflátor növekedési rátájának különbsége.

éves növekedési rátája jelentősen emelkedett 2005 második és harmadik negyedévében. Ebben a tekintetben a nem pénzügyi vállalkozások vélhetően igénybe szerették volna venni az alacsony finanszírozási költségek és a viszonylag rugalmas hitelengedélyezési követelmények nyújtotta előnyöket az üzleti kiadásai vonatkozásában.

A 2005 harmadik negyedévéig tartó időszakra rendelkezésre álló adatok arra utalnak, hogy az MPI-hitelekkel szemben a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott nem MPI-hitelek éves változása negatív maradt. Ez továbbra is összefügghet egy euroövezetbeli ország adójogszabályait érintő változásokkal, amelyek bizonyos mértékben hozzájárultak a vállalatok belüli hitelek nem jegyzett részvényekre történő cseréjéhez.

A nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési rátája nagyjából mérsékelt maradt 2005-ben. Az első negyedévben történő fennállást követően, részben a fúziókkal és felvásárlási tevékenységgel összefüggésben, az éves növekedési ráta csökkent a második és harma-

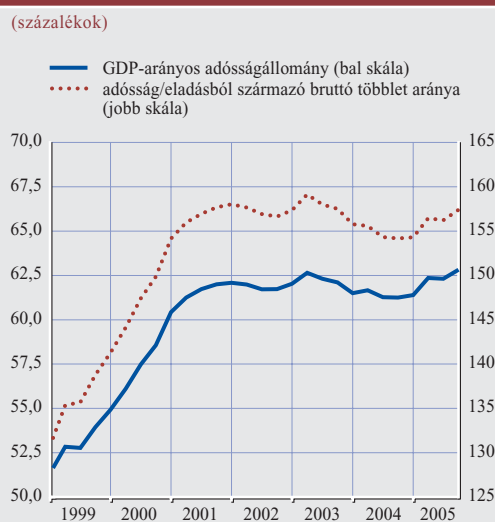
dik negyedévben és mérsékelt maradt 2005 utolsó negyedévében. A nettó hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-kibocsátási tevékenység viszonylag általánosan alacsony szintje talán a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok hitelfinanszírozással történő helyettesítésével, valamint a nagyobb jegyzett vállalatok növekvő nyereségességével magyarázható. Ugyanakkor, míg a rögzített kamatozású hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok nettó kibocsátása mérsékelt maradt 2005-ben, a nem pénzügyi vállalatok jelentős mértékben növelték a hosszú lejáratú, változó kamatozású hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátását. Ezen túlmenően a 2005. évben nagy számban vásároltak vissza az 1999-2001 időszakban kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt, amikor az euroövezetbeli vállalati kötvénypiac virágzott.

A nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott tőzsdei részvények éves növekedési rátája kisebb mértékben emelkedett 2005-ben, és összességében alacsony maradt, részben annak következtében, hogy a részvények reálköltsége jelentősen magasabb volt, mint az adósságfinanszírozásé. Ugyanakkor a nem pénzügyi vállalatok tőzsdei részvénykibocsátási tevékenysége kismértékben növekedett az év második felében.

Az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok mérlegpozíciójának alakulását illetően, a nem pénzügyi vállalatok adósságfinanszírozás iránti növekvő igénye a nem pénzügyi vállalatok adósságarányának kismértékű emelkedéséhez vezetett 2005-ben, amely a GDP 63%-ának felért meg a negyedik negyedév végén (lásd a 22. ábrát). Ez arra utalhat, hogy a nem pénzügyi vállalatok intenzív mérleg átstrukturálásainak időszaka 2005-ben véget ért. Ugyanakkor, azonban, a helyzet nyilván jelentősebb eltéréseket mutat az egyes vállalatok szintjén.

Az adósságráták enyhe emelkedését a nem pénzügyi vállalatok javuló nyereségességével, illetve a külső finanszírozás történelmi viszonylatban tartósan alacsony reálköltségével együtt szükséges értékelni. Ezen túlmenően a nem

## 22. ábra: A nem pénzügyi vállalati szektor adósságrátái



Források: EKB és Eurostat.

Megjegyzések: Az eladásból származó bruttó többlet az eladásból származó bruttó többletre plusz a teljes gazdaság bevételeire vonatkozik. Az adósságot a negyedéves pénzügyi elszámolási statisztikákból jelentik. Tartalmazza a hiteleket, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat és a nyugdíjalapok tartalékait. Az éves pénzügyi számlák alapján összeállított adatokhoz viszonyítva ezek az adósságráták valamivel alacsonyabbak, főként az euroövezeten kívüli bankok által nyújtott kölcsönök számításba vétele, valamint az éves pénzügyi számlákban szereplő, nem pénzügyi szektorok által biztosított hitelek magasabb fedezettsége miatt. A legutolsó negyedév becslés.

pénzügyi vállalatok MPI-hiteleire és betéteire fizetett nettó kamatok (a GDP százalékában) alacsony szinten maradtak.

Össességében az adósságráták enyhe növekedése ellenére a nem pénzügyi vállalatok mérlegpozíciója nagyjából javuló tendenciát mutat 2005-ben, elsősorban a kielégítő nyereségeségnek köszönhetően. A vállalkozásoknak nyújtott hitelekkel kapcsolatos hitelengedélyezési követelmények általánosan kedvező alakulása is ezt jelzi, melyet alátámaszt az euroövezetre vonatkozó bankhitelezési felmérés, illetve a hitelminősítések alakulása.

### 2.3 AZ ÁRAK ALAKULÁSA

Az euroövezetben a teljes harmonizált fogyasztóiár-index inflációja 2005-ben átlagosan 2,2% volt, szemben az előző két évben tapasztalt 2,1%-kal (lásd 1. táblázat). A mögöttes belső inflációs nyomás 2005-ben változatlanul alacsony volt, ami részben tükrözte a nyomott munkaerő-piaci környezethez igazodó és mérséklődő bérnövekedést. Az árak emelkedésére ható felfelé irányuló nyomás elsősorban a magasabb olajárak miatt jelentkezett, elsősorban az év második felében. Ezzel szemben azonban csak korlátozott jelek mutattak arra, hogy a korábbi olajár-emelkedések begyűrűztek a termelési lánc későbbi szakaszaiban alkalmazott árakba. Ugyanakkor az inflációs várakozásokat tompította az euro korábbi felértékelődésének elhúzódó hatása, valamint a világpiacon ta-

### 1. táblázat: Az árak alakulása

(ellenkező jelzés hiányában éves százalékos változások)

	2003	2004	2005	2004 IV. n.év	2005 I. n.év	2005 II. n.év	2005 III. n.év	2005 IV. n.év	2005 dec.	2006 jan.
<b>A HICP és összetevői</b>										
Teljes index	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Energia	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Feldolgozott élelmiszerek	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Feldolgozatlan élelmiszerek	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Ipari termékek energia nélkül	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Szolgáltatások	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
<b>Egyéb ár- és költségmutatók</b>										
Ipari termelői árak <sup>1)</sup>	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Olajárak (EUR/hordó) <sup>2)</sup>	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Tömegárak <sup>3)</sup>	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

Források: Eurostat, Thomson Financial Datastream és Hamburg Institute of International Economics.

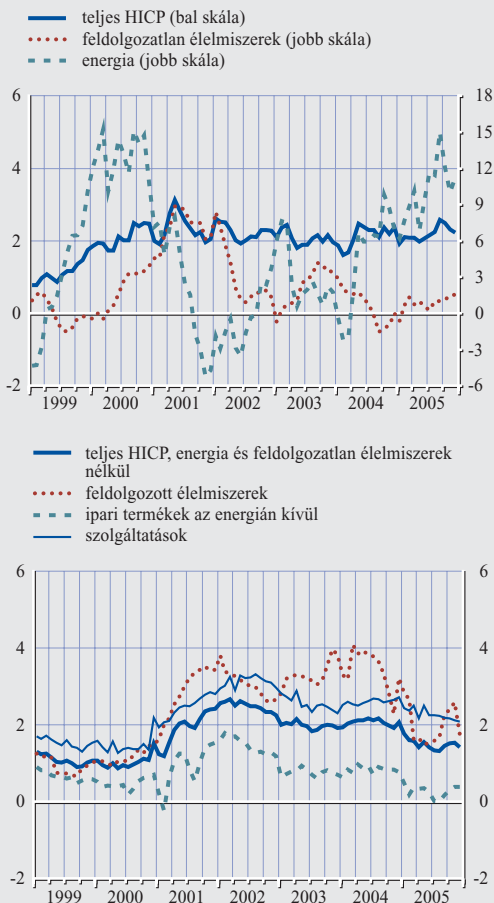
1) Kivéve építőipar.

2) Brent keverék (egyhónapos határidős szállításra).

3) Energiát kivéve; euróban.

**23. ábra: A HICP-infláció összetétele: főbb alkomponensek**

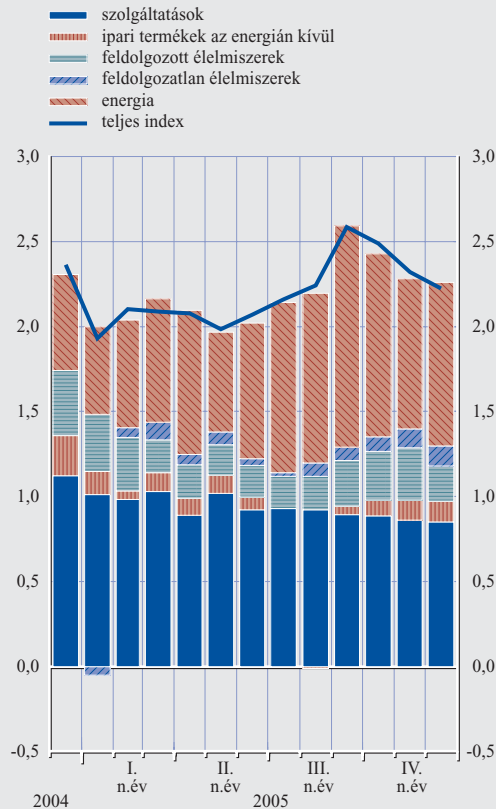
(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

**24. ábra: Az alkomponensek hozzájárulása a HICP-inflációhoz**

(éves hozzájárulás százalékpontban; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: A kerekítések miatt az összetevők nem adják ki pontosan a teljes indexet.

paszthalható erős verseny hatása. Ezen túlmenően a nettó közvetett adók és szabályozott árak a 2004-ben mért szinthez képest 2005-ben valamivel csekélyebb mértékben járultak hozzá a harmonizált fogyasztóiár-index inflációjához.

### AZ OLAJÁR-EMELKEDÉSEK BEFOLYÁSOLTÁK LEGFŐKÉPPEN A FOGYASZTÓIÁR-INDEX ALAPJÁN MÉRT INFLÁCIÓT

A teljes harmonizált HTCP-infláció alakulását 2005-ben jelentősen befolyásolta az energia-komponensből eredő változás, mivel az olajárak erős növekedést mutattak (lásd 23. ábra). Egy hordó Brent-nyersolaj euróban kifejezett átlagára 2005-ben 45%-kal emelke-

dett 2004-hez képest. Ennek következményeként, az energiaárak éves átlagos növekedése 2005-ben 10,1% volt, szemben a 2004-ben tapasztalt 4,5%-kal. Az energiaárak hozzájárulása az éves átlagos inflációs ráta alakulásához 2005-ben elérte a 0,8 százalékpontot, ami öt éve a legmagasabb érték (lásd 24. ábra).

A fogyasztóiár-index alapján mért infláció 2005 első felében a 2,0%-os értékhatár közelében alakult. Az év második felében, nagyrészt az olajárak változásait tükrözve, az infláció szeptemberben elérte a 2,6%-os csúcst, majd 2005 végére visszaesett 2,2%-ra. Az olajár-emelkedésnek az inflációra gyakorolt hatása

tükröződött az inflációs várakozások 2005-ben végrehajtott kiigazításaiban is. Például, az EKB szakértői által készített hivatalos előrejelzésekben (SPF) a 2005-re publikált inflációs várakozások az első negyedévre megadott 1,9%-ról 2005 utolsó negyedévére már 2,2%-ra emelkedtek. Ezzel szemben az SPF hosszú távú inflációs várakozásai 2005-ben 1,9%-os szinten változatlanok maradtak. Ezt a várható trendet hasonlóképpen értékelték más gazdasági előrejelzők is a rövid és hosszú távú inflációs várakozások esetében.

A harmonizált fogyasztóiár-index kevesebb volatilitással fémjelzett komponenseinek fontos szerep jutott az olajárakból begyűrző és a teljes infláció emelkedésére gyakorolt, felfelé irányuló nyomás megfékezésében. A 2005 első felében tapasztalt csökkenés után, az energia- és feldolgozatlan élelmiszer-komponensek nélkül számított harmonizált fogyasztóiár-index éves növekedési üteme kiegyenlítődtött az év második felében. Összességében véve, az energia- és feldolgozatlan termék-komponensek nélkül számított harmonizált fogyasztóiár-index éves növekedési üteme 2005-ben 1,5% volt, a 2004-ben tapasztalt 2,1%-hoz képest. A csökkenésre részben magyarázatot ad az, hogy a nettó közvetett adók és szabályozott árak alacsonyabb mértékben járultak hozzá a teljes inflációhoz 2005-ben, ami körülbelül 0,4 százalékpontnak felel meg, szemben a 2004-ben mért 0,6 százalékponttal.<sup>7</sup> Például a feldolgozott élelmiszerár inflációjára előnyösen hatottak a 2005 első felében jelentkező kedvező bázishatások, ami tükrözte a néhány országban 2004 első felében a dohánytermékekre kivetett jövedéki adó emelkedését. Ezeket a bázishatásokat csak részben kompenzálta a Németországban 2005 szeptem-

berében megemelt dohány jövedéki adó. Összességében véve tehát a feldolgozott élelmiszerek árváltozásainak éves mértéke 2005-ben 2,0% volt, ami jelentősen elmaradt a 2004-ben mért 3,4%-tól. Az energián kívüli ipari termékek árváltozásainak éves mértéke szintén csökkent a 2004. évi 0,8%-ról a 2005. évi 0,3%-ra. Az energián kívüli ipari termékek árainak ez a történelmi léptékben is nagyon alacsony mértékű hozzájárulása utalhat az erős külpiaci verseny és az euro korábbi erősödésének elhúzódó hatásai miatt az árakban jelentkező lefelé irányuló mozgásra. Rövid távon számolni lehet esetleges ingadozásokkal, mint pl. az akciós üdülés- vagy a közlekedési szolgáltatás-komponensek által okozott volatilitással, azonban a szolgáltatási árak inflációjá 2005-ben csökkent; ez az érték 2005-ben átlagosan 2,3% volt, szemben a 2004-ben kimutatott 2,6%-kal. Összességében véve 2005-ben kevés jel mutatott arra, hogy az energiaár-emelkedéseknek jelentős közvetett hatása lett volna.

Az a tény, hogy a teljes harmonizált fogyasztóiár-index inflációjá 2005-ben immár ötödik éve éppenhogy meghaladta a 2%-ot, rávilágít az infláció ragadósságát meghatározó feltételek elemzésének fontosságára. A 4. keretes írás válaszolja az eurorendszer infláció ragadósságát vizsgáló hálózatának főbb következtetéseit az euroövezetben jellemző infláció ragadóssága és az ármegállapító magatartás vizsgálatával kapcsolatban.

<sup>7</sup> A harmonizált fogyasztóiár-index alkomponenseinél figyelembe vett közvetett adó- és szabályozott árváltozások hatásainak értékelésével kapcsolatos további részletes adatokat lásd az EKB Havi jelentés 2004. januári számában megjelent, „A közvetett adó- és szabályozott árváltozások hatásai az inflációra” c. keretes írást.

#### 4. keretes írás

### AZ EUROÖVEZETBEN JELLEMZŐ INFLÁCIÓ RAGADÓSSÁGÁT ÉS ÁRMEGÁLLAPÍTÓ MAGATARTÁSÁT VIZSGÁLÓ KUTATÁSI HÁLÓZAT

Az eurorendszer infláció ragadósságát vizsgáló hálózatát (IPN) 2003-ban hozták létre azzal a céllal, hogy vizsgálják az euroövezetben és a tagállamokban az infláció ragadósságát és ármegállapító magatartását befolyásoló trendeket, tényezőket és azok implikációit. Az infláció ra-

gadóságának fogalma azt jelenti, hogy a gazdaságban bekövetkezett sokkhatást követően az infláció csak lassú ütemben konvergál a hosszú távú inflációs értékekhez. Az IPN 2005-ben összegezte a kutatási eredményeket.

Az IPN az eurorendszerhez csatlakozott központi bankok közös kutatási projektje volt. Eddig nem alkalmazott adatsorral dolgozott, széles körből vett adatokat gyűjtve össze a makrogazdasági és szektorális változók, és az egyes vállalatok ármegállapító magatartási gyakorlatának figyelembevételével. A fogyasztói és termelőiár-index kialakításához felhasznált egyéni áradatokat számos euroövezethez tartozó országból gyűjtötték össze. Ezen túlmenően, az IPN kilenc országban vizsgálta az ármegállapító magatartást. Ezek az adatbázisok együttesen különleges lehetőséget biztosítanak az ármegállapítók által követett magatartás megértéséhez. Ennek a vizsgálatnak még nemzetközi standardok szerint sincs előzménye, mivel az IPN számára hozzáférhető és általa vizsgált adatok jelentősen meghaladják azt a kört, amely más gazdaságok vonatkozásában rendelkezésre áll.

Az IPN előzetes eredményeit tudományos konferenciákon mutatta be annak érdekében, hogy visszajelzéseket kapjon szakmai körökből a vizsgálatok korai szakaszában, amelyeket a további munkában figyelembe lehet venni. 2005 során előadásokat tartottak Philadelphiában az Amerikai Közgazdászok Szövetségének éves közgyűlésén, valamint Amszterdamban az Európai Közgazdászok Szövetségének éves kongresszusán. Több kutatói tanulmány kiadására került sor az EKB-füzetek sorozatában, és az elkövetkező hónapokban további tanulmányok várhatók; ezek közül néhány már megjelent, vagy megjelenésre vár más szakmai kiadványokban.

Az ármegállapító gyakorlatot illetően az IPN a következő főbb megállapításokra jutott. Az euroövezetben az árak meglehetősen ragadósak, és átlagosan évente egyszer változnak.<sup>1</sup> Ha mégis árkiigazításokra kerül sor, a változás mértéke meglehetősen nagy, a kiskereskedelmi szektorban körülbelül 8-10%, a termelői szektorban pedig körülbelül 5%. Érdekes megfigyelni, hogy az áremelkedésnek és árcsökkenésnek majdnem egyenlő a megoszlása és a mértéke, kivéve a szolgáltatási szektort, ahol kismértékű áremelkedések gyakran fordulnak elő, az árcsökkenések viszont nagyon ritkák. Egyértelmű heterogén hatásokat lehet megfigyelni az egyes szektorokban, különösen az árkiigazítások gyakoriságát illetően. Ezen túlmenően az árváltozások gyakorisága, mértéke és iránya függ a makrogazdasági körülményektől (mint például az infláció mértéke) és az időtényezőktől (mint például a szezonális), és reagálnak specifikus gazdasági eseményekre is (mint például az áfakulcsokban történt változások).

A vizsgálatok azt mutatták, hogy a legtöbb vállalat rendszeres időközönként, és változó gazdasági körülményekre reagálva is, felülvizsgálja árait. Az árak felülvizsgálata gyakrabban fordul elő, mint az árak változása; ennek talán az lehet az oka, hogy a felmérések azt sugallják, hogy nincs szükség az árak változására, vagy mert bizonyos tényezők akadályozzák az árak változását még akkor is, ha a felmérések szerint szükség volna erre. Az IPN által végzett vizsgálatok találtak bizonyítékokat olyan tényezőkre, amelyek akadályozzák az árak változását; ezek közül a legfontosabbak a vállalatok és fogyasztók közötti nyílt, vagy hallgatóságos megállapodások, vagy a vállalatok egymás közötti, stratégiai megfontolások vezérelte interaktív cselekvés.

<sup>1</sup> Az árváltozások gyakorisága lényegesen elmarad az Egyesült Államokban bekövetkező árváltozások gyakoriságától például. Az eredmények részletesebb ismertetését lásd az EKB Havi jelentés 2005. novemberi számában, „Ármegállapító magatartás az euroövezetben” címmel.

Továbbá az IPN azt is megállapította, hogy az infláció ragadosságának mértéke az aggregált-ság mértékével növekszik. Az egyéni, vagy erősen dezaggregált áradatsorok átlagosan sokkal kevésbé ragadósak, mint az aggregált adatsorok. Az empirikus becslések azt mutatják, hogy a jelenlegi monetáris politikai rendszerben az infláció ragadosságának mértéke mérsékelt; fontos azonban figyelembe venni az infláció középszintjének korábbi, esetleges ingadozásait olyan becslésekben, amelyek huzamosabb időszakokra terjednek ki. Ha ezeket a tényezőket figyelembe is vesszük, a becsléseket továbbra is meglehetősen bizonytalanul veszi körül.

Összességében véve az IPN kutatási eredményei az euroövezetben jelentősen hozzájárultak az infláció ragadosságának és az ármegállapító magatartásnak a megértéséhez. A gazdasági modellkialakításakor fontos politikai implikációkat és következményeket is figyelembe kell venni, mivel a mikroökonómiai alapokon működő makroökonómiai modellek széles körben elfogadott feltételezéseit kérdőjelezzik meg az új eredmények. Ami a politikát illeti, a kutatási eredmények rávilágítanak annak a ténynek a rendkívüli fontosságára, hogy a központi bankoknak törekedniük kell az inflációs várakozások lehorgonyozására, mivel ily módon csökkenthető az infláció ragadossága és szélesebb mozgástér biztosítható a monetáris politika részére.

#### **DINAMIKUS LAKÓINGATLANÁRAK**

Az euroövezetben folytatódott a (harmonizált fogyasztóiár-indexbe nem számító) lakóingatlan-árak növekedése 2005-ben; az árnövekedés 2005 első felében 7,7% volt (egymást követő években), szemben a 2004-ben egész évben realizált 7,0%-os növekedéssel (lásd 25. ábra). Az erős általános növekedés azonban elfedte az egyes országok szintjén meglévő jelentős eltéréseket. A közelmúlt dinamikus áremelkedései a spanyol, francia és olasz lakóingatlanpiac élénk árnövekedését jellemzik, miközben Németországban a lakóingatlan-árak kismértékben csökkentek. A 2005. év második felében rendelkezésre álló, negyedéves adatok Spanyolországban és Franciaországban további erős árnövekedésre utalnak, de az árnövekedés mértéke a korábbihoz képest mérséklődik.

#### **KORLÁTOZOTT KÖZVETETT HATÁSOK A TERMELÉSI LÁNC KÉSEI SZAKASZAIBAN**

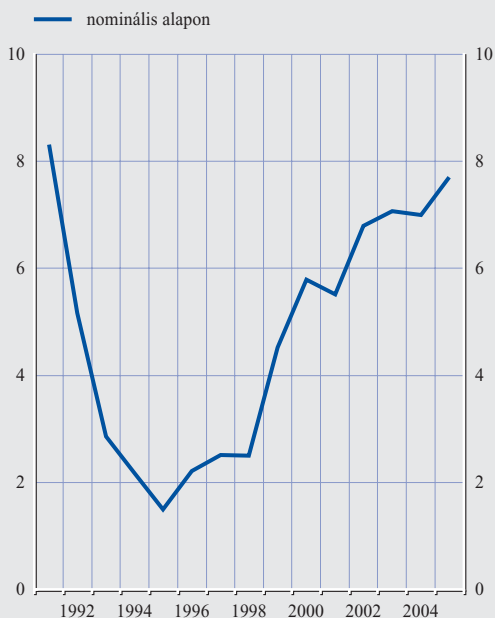
Az (építőipar nélkül számított) ipari termelők árak éves növekedési rátája az euroövezetben 2005-ben 4,1% volt, ami jelentősen meghaladta a 2004-ben tapasztalt 2,3%-ot (lásd 26. ábra). A növekedésért elsősorban az energiaárak felelősek, hiszen az energia (és építőipar) nélkül számított ipari termelők árak éves növekedési üteme 2005-ben 1,8%-ot ért el, szemben a 2004-es 2,0%-kal.

Az energia nélkül számított ipari termelők árak éves növekedési ütemének általános stabilitása elfedte az alágazat szintjén ugyancsak végbemenő, eltérő irányú változásokat. A termelőeszköz-árak éves növekedési üteme 2005-ben 1,3% volt, szemben a 2004-es 0,7%-kal. Az áremelkedésre felfelé irányuló nyomásokat részben ellensúlyozta a félkész termékek árainak erős csökkenése, ami részben tükrözte a nem olaj energiahordozó nyersanyagárak alakulását, valamint az euro korábbi felértékelődésének elhúzódó hatásait. A félkész termékek árainak éves növekedési üteme a 2005 januárjában észlelt 5,5%-ról 2005 decemberére 1,9%-ra esett vissza; az átlag 2005-ben 2,9% volt, szemben a 2004-es 3,5%-kal.

Kevés jel mutatott arra, hogy jelentős áremelkedésre ható nyomás torlódik fel a termelési lánc kései szakaszaiban. A fogyasztói termékek termelők árjai 2005-ben 1,1%-kal nőttek, ami a 2004. évi 1,3%-hoz képest csökkenést mutat. A gyenge fogyasztói kereslet, a megnövekedett külpiaci verseny és az euro korábbi felértékelődésének elhúzódó hatásai talán visszatartották a vállalatokat attól, hogy az energiaárak, és kisebb mértékben a félkész termékek árainak növekedését beépítsék az áraikba.

## 25. ábra: A lakóingatlan-árak alakulása

(éves százalékos változások, éves adatok)



Forrás: Az EKB-nak a nem harmonizált nemzeti adatokon alapuló számításai.  
Megjegyzés: A 2005. évi adatok az év első felére vonatkoznak.

## 26. ábra: Az ipari termelői árak bontása

(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

## A MUNKAERŐKÖLTSÉGEK MÉRSÉKELTEN VÁLTOZTAK 2005-BEN

Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedése 2005 első három negyedévében jelentősen csökkent, és az éves átlagos növekedési ráta 1,5% volt, szemben a 2004-ben tapasztalt 2,0%-kal (lásd 2. táblázat). A csökkenést főleg az építőipar nélkül számított iparban és kisebb mértékben a szolgáltatási szektorban fizetett bérek változása okozta (lásd 27. ábrát). A

szolgáltatási szektoron belül azonban a változás eltérő irányú volt. Miközben a piaci szolgáltatási szektorban az egy munkavállalóra jutó javadalmazás 2005 első három negyedévében átlagosan 1,8%-kal növekedett, szemben a 2004-es 1,5%-kal, a nem piaci szolgáltatási szektorban ez a növekedés jelentősen csökkent; az éves átlagos növekedési ütem 0,8% volt, szemben a 2004-es 2,1%-kal.

## 2. táblázat: A munkaerőköltség mutatói

(ellenkező jelzés hiányában éves százalékos változások)

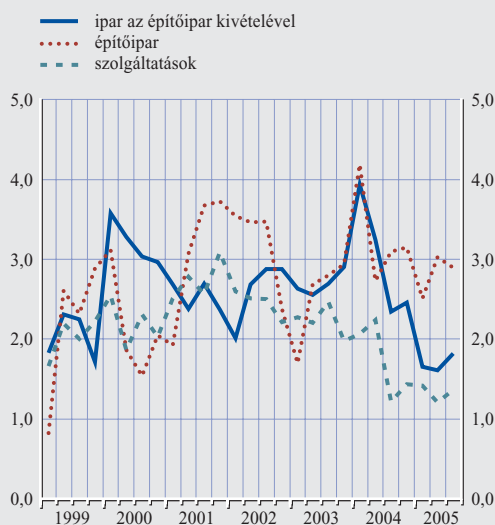
	2003	2004	2005	2004 IV. n.év	2005 I. n.év	2005 II. n.év	2005 III. n.év	2005 IV. n.év
Kialkudott bérek	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Egy órára eső összes munkaköltség	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Egy munkavállalóra jutó javadalmazás	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Egyéb elemek:</i>								
Munkatermelékenység	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Fajlagos munkaerőköltség	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Források: Eurostat, nemzeti adatok és az EKB számításai.



**27. ábra: Az egy alkalmazottra jutó szektoronkénti javadalmazás**

(éves százalékos változások, negyedéves adatok)



Források: Eurostat és az EKB számításai.

A további munkaerőköltség-mutatók szintén mérsékelt bérnövekedésre utalnak. A kialakított bérek éves növekedési üteme 2005-ben 2,1% volt, ami lényegében nem változott 2004-hez képest. Ezen túlmenően több euroövezetbe tartozó országban a 2005 végéig aláírt, bértárgyalásokon kialakított bértmegállapodások világszerte informális adatok nem utaltak arra, hogy a magasabb olajárak jelentős második hullámú hatásai begyűrűztek volna, túl a bérindexálási megállapodások mechanikus kihatásain, azokban az országokban, ahol ilyen jellegű megállapodásokat alkalmaznak. Összességében véve, a jelenlegi mérsékelt reál-GDP-növekedés és az euroövezet munkaerőpiaci viszonyaira ható korlátozott nyomás figyelembevételével, 2005-ben a bérnövekedés alacsony színvonalú maradt.

A bérnövekedésben tapasztalt csökkenés ellenére, a fajlagos munkaerőköltség növekedése 2005-ben változatlan maradt. A fajlagos munkaerőköltségek 2005 első három negyedévében átlagosan 0,9%-al nőttek, hasonlóan a 2004-ben mért számadathoz. Ez a termelékenység növekedési ütemének csökkenését tükrözte, amely

2005 első három negyedévében átlagosan 0,6% volt, szemben a 2004-ben regisztrált 1,1%-kal.

## 2.4 A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

### LASSÚBB GAZDASÁGI NÖVEKEDÉS 2005-BEN

Az euroövezet (munkanapok számával részben kiigazított) reál-GDP-növekedése 2005-ben 1,4%-ot tett ki, azaz elmaradt az előző évben regisztrált 1,8%-tól és a potenciális kibocsátás növekedési rátájának trendjétől (lásd 3. táblázat). A gazdasági tevékenység 2004 közepe óta megfigyelt szerény növekedését folytatva a vártnál gyengébb 2005-ös teljesítmény az olajárának erejét, az euro 2004-es felértékelődésének késleltetett hatásait, valamint a globális kereslet 2005. első félévi ideiglenes csökkenését tükrözte.

A 2001 közepétől 2003 közepéig terjedő, lassú növekedéssel jellemzett hosszú időszakot követően a 2003 harmadik negyedévében kezdődött fellendülés üteme viszonylag gyenge volt az 1980-as és 1990-es évek elejének fellendülési időszakaihoz képest. Ezt számos tényező magyarázhatja. Először is, szemben a korábbi fellendülésekkel, a mostani fázist az igen erős olajár-emelkedések és az euro jelentős felértékelődése jellemzi. Másodszor, meg nem erősített bizonyíték van arra nézve, hogy a potenciális kibocsátásnövekedés az utóbbi években – főként az alacsonyabb munkatermelékenységnövekedés következtében – hanyatlott. Harmadszor, azt is figyelembe kell venni, hogy az élénkület megelőző lassulás viszonylag csekély volt. Annyiban, amennyire a fellendülés ereje függ az azt megelőző visszaesés mélységétől, nem meglepő, hogy a jelenlegi fellendülés a korábbiakhoz képest bizonyos mértékig kevésbé dinamikus.<sup>8</sup>

2005 egészét tekintve a növekedés mérséklődése a külgazdaság és a belső belföldi kereslet

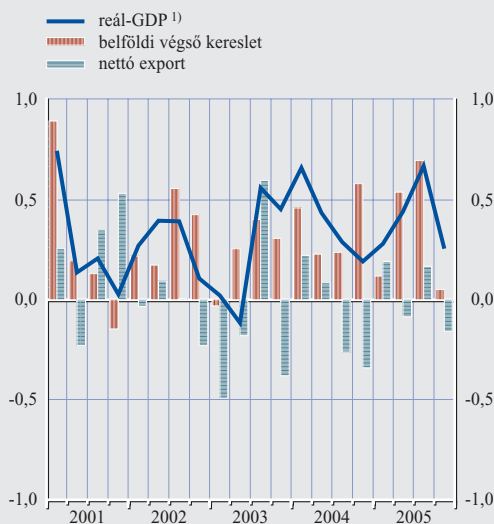
<sup>8</sup> Lásd még az EKB Havi jelentése 2005. novemberi számának „A jelenlegi euroövezeti fellendülés történelmi perspektívából” (*The current euro area recovery from a historical perspective*) című keretes írását.

kiseb hozzájárulásának tulajdonítható. Mind a belföldi kereslet, mind az export 2005. évi növekedése elmaradt a 2004. év végi várakozástól (lásd 28. ábra).

Ami a növekedéshez való belföldi hozzájárulást illeti, a magánfogyasztás növekedése 2005-ben is mérsékelt volt (lásd 3. táblázat). Ez részben annak az eredménye volt, hogy a reál rendelkezésre álló jövedelem csak kissé növekedett, tükrözve a névleges jövedelem visszafogott növekedését és az energiaárak emelkedését. Ezeket a hatásokat nem ellensúlyozták alacsonyabb lakossági megtakarítások, valószínűleg azért, mert a foglalkoztatással kapcsolatos várakozások viszonylag pesszimisták maradtak. Lehet, hogy a nyugdíj- és egészségügyi rendszerek fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak is szerepet játszottak azzal a ténnyel együtt, hogy az alacsony jövedelmű keresőket, akiknek magasabb a fogyasztási határhajlandósága, aránytalanul befolyásolta a gyenge jövedelemnövekedés, valamint az alapvető áruk és

**28. ábra: A negyedéves reál-GDP-növekedés összetevői**

(negyedéves összetevők százalékpontban; szezonális kiigazítással)



Források: Eurostat és az EKB számításai.

1) Százalékos változás az előző negyedévhez képest.

**3. táblázat: A reál-GDP-növekedés összetevői**

(ellenkező jelzés hiányában százalékos változások; szezonálisan kiigazítva)

	Éves ráták <sup>1)</sup>								Negyedéves ráták <sup>2)</sup>				
	2003	2004	2005	2004 IV. n.év	2005 I. n.év	2005 II. n.év	2005 III. n.év	2005 IV. n.év	2004 IV. n.év	2005 I. n.év	2005 II. n.év	2005 III. n.év	2005 IV. n.év
Reál bruttó hazai termék <i>ebből:</i>	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
Belföldi kereslet <sup>3)</sup>	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Magánfogyasztás	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Állami fogyasztás	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Készletek változása <sup>4)</sup>	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Nettó export <sup>3)</sup>	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Export <sup>5)</sup>	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Import <sup>5)</sup>	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Reál bruttó hozzáadott érték <i>ebből:</i>													
Ipar, kivéve az építőipart	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Építőipar	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Tisztán piaci szolgáltatások <sup>6)</sup>	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Források: Eurostat és az EKB számításai.

Megjegyzés: a feltüntetett adatok szezonálisan és részben munkanaphatással kiigazított adatok, mivel nem minden ország szolgáltat olyan negyedéves nemzetiszámla-idősört, amely a munkanapok számával korrigálva van.

1) Százalékos változás a korábbi év azonos időszakához képest.

2) Százalékos változás az előző negyedévhez képest.

3) A reál-GDP-növekedéshez való hozzájárulásként; százalékpontban.

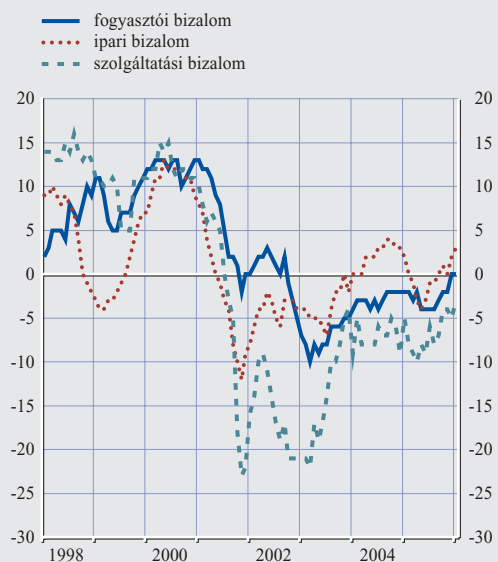
4) Beleértve a felvásárlásokat, leszámítva az értéktárgyak elidegenítését.

5) Az export és import magában foglalja az árukat és szolgáltatásokat, és tartalmazza az euroövezeten belüli határokon átnyúló kereskedelmet. Tekintve, hogy az euroövezeten belüli kereskedelem szerepel a nemzeti számlák import- és exportadataiban, ezek az adatok nem teljesen összevethetőek a fizetésimérleg-adatokkal.

6) Tartalmazza a kereskedelmet, szállítást, javításokat, szállodákat és éttermeket, hírközlést, pénzügyeket, üzleti szolgáltatásokat, ingatlan- és bérleti szolgáltatásokat.

## 29. ábra: Bizalmi mutatók

(százalékos egyensúlyok; szezonálisan kiigazítva)



Forrás: az Európai Bizottság üzleti és fogyasztói felmérései.  
Megjegyzés: Minden adat szezonálisan kiigazított. A bemutatott adatokat a fogyasztói és ipari bizalomra vonatkozóan az 1985 januárjától, míg a szolgáltatási bizalomra vonatkozóan az 1995 áprilisától terjedő időszak átlagától való eltérésekként számították.

szolgáltatások ársokkjai. A fogyasztói bizalom 2005-ben mérsékelt maradt, bár az év vége felé a javulás jeleit mutatta (lásd 29. ábra).

2005 első felében a beruházások növekedése jelentősen elmaradt a 2004 második félévében

megfigyelttől. Ez a lassulás főként a nem építőipari beruházások alacsonyabb növekedése miatt következett be, főként a szállítási szektor negatív alakulásának tulajdoníthatóan.

Ugyanakkor a bruttó állóeszköz-felhalmozás 2005 közepétől kezdődően erősebben nőtt. 2005-ben a beruházásokat támogató tényezőket az üzleti hatékonyság javulása, a jelentős vállalati jövedelmek, az igen kedvező finanszírozási feltételek, valamint a globális kereslet növekedése jelentették.

A 2005. évi gazdasági növekedés szektoronkénti bontása azt mutatja, hogy az iparban (az építőipar nélkül), az építőiparban és a szolgáltatási szektorban hozzáadott érték pozitívan járult hozzá a növekedéshez. A piaci szolgáltatások szektorában a hozzáadott érték növekedése nagyobb volt, mint 2004-ben, miközben az építőipart nem tartalmazó iparban alacsonyabb volt. 2005 első felében romlott az ipari és a szolgáltatási bizalom, bár aztán a második félévben javult (lásd 29. ábra). Az utóbbi évtizedekben jelentősen nőtt a szolgáltatási szektor fontossága, és a várakozások szerint az elkövetkező években tovább növekszik az euroövezet gazdaságához való hozzájárulása. Az 5. keretes írás ismerteti az euroövezet növekedésének szektoronkénti összetételét, és a szolgáltatási szektor alakulásának részletesebb elemzését adja.

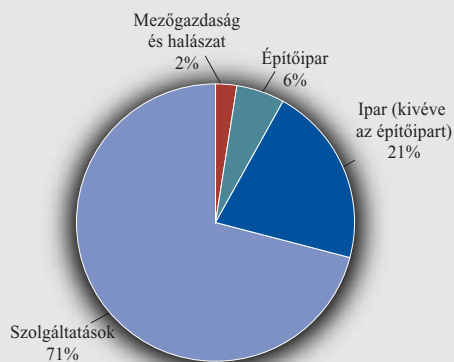
## 5. keretes írás

### AZ EUROÖVEZET NÖVEKEDÉSÉNEK SZÉKTORONKÉNTI ÖSSZETÉTELE

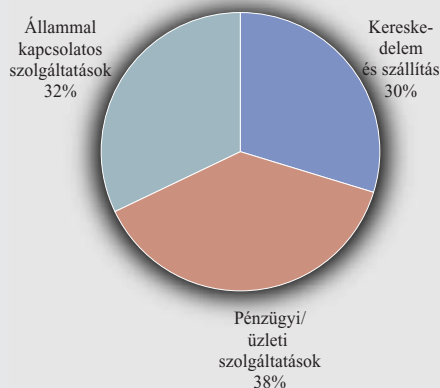
Ez a keretes írás az euroövezet gazdasága ágazati szerkezetének, valamint a szektorok utóbbi években bekövetkezett változásainak áttekintését adja. Ugyancsak tárgyalja a fő gazdasági szektorok utóbbi évekbeli hozzájárulását az euroövezet hozzáadott értékének növekedéséhez és a volatilitáshoz, és feltárja, hogy a korábbi fellendülésekhez képest a jelenlegi élénkülés viszonylagos gyengesége kötődik-e bizonyos szektorok alakulásához.

A hozzáadott érték szektoronkénti bontása rámutat a szolgáltatási szektor euroövezetben betöltött prominens szerepére [lásd A) ábra]. Körülbelül 70%-os részesedésével a szolgáltatási szektor messze a leghatalmasabb gazdasági szektor az euroövezetben. A főként feldolgozóiparból (de bányászatból és kőbányászatból, valamint a villanyáram-, gáz- és vízszolgáltató ágazatok-

A) ábra: A teljes reál bruttó hozzáadott érték összetétele<sup>1)</sup>



B) ábra: A szolgáltatások reál bruttó hozzáadott értékének összetétele<sup>1)</sup>



Forrás: Eurostat.

1) A súlyok a 2005. évre vonatkoznak.

ból is) álló ipari szektor az euroövezet hozzáadott értékének körülbelül 20%-át adja. Az építőipar és a mezőgazdaság részesedése csak 6% illetve 2%.

A szolgáltatási szektort általában még tovább bontják három fő, körülbelül azonos méretű kategóriára, nevezetesen kereskedelemre és szállításra, pénzügyi és üzleti szolgáltatásokra, valamint egy olyan szektorra, amely elsősorban az állammal kapcsolatos szolgáltatásokat tartalmazza [lásd B) ábra]. Jóllehet ez a bontás nem választja szét szigorúan a magán- és a közszolgáltatásokat, a kereskedelmet és szállítást, valamint a pénzügyi és üzleti szolgáltatásokat tartalmazó kategóriákat általában piaci szolgáltatási szektoroknak hívják.

A fejlett gazdaságok esetén általában megfigyelt fejlődési trendekkel összhangban az euroövezet gazdasága számottevő szerkezeti változásokon ment keresztül. Ezt tükrözi az a tény, hogy jelentősen megnőtt a szolgáltatási szektor fontossága, miközben az ipari szektor részaránya folyamatosan csökken. 1996 óta például a szolgáltatási szektor részesedése a teljes hozzáadott értékből körülbelül 3 százalékponttal növekedett, mialatt az ipari szektoré 2 százalékponttal csökkent. A szolgáltatási szektor részesedésének növekedését számos tényező magyarázhatja. Ezek közé tartozik a fogyasztói kereslet szolgáltatások felé történő elmozdulása a jövedelmek növekedésével egyidőben, a szolgáltatási szektor liberalizációja, valamint a nők növekvő részvétele a munkaerőpiacon, ami bizonyos mértékig azzal jár, hogy a háztartási tevékenységektől a szolgáltatási tevékenységekhez fordulnak.

Az egyes euroövezeti szektorok által hozzáadott értékek arányainak változásai a szektoronkénti növekedési teljesítmények jelentős különbségeit tükrözik. Az üzleti szolgáltatásokat illetően, a szolgáltatási szektorban tapasztalt növekedést részben magyarázhatja az is, hogy az ipari szektor cégei bizonyos tevékenységeket kiszerveznek. Ez a fejlemény a két szektor közötti kapcsolatokat is erősíti. A táblázat azt mutatja, hogy az 1990-es évek eleje óta a reál bruttó hozzáadott érték az euroövezetben negyedévenként átlagosan 0,5%-kal növekedett. Ugyanilyen ütemű volt a szolgáltatások növekedése, amelyet különösen a piaci szolgáltatások növekedése

## Az euroövezeti reál bruttó hozzáadott érték alakulása szektoronként

(átlagok a megadott időszakokban)

	Negyedéves növekedés (százalékok) (1991–2005)	(A negyedéves növekedés) szórása (1991–2005)	Hozzájárulások a negyedéves növekedéshez (százalékpont) (1996–2005)	Átlagos abszolút hozzájárulások a negyedéves növekedés változásához (százalékpont) (1996–2005)
Szolgáltatások	0,5	0,3	0,4	0,2
Kereskedelmi és szállítási szolgáltatások	0,5	0,6	0,1	0,1
Pénzügyi és üzleti szolgáltatások	0,7	0,4	0,2	0,1
Állammal kapcsolatos szolgáltatások	0,4	0,3	0,1	0,0
Ipar (kivéve az építőipart)	0,3	1,0	0,1	0,2
Építőipar	0,1	1,7	0,0	0,1
Mezőgazdaság	0,4	1,6	0,0	0,0
<b>Összesen</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-</b>

Források: Eurostat és EKB becslései.

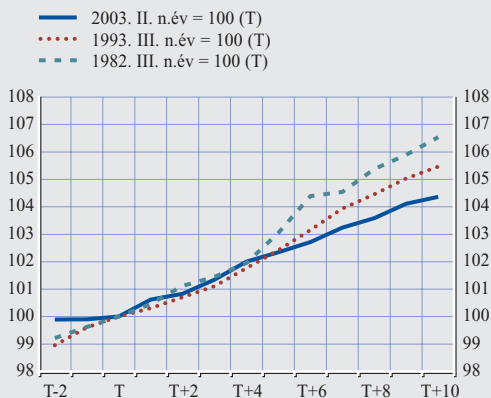
vezérelt. Az (építőipart nem tartalmazó) ipar átlagosan 0,3%-kal bővült, míg a legalacsonyabb, mindössze 0,1%-os növekedést az építőiparban tapasztalták. Méretüknél és jelentős teljesítményüknél fogva a szolgáltatások járultak leginkább hozzá az euroövezeti hozzáadott érték emelkedéséhez. Az 1990-es évek közepe óta a szolgáltatások átlagosan 0,4 százalékponttal járultak hozzá az euroövezet hozzáadott értékének növekedéséhez, szemben az ipari szektor mindössze 0,1 százalékpontos átlagos hozzájárulásával.

Ugyancsak jelentős különbségek mutatkoznak az egyes szektorok között a hozzáadott érték növekedésének volatilitását illetően. A szolgáltatási szektorban a hozzáadott érték növekedése lényegesen alacsonyabb volatilitást mutat, mint más szektorokban (szórással mérve). Mégis, az 1990-es évek közepe óta mérete következtében a szolgáltatási szektor átlagosan körülbelül annyival járult hozzá a hozzáadott érték növekedésének volatilitásához, mint az ipari szektor.

Tekintettel az euroövezet fő szektorai átlagos növekedési teljesítményei között meglévő lényeges különbségekre, felmerül a kérdés, hogy történelmi távlatból melyik szektor alakulása milyen mértékben járult hozzá a jelenlegi fellendülés viszonylagos gyengeségéhez. A 2003 közepén kezdődött élénkülés a fellendülés második évében veszített lendületéből, mielőtt ismét erősödött volna 2005 harmadik negyedévében. A C) és a D) ábra összehasonlítja a szolgáltatási és az ipari szektor alakulását a jelenlegi és a két korábbi fellendülés idején. Az ábrákból kiderül, hogy e fellendülés második évében a viszonylagos gyengeség nem valamelyik szektor gyenge teljesítménye miatt volt. Valójában mind az ipari, mind a szolgáltatási szektor teljesítménye követte a GDP általános alakulását. A két korábbi fellendülés átlagos fejleményeihez viszonyítva a jelenlegi fellendülés első évében egyik szektornál sem mutatkozott nyilvánvaló eltérés. A fellendülés második évében viszont a hozzáadott érték növekedése mindkét szektorban gyengébb volt, mint az előző két fellendülés átlaga. Ezen túlmenően az ábrák illusztrálják, hogy a szolgáltatási szektorhoz képest az ipari szektor alakulása sokkal volatilibb természetű. A mostani fellendülés második éve viszonylag gyenge növekedésében valószínűleg számos tényező játszott szerepet, beleértve az alacsonyabb kibocsátásnövekedési trendet, az árfolyam- és olajársokkokat, valamint a néhány euroövezeti gazdaságban zajló reformok körüli bizonytalanságot (Lásd az EKB Havi jelentés 2005. novemberi számának „A jelenlegi euroövezeti fellendülés történelmi perspektívából” (*The current euro area recovery from a historical perspective*) című keretes írását).

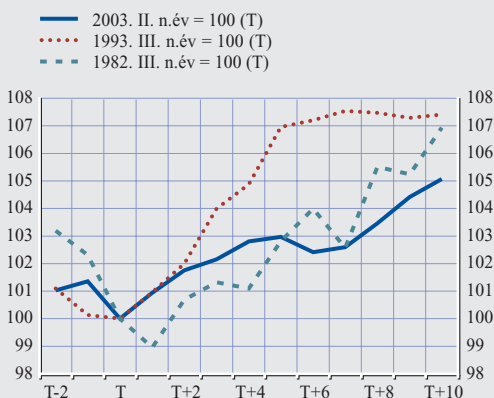
### C) ábra: Az euroövezet szolgáltatási szektorának hozzáadott értéke

(index, T = 100)



### D) ábra: Az euroövezet ipari szektorának hozzáadott értéke

(index, T = 100)



Forrás: az EKB-nak az Eurostat adatain alapuló számításai.

Megjegyzés: A fellendülés a T+1-ben kezdődik, ahol a T negyedév a Gazdaságpolitikai Kutatóközpont (CEPR) Euroövezeti Konjunktúra Dátumait Meghatározó Bizottsága (Euro Area Business Cycle Dating Committee) által megállapított mélypont (lásd <http://www.cepr.org/data/Dating>), kivéve a legutóbbi fellendülést, amelyet a reál negyedéves GDP-növekedés mintája alapján határoztak meg.

Általában megállapítható, hogy az euroövezeti hozzáadott érték növekedésének szektoronkénti összetétele hangsúlyozza a szolgáltatási szektor euroövezetbeli fontosságát. A szolgáltatási szektor messze a legnagyobb gazdasági szektor az euroövezetben. Fontossága jelentősen nőtt az utóbbi évtizedekben (és ez a folyamat nagy valószínűséggel folytatódik), és jelenleg körülbelül ugyanannyival járul a hozzáadott érték növekedésének általános volatilitásához, mint az ipari szektor. Következésképpen, a korábbi fellendülésekhez képest a jelenlegi élénkülés második évének (azaz 2004 közepe és 2005 közepe közötti) gyengébb növekedése lényegében megoszlott a főbb euroövezeti szektorok között.

A különféle szóródási mutatók azt jelzik, hogy a reál-GDP-növekedési ráták euroövezeti országok közötti eltérései 2005-ben nagyjából változatlanok maradtak. Részben a globális gazdasági növekedés és kereskedelem mérséklődését és az olajárak emelkedését tükrözve, az előző évhez viszonyítva 2005-ben az átlagos éves reál-GDP-növekedés valamennyi euroövezeti országban csökkent vagy gyakorlatilag változatlan maradt, kivéve Spanyolországot, ahol valamennyire növekedett, és viszonylag erős maradt.

#### FOLYTATÓDÓ JAVULÁS A MUNKAERŐPIACON

Az év folyamán a foglalkoztatás a 2004. évihez hasonló ütemben emelkedett (lásd 4. táblázat). Az egyes szektorokat tekintve, a foglalkoztatás erősen növekedett a szolgáltatási és az építő-

ipari szektorokban, miközben tovább csökkent az (építőipart nem tartalmazó) iparban és a mezőgazdaságban. A foglalkoztatási kilátások felmérési adatai az év vége felé ugyancsak figyelemre méltóan növekedtek mind a szolgáltatási, mind az ipari szektorban. A 2005. évi mérsékelt gazdasági konjunktúra fényében valószínű, hogy a részmunkaidős foglalkoztatás és az egyéni vállalkozás elterjesztését elősegítő utóbbi időben tapasztalható munkaerő-piaci intézkedések kulcsszerepet játszanak.

2005-ben az euroövezetben a munkanélküliségi ráta folyamatosan csökkent, és az év végére 8,3%-ot ért el (lásd 30. ábra). A 25 év alatti dolgozók munkanélküliségi rátája jelentősen esett. Miután az egyensúlyi – nem inflációgerjesztő – munkanélküliségi ráta (NAIRU) az 1970-es

#### 4. táblázat: A munkaerőpiac alakulása

(százalékos változások az előző időszakhoz képest; százalék)

	2003	2004	2005	2003	2003	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2005
				III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év
Munkaerő	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Foglalkoztatás	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Mezőgazdaság <sup>1)</sup>	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Ipar <sup>2)</sup>	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– kivéve építőipar	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– építőipar	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Szolgáltatások <sup>3)</sup>	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
<b>Munkanélküliségi ráta<sup>4)</sup></b>													
Összesen	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
25 év alatt	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 év és felett	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

Forrás: Eurostat és az EKB számításai.

1) Beleértve a halászatot, vadászatot és erdészetet.

2) Tartalmazza a feldolgozóipart, építőipart, bányászatot és kőbányászatot, villamosenergia-, gáz- és vízellátást.

3) Kivéve területen kívüli testületeket és szervezeteket.

4) A munkaerő százaléka az ILO ajánlása szerint.

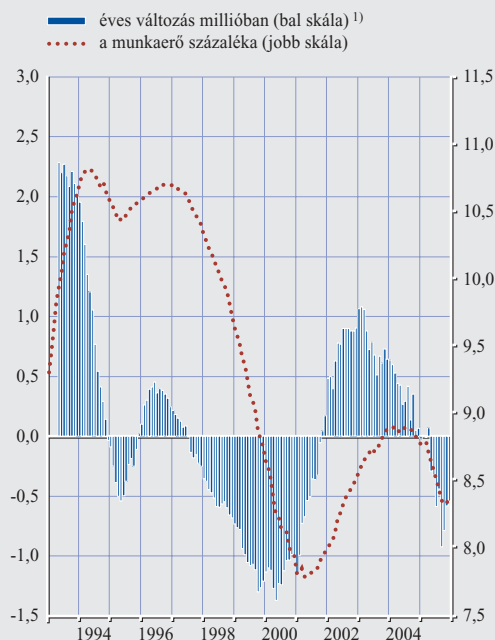
évek és az 1990-es évek közepe között megnőtt, ami javarészt káros sokkokat és merev munkaerő-piaci intézményeket tükrözött a legtöbb

euroövezeti országban, az utóbbi évtizedben a NAIRU-becsléseket enyhén csökkentették.<sup>9</sup> Ez a csökkentés mindenekelőtt néhány euroövezeti ország munkaerő-piaci reformja hatásának tulajdonítható. (Erről további részletek a 6. keretes írásban találhatóak.) Miközben számos ország jelentős előrelépést tett munkaerőpiaca rugalmasabbá tételében, sok országban ambiciózusabb reformokra van szükség. Az elkövetkező években csak a munkaerőpiac strukturális reformja mellett határozottabb elkötelezettség fogja lehetővé tenni a munkanélküliségi ráta lényeges csökkentését az árstabilitás veszélyeztetése nélkül.

A munkatermelékenység növekedése 2005-ben szerény maradt (lásd 31. ábra). A termelékenység növekedése az ipari szektorban (kivéve az építőipart) meghaladta a teljes gazdaság termelékenységénövekedését. Az euroövezet termelékenységének növekedése az utóbbi években csökkenést keltő volt, és az 1990-es évek 2%-ot meghaladó értékéről az utóbbi idők 1%-ot alig meghaladó szintjére csökkent. Az euroövezetben a termelékenység alacsonyabb növekedése részben a magasabb foglalkoztatáshoz kötődött, de tükrözi az új, termelékenységet fokozó tech-

#### 30. ábra: Munkanélküliség

(havi adatok; szezonális kiigazítással)



Forrás: Eurostat.

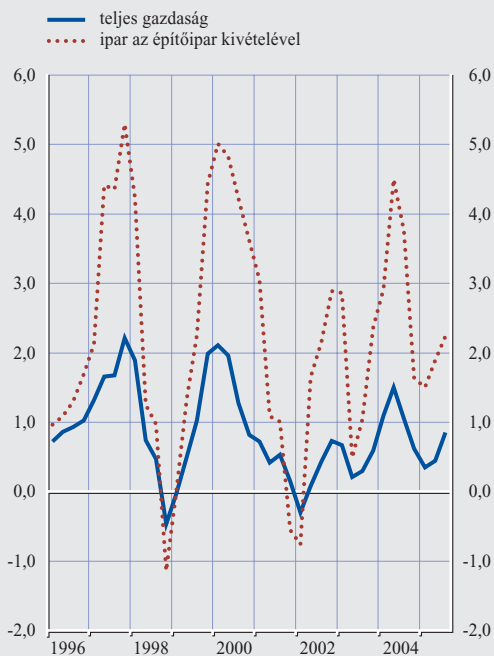
Megjegyzés: Valamennyi év adatai mind a 12 euroövezeti országra vonatkoznak.

1) Az éves változások nincsenek szezonálisan kiigazítva.

<sup>9</sup> Lásd még az EKB Havi jelentés 2005. augusztusi számának „Az euroövezet strukturális munkanélküliségének hosszabb távú perspektívája” (*A longer-term perspective on structural unemployment in the euro area*) című keretes írását.

### 31. ábra: A munka termelékenysége

(éves százalékos változások)



Forrás: Eurostat.

nológiák nem kellő kihasználását is. Az utóbbi évek munkatermelékenység-növekedésének bontása azt is mutatja, hogy a munkaerő alacsonyabb minősége is szerepet játszik a munkaerő termelékenységének növekedésében.<sup>10</sup> Előzetes empirikus bizonyíték kapcsolja össze az euroövezeti országok viszonylag gyenge termelékenységi teljesítményét a verseny hiányával és a foglalkoztatást védő jogszabályokkal.<sup>11</sup> Előre tekintve ez arra utal, hogy a humántőkepolitikákat az oktatási eredmények elősegítésére kell összpontosítani, és több munkahelyi képzést kell tartani. Nyilvánvaló szükség van olyan gazdaságpolitikákra is, amelyek ösztönzik az innovációt és elősegítik a termelékenységet javító technológiák alkalmazását.

10 Lásd: G. Schwerdt és J. Turunen: „Az euroövezeti munkaerő minőségének javulása” (*Growth in euro area labour quality*), ECB Working Paper 575., 2006. január.

11 Lásd: G. Nicoletti és S. Scarpetta: „Szabályozás és gazdasági teljesítmény: termékpiacon reformok és termelékenység az OECD-ben” (*Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD*), OECD Economics Department Working Paper 460., 2005. november.

## 6. keretes írás

### A STRUKTURÁLIS REFORMOK ELŐREHALADÁSA AZ EURÓPAI UNIÓ MUNKAERŐ- ÉS ÁRUPIACAIN

Az élesedő verseny, a gyors technológiai változások és a népesség öregedése következtében az európai országoknak új kihívásokkal kell szembenézniük, és ki kell használniuk a belőlük fakadó lehetőségeket. A munkaerő- és árupiacokon ilyen kihívást jelent mindenekelőtt a munkaerőpiac rugalmasságának növelése, a munkaerő szakismereteinek bővítése, az egységes piac kiteljesítése (a szolgáltatásokat is beleértve), az innováció elősegítése és az üzleti környezet erősítése. Mindez olyan strukturális reformokat igényel, amelyek fokozzák az európai gazdaság növekedési potenciálját, elősegítik a munkahelyteremtést, megkönnyítik az alkalmazkodást, és növelik a sokkokkal szembeni ellenálló képességét.

A kihívásokra adott válaszképpen az Európai Tanács 2005. tavaszi ülésén úgy határozott, hogy a Bizottságnak, a Tanácsnak és a tagállamoknak a fenntartható növekedésre és a munkahelyteremtésre<sup>1</sup> még inkább összpontosítva újult erővel kell hozzáfogniuk a 2000 márciusában elfogadott ambiciózus reformterv, a lisszaboni stratégia megvalósításához. Ezzel összefüggésben az ECOFIN Tanács a Bizottság javaslata alapján 2005-ben elfogadta hároméves integrált iránymutatási csomagját (2005–2008), amely az új gazdaságpolitikai iránymutatásokat és az új foglalkoztatási iránymutatásokat egyaránt magában foglalja. Ezek a gazdaság- és foglalkozta-

1 Lásd az EKB 2005. júliusi Havi jelentésében a „The Lisbon strategy – five years on” címmel megjelent cikket.



táspolitikai irányelvek többek közt olyan strukturális reformokat sürgetnek, amelyek javítják az Európai Unió munkaerő- és termékipiacainak működését. Az integrált iránymutatások alapján a tagállamok elkészítették nemzeti reformprogramjaikat, amelyekben meghatározták a 2005–2008 közötti időszakra tervezett strukturális reformjaikat (lásd a 4. fejezet 1. pontját). A Bizottság 2005 júliusában elfogadott egy párhuzamos közösségi lisszaboni programot, amely európai szinten végrehajtandó lépésekkel egészítette ki a nemzeti reformprogramokat.

A munkaerőpiacok működésének javítása a nemzeti reformprogramok egyik legfontosabb célja. Az Európai Unióban még mindig 20 millióan vannak munka nélkül, a foglalkoztatási ráták növelése és a munkanélküli ráták csökkentése eddig lassan haladt. Bár a tagállamok számos reformintézkedést bejelentettek a munkaerőpiac működésének javítására, úgy tűnik, hogy a lisszaboni stratégia foglalkoztatási céljainak eléréséhez további sürgős és az eddigieknél határozottabb lépésekre van szükség. Különösen a nők, a 25 évnél fiatalabbak és az 55 évnél idősebbek munkaerő-piaci részvételi és foglalkoztatási arányának kell növekednie. Ilyen feltételek mellett 2005-ben a tagállamok munkaerő-piaci politikája elsősorban arra irányult, hogy a munkaerőpiacra való belépést ösztönözve hasson a munkaerő-kínálatra. Az intézkedések nagy része a munkát terhelő adókkal, az aktív munkaerő-piaci politikával, a munkanélküli ellátással és a szociális juttatásokkal függött össze. A munkát terhelő adókkal kapcsolatos intézkedések többsége a foglalkoztatás adóterheinek enyhítését célozta, így a munkaerőköltségek csökkentésével ösztönözte a foglalkoztatást. Ami az aktív munkaerő-piaci politikát illeti, több ország is átalakította állami foglalkoztatási szolgálatát. A munkanélküli ellátás és a szociális juttatások területén számos intézkedést tettek, hogy növeljék a beavatkozások célirányosságát, szigorítsák az ellenőrzést, és szűkítsék a jogosultság feltételeit. Néhány EU-ország arról számolt be, hogy határai megnyitása az új tagállamokból érkezők előtt eddig összességében pozitív hatással volt a munkaerőpiacára. A korengedményes nyugdíjazással kapcsolatban ugyanakkor kevés reformot indítottak el.

Ha Európának a versenyt és a szabályozást illetően nem sikerül javítania az üzleti környezetét, azt kockáztatja, hogy hátrányba kerül versenytársaival szemben. Az áruk, a szolgáltatások és az energiapiacok, beleértve a hálózati iparágakat, még mindig nem eléggé versenyképesek. 2004 óta nemzeti és közösségi szinten is újabb lendületet vett a szabályozás tökéletesítésének folyamata. Ami a szolgáltatásokat illeti, fontos lépést jelent az egységes piac megteremtése irányába, ha elfogadják a belső piaci szolgáltatásokról szóló irányelvre vonatkozó javaslatot. Ugyanakkor további intézkedésekre van szükség a piacra lépés korlátainak lebontásához és a piac megfelelő működésének biztosításához, beleértve a hálózati iparágakat.

A munkaerő- és árupiaci reformokat olyan reformokkal kell kiegészíteni, amelyek megfelelő környezetet teremtenek a tudásfejlesztéshez és az innovációhoz. A kutatásra és fejlesztésre költött összegek tekintetében azonban az EU nemzetközi összehasonlításban elég hátul helyezkedik el. 2001 óta a GDP-ből erre a célra fordított kiadások aránya többé-kevésbé 1,9% körül stagnál, jóval elmaradva a 3%-os lisszaboni céltól. Bár sok tagállam nemzeti reformprogramja 2010-ig jelentős mértékű növekedést irányoz elő az összes K+F kiadásban, közép- és hosszú távon elsősorban a magánszektor kutatási-fejlesztési tevékenységének támogatására kell összpontosítani. Nagyobb hangsúlyt kell fektetni az oktatásra, hogy a munkaerő minősége a lisszaboni stratégia céljaival összhangban fejlődjön.

Összegzésül elmondható, hogy 2005-ben további előrehaladás történt a strukturális reformok területén. A megújított lisszaboni stratégia keretében kezdeményezett, majd a közösségi lissza-

boni programban és a nemzeti reformprogramokban bejelentett reformintézkedések újabb örven-  
detes lépést jelentettek a helyes irányba. A feladat az, hogy e programok alapján tovább gyor-  
sítsák a reformok általános ütemét.

## 2.5 FISKÁLIS FOLYAMATOK

### CSALÓDÁST KELTŐ KÖLTSÉGVETÉSI FOLYAMATOK 2005-BEN

2005-ben az euroövezet fiskális folyamatai nagyon csekély előrelépést mutattak a szilárd államháztartási pozíciók irányába. A tagállamok aktualizált stabilitási programjaiból rendelkezésre álló legfrissebb adatok szerint az euroövezet hiánya enyhén, a GDP 2,5%-ára csökkent, ami nem volt elegendő ahhoz, hogy meggátolja

az átlagos GDP-arányos adósságállomány további növekedését (lásd 5. táblázat). A 2005-re becsült költségvetési eredmény bizonyos fiskális megszorításokat tükrözött egy mérsékelt gazdasági növekedéssel jellemzett környezetben.

Számos ország nem teljesítette az aktualizált stabilitási programjában 2004 végén és 2005 első felében meghatározott költségvetési célokat. Részben a vártnál alacsonyabb gazdasági

5. táblázat: Fiskális pozíciók az euroövezetben

(a GDP százalékában)

Államháztartás többlete (+) / hiánya (-)

	2002	2003	2004	a stabilitási program adatai 2005-re
<b>Euroövezet</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>
Belgium	0,0	0,1	0,0	0,0
Németország	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3
Görögország	-4,9	-5,7	-6,6	-4,3
Spanyolország	-0,3	0,0	-0,1	1,0
Franciaország	-3,3	-4,1	-3,7	-3,0
Írország	-0,6	0,2	1,4	0,3
Olaszország	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3
Luxemburg	2,1	0,2	-1,2	-2,3
Hollandia	-2,0	-3,2	-2,1	-1,2
Ausztria	-0,4	-1,2	-1,0	-1,9
Portugália	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
Finnország	4,3	2,5	2,1	1,8

Államháztartás bruttó adóssága

	2002	2003	2004	a stabilitási program adatai 2005-re
<b>Euroövezet</b>	<b>69,2</b>	<b>70,4</b>	<b>70,8</b>	<b>71,0</b>
Belgium	105,8	100,4	96,2	94,3
Németország	61,2	64,8	66,4	67,5
Görögország	111,6	108,8	109,3	107,9
Spanyolország	53,2	49,4	46,9	43,1
Franciaország	58,8	63,2	65,1	65,8
Írország	32,4	31,5	29,8	28,0
Olaszország	108,3	106,8	106,5	108,5
Luxemburg	6,8	6,7	6,6	6,4
Hollandia	51,3	52,6	53,1	54,4
Ausztria	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugália	56,1	57,7	59,4	65,5
Finnország	42,3	45,2	45,1	42,7

Források: Európai Bizottság (2002–2004-re), 2005–2006-os aktualizált stabilitási programok (2005-re) és az EKB számításai.

Megjegyzés: Az adatok a túlzott hiány esetén követendő eljárás definícióján alapulnak. A költségvetési egyenlegekben nem szerepel az UMTS-licenckel eladásából származó bevétel.

növekedés következtében, de bizonyos országok konszolidációs hiányosságai és túlköltekezései miatt is, a várható eredmények átlagosan a GDP 0,2 százalékpontjával maradtak el a kitűzött értékektől. A becslült elmaradások különösen erősek voltak néhány, már egyébként is jelentős deficittel bíró országban. A költségvetési pozíciók 2005. évi romlása abban is megnyilvánul, hogy növekedett azon országok száma, amelyek a GDP 3%-ának megfelelő referenciaérték feletti deficitrátaikat regisztráltak, szemben a stabilitási programok 2004. évi aktualizálásával. Becslések szerint négy ország (Németország, Görögország, Olaszország és Portugália) deficitje haladta meg a referenciaértéket, bár a stabilitási programok ezt csak két országnál jelezték előre. Portugália kivételével, ahol 2002 és 2004 között jelentős ideiglenes intézkedések alkalmazásával tartották a hiányt a GDP 3%-án vagy az alatt, ezen országok deficitje az euro 1999-es bevezetése óta eltelt időszak nagyobbik részében meghaladta a referenciaértéket. A várakozások szerint Németország 2005-ös deficitráta a GDP 3,3%-ának fog megfelelni, míg Franciaországé 3,0%-nak. A német hiány így már az egymást követő negyedik évben maradt a GDP 3%-a felett. A 2004-ben elvégzett alapos statisztikai felülvizsgálatokat követően kiderült, hogy az ESA 95 módszer szerint Görögország hiánya 1997 óta meghaladta a referenciaértéket, és 2005-re a GDP 4,3%-ának megfelelő hiányszint várható. 2005-ben Olaszország is jelentősen túllépett a referenciaértéken, és becslült deficitráta a GDP 4,3%-át teszi ki. 2004-hez képest, a jelentős ideiglenes hatású intézkedések megszűnésével Portugália gyakorlatilag megduplázta hiányát, amely elérte a GDP 6%-át.

A teljes euroövezet költségvetési eredménye bizonyos mértékig restriktív fiskális politikai irányultságot mutatott. A becslült reál-GDP-növekedés a potenciális alatt volt, ami arra utal, hogy a gazdasági ciklus negatív hatással volt a költségvetés alakulására. A kamatkidadások stabilak maradtak, ami történelmileg alacsony kamatlábakat és kedvező pénzügyi környezetet tükröz.

Miközben az euroövezetben a konszolidációs szükségletek nagyban eltérőek voltak, és az egyes országok becslült, ciklikusan kiigazított költségvetési egyenlegei a GDP mintegy 2,5%-ának megfelelő többlet és a GDP körülbelül 5%-át kitevő hiány között alakultak, az államháztartási pozíciók strukturális javításai továbbra is számos országban elmaradtak a kívánt szinttől. A hiányt csökkentő ideiglenes intézkedések és egyszeri hatások – bár kevésbé mint a korábbi években – bizonyos mértékig elhomályosítják a képet, és jellegükből adódóan nem vezettek tartós javulásokhoz. Az euroövezet egészét tekintve, a GDP százalékában kifejezve a becslések szerint mind az állami kiadások, mind a bevételek enyhén növekedtek. A közvetlen adók és a társadalombiztosítási járulékok csökkentése nagyjából ellentételezte a kiadások korlátozott mértékű visszafogását, valamint a közvetett adók 2005-ben megfigyelt növekedését.

2005-ben az euroövezet GDP-arányos adósságállománya a várakozások szerint az egymást követő harmadik évben nőtt, és a GDP 71%-ának felel meg. Ez az emelkedés az alacsony elsődleges többletre és arra a tényre vezethető vissza, hogy a gazdasági növekedés alacsonyabb volt, mint az államadósság implicit átlagos kamatlába, illetve néhány esetben visszavezethető az adósságnövelő állománykiigazításokra (*stock-flow adjustments*). A legtöbb euroövezeti ország a GDP 60%-ának megfelelő referenciaértéket meghaladó adósságrátát könyvelt el. Sok esetben a GDP-arányos adósságállomány tovább emelkedett. Az euroövezetben a legmagasabb, a becslések szerint a GDP 108,5%-ának megfelelő szintű adósságrátája Olaszországnak volt. 2005-ben Görögország adósságrátája csak kissé csökkent, és az adósság a GDP 100%-a felett maradt. Három másik ország (azaz Németország, Franciaország és Portugália), amely meghaladja a GDP 60%-ának megfelelő referenciaértéket, várhatóan nem csökkentette GDP-arányos adósságállományát. A becslések szerint 2005-ben Belgium egyensúlyban levő költségvetést könyvelt el, de részben átmeneti intézkedések következtében az

adósságráta csökkentése a jelentős hiány-adósság kölcsönhatások miatt lényegesen lelassult. A jelentős költségvetési egyensúlyhiányok folytatódását és az euroövezet kedvezőtlen adósságdinamikáját a kibocsátott hitelviszonyt meg-

testesítő állampapírok volumene is tükrözi (lásd 7. keretes írás).

## 7. keretes írás

### AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ÁLTAL KIBOCSÁTOTT HITELVISZONYT MEGTESTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK ALAKULÁSA AZ EUROÖVEZETBEN

A kormányok költségvetési deficitekhez kötődő finanszírozási igényeinek növekedése következtében 2005-ben is jelentős volt az államháztartások adósságát megtestesítő értékpapírok kibocsátása. 1999-re, amikor a GMU harmadik szakasza kezdődött, a legtöbb euroövezeti ország költségvetési egyensúlyhiánya csak kicsi volt, sőt többleteket is elkönnyvelhettek, így ezen országok hitelfelvételi szükségletei alacsonyok voltak. 2000-tól kezdődően viszont – részben a rosszabbodó gazdasági feltételek eredményeként – romlani kezdtek a költségvetési pozíciók, és következésképpen megnövekedett az euroövezeti országok bruttó hiteligénye. Ezt a fejleményt tükrözi mind a GDP-arányos adósságállomány emelkedése, mind az euroövezet államháztartási szektora által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési üteme, amely az utóbbi négy esztendőben átlagosan 4,5%-ot tett ki [lásd A) táblázat].

Az államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának szerkezetét megvizsgálva kiderül, hogy az államadósság kibocsátását elsősorban a központi kormányzat vállalja magára, amelyre 2005 decemberében a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának 93,8%-a jutott, miközben az államháztartás többi része felelt a maradék 6,2%-ért. Ennek ellenére az államháztartás többi része által alkotott szektor egyre aktívabbá válik. 1998 és 2005 között a központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részesedése folyamatosan esett, miközben az államháztartás egyéb szektorai által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részesedése megkétszereződött [lásd B) táblázat].

Az adósságkezelésben az országoknak továbbra is hosszú távú az orientációja. Az egyik fontos tényező, amely a kormányok számára vonzóbbá tette a hosszú lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátását, a kamatlábak alacsony szintje volt. 2005 végén a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állományának 92,3%-át tette ki a hosszú lejáratú adósság, míg a rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részesedése mindössze 7,7% volt. Ez összhangban van a rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 2005. évben

#### A) táblázat: Az euroövezeti kormányok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési rátái

(százalék; időszak vége)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Teljes államháztartás	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
Hosszú lejáratú	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
fix kamatozású			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
változó kamatozású			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
Rövid lejáratú	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Forrás: EKB.

**B) táblázat: Az euroövezeti kormányok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kinnlevő összegeinek szerkezete**

(az államháztartás által kibocsátott összes hitelviszonyt megtestesítő értékpapír százalékában; időszak vége)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Központi kormányzat	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
Hosszú lejáratú értékpapírok	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
Rövid lejáratú értékpapírok	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Egyéb államháztartás	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
Hosszú lejáratú értékpapírok	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
Rövid lejáratú értékpapírok	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Államháztartás összesen								
Hosszú lejáratú	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
fix kamatozású	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
változó kamatozású	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
Rövid lejáratú	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Államháztartás összesen, milliárd euróban	3 314,6	3 450,7	3 547,6	3 765,7	3 940,2	4 142,0	4 370,5	4 588,3

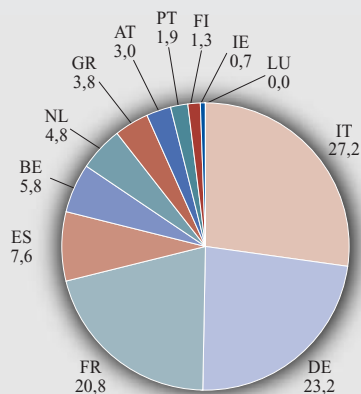
Forrás: EKB.

megfigyelt negatív növekedési rátájával. A hosszú lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok éves növekedési rátája a 2004. évi 5,7%-ról 2005-ben 4,8%-ra csökkent.

A B) táblázat megmutatja, hogy az államháztartás adósságát megtestesítő hosszú lejáratú értékpapírok nagy többségét fix kamatozással adták ki. A hosszú lejáratú változó kamatozású hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részaránya idővel lényegesen, az 1998-as 11,9%-ról a 2005. decemberi 7,9%-ra esett. Ennek az a magyarázata, hogy az 1990-es évek vége felé fokozatosan visszaesett az a fix lejáratú felár, amit egyes kormányok a hosszú lejáratú, rögzített kamatozású értékpapírokra stabil árkörülmények között fizettek. Mégis, a 2004. évi 7,7%-ról a változó kamatozású hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részaránya 2005-ben kissé megnőtt, és elérte a 7,9%-ot. A maga 21%-ával Olaszország az egyetlen ország, ahol a változó kamatozású hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részesedése jelentősen meghaladja az euroövezeti átlagot, bár 1998 óta ez az arány jelentősen csökkent. Az euroövezetben 2005-ben a hosszú lejáratú változó kamatozású értékpapírok növekedési üteme 9,3%-ra nőtt, ami a piac

**A) ábra: Az euroövezet állami hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-állománya kibocsátó országok szerint 2005-ben**

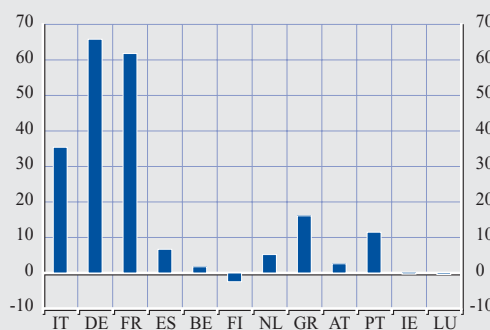
(százalékban; időszak vége)



Forrás: EKB.

**B) ábra: Az euroövezet állami hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjainak nettó kibocsátása kibocsátó országok szerint 2005-ben**

(milliárd euro; időszak átlagok)



Forrás: EKB.

egyéb szegmensei – mint például az MPI-k – hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-kiadásainak alakulást tükrözi (lásd e fejezet 2.2 részét). Ez a növekedés összefüggésben lehet azzal a ténnyel, hogy a változó kamatozású értékpapírokra pozitív hatással volt a rövid távú kamatlábak igen alacsony szintje [lásd A] táblázat).

Általában megállapítható, hogy az állami finanszírozás struktúrájának utóbbi időbeli trendjei azt a tényt tükrözik, hogy a nemzeti adósságkezelő stratégiák előnyt kovácsoltak a pénzügyi piaci viszonyok kedvező alakulásából, amely az utóbbi évtized fokozottabban stabilitásorientált gazdaságpolitikáinak eredménye. A közvélemény számára a legnyilvánvalóbb előny, hogy költségvetéseikből az államok sokkal kevesebbet költenek kamatfizetésre.

Az államháztartási adósságállományok 2005. decemberi összegeit tekintve [lásd A] ábra], Olaszország messze a legnagyobb kibocsátó az euroövezet teljes összegének 27,2%-ával. A következők Németország és Franciaország 23,2%-kal illetve 20,8%-kal. Csak e három ország kormánya az euroövezeti országok összes adósságának több mint kétharmadát jegyzi. A 2005. évi nettó kibocsátás szintjeinek összehasonlításából kiviláglik, hogy 65,8 milliárd euróval Németországa a legnagyobb összeg; ezt követi Franciaország és Olaszország 61,8 milliárd euróval, illetve 35,4 milliárd euróval [lásd B] ábra].

### ÁLLAMHÁZTARTÁSI KILÁTÁSOK 2006-BAN

A stabilitási programok legfrissebb aktualizálásai azt sugallják, hogy a célkitűzések olyan konszolidációs előrelépést képviselnek, amely a legtöbb esetben lényegében összhangban van a felülvizsgált Stabilitási és Növekedési Paktummal. Ugyanakkor – a korábbi évekhez hasonlóan – sok kormánynak nincs eléggé konkrét vagy hiteles terve a fiskális egyensúlyhiányok átfogó kezelésére. Látszik bizonyos mértékű kiadás-visszafogási szándék, de ezt várhatóan kiegyenlítik az adócsökkentések, aminek az lesz az eredménye, hogy az állami kiadások és bevételek egyaránt csökkennek. Következésképpen féltő, hogy a legtöbb ország megint túl keveset fog elérni a költségvetési hiány visszatartása terén, és ismét elmulasztja az átfogó strukturális reformokat. 2006-ra a stabilitási programok az átlagos euroövezeti hiány szerény, 0,2 százalékpontos csökkenését jelzik a GDP 2,3%-ára, miközben a gazdaság növekedése az előirányzat szerint megközelíti a potenciálist. Ilyen körülmények között 2006-ban a gazdasági ciklus semleges hatással lesz a fiskális folyamatokra, és euroövezeti szinten enyhén csökkennek a kamatfizetések. Az átlagos adósságráta nagyjából stabilan a GDP 71%-ának közelében marad.

A túlzott hiány állapotában levő országok közül Görögország célja az, hogy deficitjét 2006-ban a 3%-os küszöbérték alá csökkentse, míg Németország és Olaszország ugyanezt 2007-re tervezi. Portugália várhatóan 2008-ban korrigálja túlzott hiányát. Miközben ezek az országok (Franciaországgal együtt) azt tervezik, hogy csak a programjuk időtartama után érik el a középtávú célokkal összhangban levő fiskális pozíciókat, a többiek ezt valamennyien legkésőbb 2008-ra megvalósítják.

### A FISKÁLIS POLITIKÁBAN STRATÉGIAI FORDULTRA VAN SZÜKSÉG

A múltbeli és a várható fiskális folyamatok, amint azt az Európai Bizottság leszögezte és az aktualizált stabilitási programok is felvázolták, számos súlyos kihívással járnak.

Először is, a fiskális konszolidációnak elsőbbséget kell élveznie. Különösen aggasztó a súlyos fiskális egyensúlyhiányokkal bíró országok száma. A javuló növekedési kilátások jó lehetőséget nyújtanak az országok számára, hogy előrelépjenek a túlzott hiány megszüntetése, valamint a szilárd államháztartás elérése terén. Ugyanakkor lehet, hogy további intézkedések nélkül számos ország nem tudja teljesí-

teni konszolidációs kötelezettségét. Ezt a felülvizsgált Stabilitási és Növekedési Paktum hitelének visszanyerése érdekében is el kell kerülni. Az európai fiskális rendszer a GMU nélkülözhetetlen pillére, amely rögzíti a fiskális fegyelemmel kapcsolatos elvárásokat, és ezáltal hozzájárul az euroövezet növekedéséhez, stabilizálásához és kohéziójához.

Másodszor, közgazdasági megfontolásokkal összhangban, a felülvizsgált paktum nagy hangsúlyt helyez a költségvetési egyensúlyok tartós konszolidációjára, szemben a fiskális helyzetet javító egyszeri és átmeneti intézkedésekkel. Következésképpen igen öröndetes lenne, ha egyre kevésbé támaszkodnának ilyen intézkedésekre, amint azt néhány kormány tervezi. Nyilvánvaló, hogy az ideiglenes intézkedések késleltethetik a konszolidációs törekvéseket, amelyekre sok euroövezeti országban a költségvetés szerkezetével kapcsolatos kihívások kezelésére van szükség. Ráadásul, az ilyen intézkedések rövid távú nyereségei a jövőben további romlást okozhatnak, ami még súlyosabb fiskális terhet róhat a későbbi generációkra.

Harmadszor, a legtöbb euroövezeti országnak a foglalkoztatás és a növekedés elősegítése érdekében átfogó reformstratégiára van szüksége. Ezeknek a reformoknak tartalmazniuk kell a fiskális konszolidációra való törekvést. Figyelembe véve, hogy sok ország e stratégia részeként csökkenteni kívánja a munkát és a tőkejövedelmet terhelő adókulcsokat, kulcsfontosságú az állami kiadások ellenőrzése. A strukturális kiadási reformok elengedhetetlenek az egészséges és növekedést serkentő állami pénzügyek számára. A beruházások, az innováció és a foglalkoztatás elősegítése érdekében a kiadásokat produktív célokra kell fordítani. Ugyanakkor szükség lehet a kiadásellenőrző mechanizmusok megerősítésére, hogy elkerüljék a tervezettnél nagyobb költségek, amely gyakran vezet a költségvetési hiánycélok felfelé történő módosításához. Az állami kiadások minőségének javítását szem előtt tartva sok esetben szükség lesz a kormányok vállalásainak felülvizsgálatára is. Ez lehetővé fogja tenni az országok számára, hogy szilárd államháztartást

érjenek el, miközben megfelelően finanszírozzák az állami szektor alapvető feladatait.

## 2.6 AZ ÁRFOLYAM ÉS A FIZETÉSI MÉRLEG ALAKULÁSA

### 2005-BEN AZ EURO LEÉRTÉKELŐDÖTT

A 2004 első három hónapjában bekövetkezett erős felértékelődést követően az euro 2005 első felében gyengült. Ez a leértékelődés meglehetősen széles alapokon nyugodott, de legjelentősebb az amerikai dollárral, valamint több olyan ázsiai valutával szemben volt, amelyeket formálisan vagy de facto az amerikai dollárhoz rögzítettek. Ezt követően, miközben az euro visszanyerte a japán jennel szembeni korábbi veszteségeit, a legtöbb más kétoldalú euroárfolyam ingadozása viszonylag szerény volt. Ennek következtében 2005 végére az euro nomináleffektív árfolyama körülbelül 6%-kal az év eleji szint alatt stabilizálódott (lásd 32. ábra).

Miután 1999-es bevezetése óta 2004 végén mind az euro nomináleffektív, mind az amerikai dollárral szembeni árfolyama elérte a legmagasabb szintet, az euro az árfolyamokra ható erők változó piaci megítélése közepette hanyatlani kezdett. Akkoriban fokozódó jelei voltak a javuló konjunktúrának mind az Egyesült Államokban, mind Japánban, miközben az euroövezeti kilátásokkal kapcsolatos uralkodó megítélés továbbra is kedvezőtlenebb maradt. Különösen az Egyesült Államokban a jelentős konjunktúrát sugalló hírek, párosulva a növekvő inflációs nyomás jeleivel nyilvánvalóan elterelték a piac figyelmét a tekintélyes és tartós folyó fizetésimérleg-hiányról a magasabb amerikai kamatokról szóló várakozások felé, támogatva ezzel az Egyesült Államok valutáját. Ez a folyamat csak egy rövid időre tört meg 2005. február közepe és március eleje között, amikor az amerikai valuta ideiglenesen nyomás alá került az arról szóló találgatások közepette, hogy néhány központi bank esetleg diverzifikálja devizataralékait. Március közepétől kezdődően viszont javult az amerikai dollárral és negatívabbá vált az euróval kapcsolatos piaci vélekedés, és ezt a fejleményt tovább súlyosbította, hogy június elején Franciaországban és Hollandiában eluta-

sították az Európai Alkotmányt létrehozó szerződést. Az euro külső értékének március közepe és július vége közötti széles alapokon nyugvó hanyatlását csak részben ellensúlyozta, hogy felértékelődött a négy legnagyobb új EU-tagállam valutájával szemben. Úgy tűnik, hogy egy átmeneti globális kockázatiétvágy-csökkenés befolyásolta a befektetési döntéseket Közép- és Kelet-Európában, különösen március közepe és június eleje között, aminek következtében meglehetősen indokolt volt e régió valutáinak gyengülése.

A devizapiacokon 2005 második felében is a ciklikus tényezők domináltak, miközben úgy tűnik, hogy a strukturális tényezők a háttérben maradtak. A jelek szerint különösen az Egyesült Államok más jelentős gazdaságokhoz képest szélesedő kamatláb-különbözete támogatta továbbra is a dollárt. Ehhez hozzájárult még a hazai befektetési törvénnyel<sup>12</sup> kapcsolatos amerikai vállalati tőkeáramlás, valamint az arról szóló hírek, hogy az amerikai eszközök iránti külföldi kereslet élénk maradt, ami valószínűleg tompította az Egyesült Államok folyó fizetésimérleg-hiányának finanszírozásával kapcsolatos piaci aggodalmakat. Ugyanakkor az euroövezeti üzleti környezet javulásának jelei ellensúlyozták a dollár erejét. Következésképpen az euro csak kismértékben gyengült az amerikai dollárral szemben 2005 júliusa és december közepe között. Japán gazdasági kilátásainak javulása a jelek szerint nem volt elegendő ahhoz, hogy ellensúlyozza a magasabb olajárakból, valamint a Japán és más jelentős gazdaságok közötti növekvő hozamkülönbségből származó, a japán jenne gyakorolt lefelé irányuló hatást. Ennek következtében a japán jenn általános gyengeségben szenvedett 2005 második felében. Július 21-én Kína felhagyott az amerikai dollárhoz való rögzítéssel, és áttért egy valutakosárra hivatkozó, irányított lebegtetésű árfolyamrendszerre. Ezt a változtatást elsősorban Ázsiában érezték meg, és úgy tűnik, nem volt tartós, közvetlen hatása az euro árfolyamára.

2005. december 30-án egy euro 1,20 amerikai dollárt ért. Ez az árfolyam mintegy 11%-kal volt

alacsonyabb, mint az év elején. 2005-ben az euro ugyancsak gyengült az angol fonttal (3,9%-kal), a norvég koronával (2,5%-kal), valamint az ausztrál és kanadai dollárral szemben (7,0%-kal, illetve 14,4%-kal). Szintén leértékelődött néhány új EU-tagállam valutájával, nevezetesen a lengyel zlotyval (5,4%-kal) és a cseh koronával (4,7%-kal) szemben. Ugyanezen időszakban az euro árfolyama csaknem változatlan maradt a japán jenhez és a svájci frankhoz képest.

Az eurónak a fenti valutákkal szembeni leértékelődését csak részben ellensúlyozta a magyar forinttal szembeni enyhe és a svéd koronával szembeni jelentősebb (5,1%-os) felértékelődés.

2006 januárjában az euro a főbb valutákkal szemben ismét erőre kapott, de februárban meggyengült. Úgy tűnik, hogy 2006 első két hónapja folyamán az euro árfolyamának alakulását különösen az euroövezet, az Egyesült Államok és Japán jövőbeli monetáris politikájával kapcsolatos piaci várakozások befolyásolták. 2006. február 24-én az euro nomináleffektív árfolyama körülbelül 0,3%-kal állt év eleji szintje alatt.

Az euro – különböző költség- és árindexeken alapuló – reáleffektív árfolyama, összhangban a nomináleffektív árfolyam csökkenésével, ugyancsak csökkent 2005-ben (lásd 32. ábra). 2005 negyedik negyedévében az euro reáleffektív árfolyamindexei enyhén meghaladták az 1999 első negyedévében megfigyelt szintet, és közel voltak az utóbbi tíz év átlagos szintjéhez.

#### **ELSŐSORBAN AZ OLAJIMPORT MAGASABB KÖLTSÉGE MIATT 2005-BEN ROMLOTT A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG**

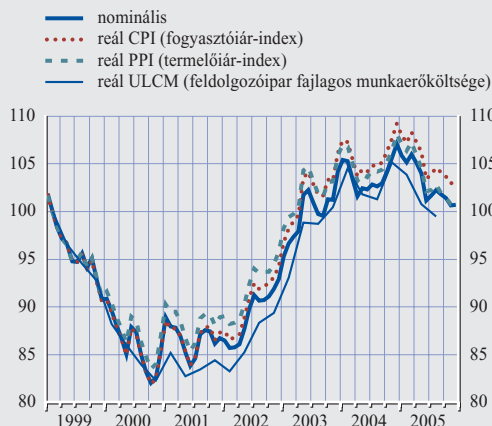
2005-ben az euroövezet folyó fizetési mérlegének hiánya 29,0 milliárd eurót (azaz a GDP 0,4%-át) tett ki, ami visszaesés a 2004. évi 43,5 milliárd euro többletthez képest (amely a GDP 0,6%-ának felelt meg). Ez a hanyatlás javarészt az árutöbblet csökkenésének és kisebb mérték-

<sup>12</sup> A hazai befektetési törvény (*Homeland Investment Act*) lehetővé teszi az amerikai vállalatoknak, hogy a külföldön tartott profitot kedvező adószint mellett repatriálják az adott pénzügyi évben.



**32. ábra: Az euro nominális és reálieffektív árfolyamai<sup>1)</sup>**

(havi/negyedéves adatok; index: 1999. I. n.év = 100)

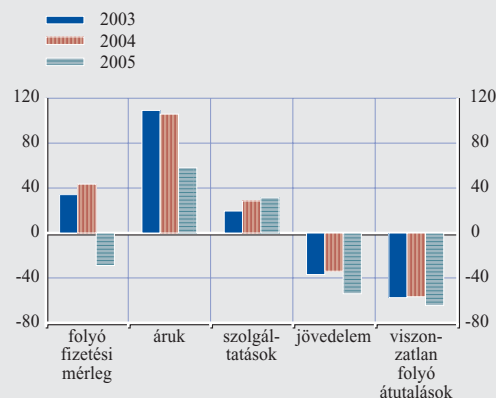


Forrás: EKB.

1) Az EER-23 indexek felfelé történő elmozdulása az euro felértékelődését jelenti. A legutolsó havi adatok 2005 decemberére vonatkoznak. Az ULCM-alapú reál EER-23 esetén – amely részben becslésekre támaszkodik – a legutolsó adatgyűjtés ideje 2005 harmadik negyedéve.

**33. ábra: A folyó fizetési mérleg és összetevői**

(milliárd euro; szezonálisan kiigazított adatok)



Forrás: EKB.

ben a jövedelemdeficitnek volt az eredménye, miközben a szolgáltatások és a viszonylatlan folyó átutalások egyenlegei lényegében nem változtak (lásd 33. ábra).

A 2005 harmadik negyedévéig rendelkezésre álló euroövezeti folyó fizetési mérleg földrajzi bontásából kiderül, hogy a kumulált folyó fizetésimérleg-többlet hirtelen visszaesése a 2005 szeptemberéig tartó 12 hónapos időszakban jobbra az olajexportáló országokkal folytatott kereskedelem fokozódó deficitjére vezethető vissza. Ugyanezen időszakban az Egyesült Államokkal szemben a többlet nagyjából változatlan (körülbelül 41 milliárd euro) maradt, miközben az EU többi országával szemben a többlet 14 milliárd euróval emelkedett, elsősorban az Egyesült Királysággal szembeni többlet növekedése miatt.

2005-ben az áruegyenleg többlete 47,6 milliárd euróval visszaesett, mivel az import értéke gyorsabban nőtt az exporténál. Az exportált áruk értéke nagyjából a 2004. évivel azonos ütemben emelkedett, miközben az importált termékek értékének növekedése valamelyest

felgyorsult. A jövedelemdeficit – különösen az év vége felé – élesen megugrott, tükrözve a jövedelemkifizetések nagyobb növekedését.

Az árukereskedelem alakulása jobban megérthető az Eurostat külkereskedelmi statisztikáinak felhasználásával, amelyek ár- és mennyiségi komponensekre bontják az euroövezeten kívüli áruxportot és -importot (a rendelkezésre álló statisztikák a 2005 novemberéig terjedő időszakot tartalmazzák). Importoldalón 2005-ben az áruimport értékének jelentős emelkedése főként az energiahordozók importértékének erőteljes növekedésére vezethető vissza, ami nagyban tükrözi az olaj árának emelkedését. Ezen túlmenően, különösen 2005 második felében, az importvolumen is nőtt. 2005 első félévének változatlanosságát követően az importvolumen az euroövezeti teljes végső kereslet (különösen az olyan importintenzív kiadási kategóriákban, mint a beruházások és az export) fellendülése következtében megnőtt.

Exportoldalón mind az exportárak, mind az exportvolumen hozzájárultak az árukivitel értékének 2005. évi növekedéséhez. Az export-

árak emelkedése részben a magasabb olajárakkal kapcsolatos költségek növekedéséhez volt köthető. Az év során az áruexport-volumen elsősorban a külföldi kereslet alakulása következtében nőtt. A gyenge első negyedévet követően az év további részében erőteljesen – bár nem annyira, mint az előző évben – felgyorsult az euroövezet külső keresletének növekedése. Különösen az Ázsiába (főként Kínába) és az új EU-tagállamokba irányuló kivitel nőtt gyorsan, tükrözve e régiók konjunktúrájának erejét 2005-ben. Az euroövezet exportjára ugyancsak kedvezően hatott az olajexportáló

országok olajexport-bevételeinek visszaáramoltatása (lásd 8. keretes írás). A termékeket illetően a beruházási javak kivitele nőtt a leg-erőteljesebben, míg a fogyasztási cikkek exportja mérsékeltebb volt. Az árversenyképesség tekintetében az év elején az exportvolumeneket negatívan befolyásolták az euro felértékelődésének késleltetett hatásai. Ugyanakkor az euro későbbi leértékelődése nagy valószínűséggel hozzájárult ahhoz, hogy az exportvolumenek 2005 második és harmadik negyedévében meghaladták a külföldi kereslet növekedési rátáját.

## 8. keretes írás

### AZ OLAJBEVÉTELEK VISSZAÁRAMOLTATÁSA ÉS ANNAK HATÁSA

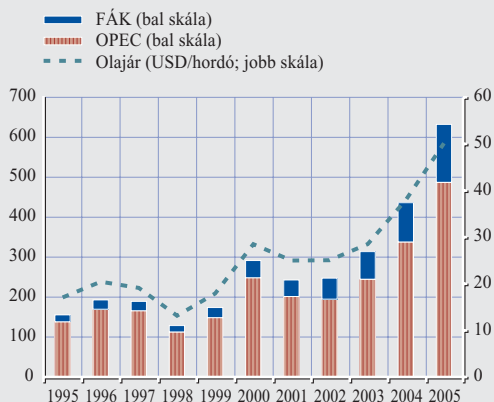
Az olajárak emelkedése és a kitermelt mennyiségek növekedése 2002 óta jelentősen növekvő olajexport-bevételeket hozott az olajexportáló országoknak. Ez a keretes írás a nemzetközi kereskedelemben értékesített olaj együttesen körülbelül 70%-át termelő Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) és a Független Államok Közösségének (FÁK) jutó export-bevételekre összpontosít. Becslések szerint az OPEC és a FÁK együttes bevétele a 2002. évi 250 milliárd dollárról 2005-re mintegy 630 milliárd dollárra nőtt [lásd A) ábra]. E keretes írás áttekinti a növekvő olajbevételekből eredő visszacsatolási hatásokat („olajbevételek visszaáramoltatása”), és különösen azt a két fő csatornát, amelyeken keresztül az olajexport-bevételeket az olajimportáló országokba áramoltatják: (i) pénzügyi piacok és (ii) nemzetközi kereskedelem.

A tartósan magas olajárak időszaka után a javak újbóli elosztásával kapcsolatos egyik lehetséges forgatókönyv, hogy az olajexportáló országok növelik a nemzetközi bankoknál elhelyezett betéteiket és/vagy külföldi részvényeket és adósságinstrumentumokat vásárolnak. Hagyományosan, és különösen az 1980-as évek elejének második olajársokkját követően az OPEC tagországai elsősorban amerikai eszközökbe és piacokra fektettek be, és bankbetéteiket csaknem kizárólag amerikai dollárban helyezték el. Hasonlóképpen, az 1998 közepétől 2000 végéig tartó olajár-emelkedéseket – kis késéssel – az OPEC nemzetközi bankokban tartott nettó eszközeinek csaknem megduplázódása kísérte (ez a mértékegysége az OPEC-pénzek nemzetközi bankoknál elhelyezett betétekbe történő nettó áramlásának). A legutóbbi olajár-emelkedési időszakban viszont nem ez volt a helyzet, mivel a BIS-nek jelentő bankokkal szemben az OPEC nettó eszközeinek állománya 2001 első negyedéve óta lényegében változatlan [lásd B) ábra]<sup>1</sup>. Ugyanakkor nem biztos, hogy teljes képet nyújt a befektetések megoszlása, amely a bankok mérlegpozícióinak megfigyelésével nyerhető. Csakugyan, a határokon átáramló tőkét tekintve az Egyesült Államok pénzügyminisztériumának jelentése szerint az OPEC amerikai állampapírjainak (*US Treasury securities*) állománya 2001 januárja és 2005 szeptembere között 92%-kal emelkedett (28,5 milliárd dollárról 54,6 milliárd dollárra). Olajexport-bevételek ráadásul még off-shore piacokon keresztül is áramolhattak amerikai állampapírokba.

1 Lásd: *BIS Quarterly Review* (2005. december), 25–27. old. A nettó eszközök az OPEC-nek a BIS-nek jelentő bankokkal szembeni tartozásai és követelései különbségét jelentik, és a nemzetközi bankrendszerbe juttatott nettó pénzalapok mérésére szolgálnak.

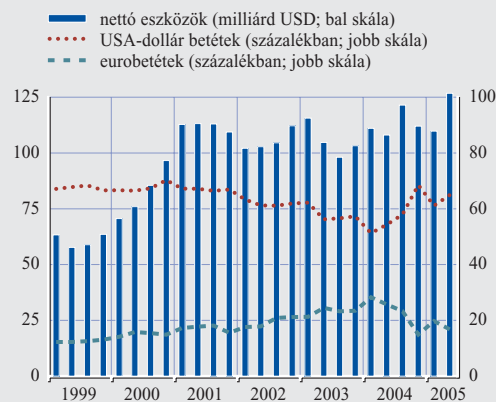
### A) ábra: Olajexport-bevételek

(milliárd USD; ha másképpen nem jelezzük)



Források: Nemzetközi Energiaügynök ség és az EKB szakértőinek becslései.

### B) ábra: Az OPEC nettó eszközei és a betétek valutánkénti megoszlása



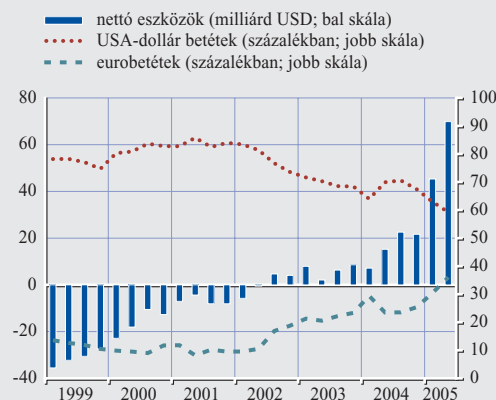
Források: BIS és az EKB számításai.

Megjegyzés: A legutolsó adat 2005 második negyedévére vonatkozik.

Az olajexportáló országok eszközeinek valuták szerinti összetételében van néhány látható változás. Az OPEC-gazdaságok fokozatosan növelték az euróban denominált betétek arányát az 1999 eleji 12%-ról a 2004 első negyedévének végén regisztrált több mint 28%-ra. Ezt az amerikai dollárban denominált betétek arányának folyamatos csökkenése kísérte. 2004 óta azonban az OPEC-gazdaságok fokozatosan visszaálltak betéteikkel az amerikai dollárra, az eurónak az év folyamán bekövetkezett viszonylag erős felértékelődése ellenére. Így az amerikai dollárban denominált betétek aránya a 2004 első negyedévének végén tapasztalt 51%-os mélypontról 2005 második negyedévében 65%-ra nőtt. Ez a fejlemény egybeesett az euróban denominált betétek nagyságrendileg hasonló csökkenésével; ezek aránya 2005 második negyedévében 17%-ot tett ki.

A FÁK legnagyobb olajtermelőjének és a világ legnagyobb nem OPEC-tag olajexportőrének számító Oroszország által tartott nettó eszközök a legutóbbi olajár-emelkedések idején jelentősen nőttek, és változott valuta-összetételük [lásd C) ábra]. Oroszország 2002 óta a BIS-nek jelentő bankok nettó hitelezője. Az euróban denominált betétek részesedése 2002 közepe és 2005 második negyedéve között csaknem megháromszorozódott, és 11%-ról 36%-ra emelkedett. Az utóbbi három évnek ez a viszonylag éles növekedése bizonyos fokig tükrözi az eurónak az amerikai dollárral szembeni, ezen időszakbeli erős felértékelődését, valamint azt, hogy Oroszország monetáris hatóságai növekvő mértékben használják az eurót tartalékvalutaként. Az alábbiakban található magyarázat szerint ez az elmozdulás a

### C) ábra: Oroszország nettó eszközei és a betétek valutánkénti megoszlása



Források: BIS és az EKB számításai.

Megjegyzés: A legutolsó adat 2005 második negyedévére vonatkozik.

valutákat illetően egy kiegyenlítettebb betéti portfólió irányába jelezheti az olajtermelők azon kívánságát, hogy megőrizték vásárlóerejüket, amikor importjaik az Egyesült Államok helyett Európára és más országokra tevődnek át.

A növekvő olajbevételek visszaáramlásának második lehetséges csatornája a nemzetközi kereskedelem. Az 1970-es évek első és második olajársokkjai idején az OPEC olajexport-bevételei viszonylag nagymértékben tartósan meghaladták teljes importját, és így emelkedtek az „olajtól függő kereskedelmi többletek”. Ezek a többletek az 1980-as évek közepén, amikor az olaj hordónkénti ára visszaesett körülbelül 15 dollárra, enyhe hiányokká alakultak. A jelentős többlet 2000-ben jelent meg ismét, amikor az olajárak hirtelen emelkedni kezdtek. Ugyanakkor 2001 óta az OPEC olajtól függő kereskedelmi többletei a magas olajárakkal jellemzett korábbi időszakokhoz képest viszonylag szerények maradtak, annak ellenére, hogy mind az olajárak, mind pedig az olajexport mennyisége erősen emelkedett. Ez azt jelzi, hogy az OPEC növekvő olajexport-bevételei egybeestek az OPEC importjának emelkedésével. Hasonló trend figyelhető meg a FÁK esetében is. A FÁK olajtól függő külkereskedelmi mérleghiánya az olaj árának 1999-ben és 2000-ben bekövetkezett emelkedése után jelentősen csökkent. Ugyanakkor az erős olajár-emelkedések egybeestek a FÁK olajtól függő kereskedelmi egyensúlyának romlásával 2001 és 2004 között. Ez azt mutatja, hogy a FÁK emelkedő olajexport-bevételei azokban az években egybeestek az import növekedésével. 2005 első felében viszont ismét jelentősen csökkent a FÁK olajtól függő külkereskedelmi mérleghiánya.

Nominál amerikai dollár-alapon az OPEC és a FÁK teljes importja 2001 és 2004 között évente átlagosan 18%-kal, illetve 21%-kal emelkedett. A jelek szerint az euroövezet számára előnyös volt az olajexportáló országokból származó erős kereslet. 2001 és 2004 között az OPEC és a FÁK euroövezetből származó importja évente átlagosan 21%-kal, illetve 26%-kal nőtt, aminek eredményeképpen az euroövezet piaci részesedése mindkét olajexportáló régióban emelkedett [lásd A) táblázat]. Ázsiának (Japánt kivéve) ugyancsak sikerült növelnie részesedését az OPEC és a FÁK teljes importjában. Ezek az adatok éles ellentétben állnak az Egyesült Államok adataival, amelynek piaci részesedése ugyanezen időszakban jelentősen zuhant. Az euroövezetnek 2005-ben is haszna származott az olajexportáló országok növekvő importjából. Az OPEC és a FÁK importja 2005 első felében (a legfrissebb rendelkezésre álló adat) 22%-kal, illetve 25%-kal haladta meg az előző év hasonló időszakának adatait.

Összefoglalásként elmondható, hogy 1999 óta az olajexportáló gazdaságok, és különösen az OPEC-gazdaságok, különböző módokon helyezték el olajexportból származó többletbevételeiket. Az 1999-es jelentős olajár-emelkedéseket követően az OPEC-országok olajbevételeik te-

### Egyes gazdaságok piaci részesedése az OPEC és a FÁK importjából

(a teljes import százalékában)

	OPEC			FÁK		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Euroövezet	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
Egyesült Államok	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Egyesült Királyság	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Ázsia, Japán és Kína nélkül	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japán	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
Kína	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Források: az IMF és az EKB számításai.

kintélyes százalékát helyezték el betétként nemzetközi bankokban, mialatt importkiadásaik alacsonyok maradtak. 2001 óta viszont mind az OPEC-gazdaságok, mind pedig a FÁK gazdasági lényegesen növelték importjukat. Úgy tűnik, az euroövezet számára előnyös volt a FÁK és az OPEC-gazdaságok utóbbi időkben tapasztalt importnövekedése. Így miközben az olaj megemelkedett árának hűtenie kellett volna az euroövezeti konjunktúrát, a jelek szerint az utóbbi időben az olajbevételek visszaáramlásával kapcsolatos visszacsatolási hatások bizonyos mértékig csillapították az emelkedő olajárak negatív elsődleges hatásait.

### **NETTÓ KIÁRAMLÁS A KÖZVETLENTŐKE- ÉS PORTFÓLIÓBEFEKTETÉSEK EGYÜTTES EGYENLEGÉBEN 2005-BEN**

2005-ben, a pénzügyi mérlegben az euroövezet a közvetlentőke- és portfólióbefektetések együttes egyenlegében 13 milliárd euro nettó kiáramlást regisztrált, szemben a 2004. évi 24 milliárd euro nettó beáramlással. Ez főként a részvényportfólió-befektetések megnövekedett nettó beáramlásának eredménye volt, amelyet ellensúlyozott a működőtőke-befektetések nettó kiáramlása és az adósságpapírok alacsonyabb nettó beáramlása (lásd 34. ábra).

A működőtőke-befektetések 2005. évi nagyobb hiánya annak a következménye, hogy – nagyrészt részvénytőkébe történő befektetésekkel – nőttek az euroövezet külföldön eszközölt működőtőke-befektetései (FDI). Ez a fellendülés részben tükrözheti az euroövezeti vállalatok érdekét, hogy külföldi leányvállalatokon keresztül növeljék versenyképességüket, valamint a Royal Dutch Shell kivételes átszervezési műveletét. Ugyanakkor az euroövezetbe áramlott FDI 2004-ben alacsony szinten stabilizálódott. A megfigyelt fejleményeket indokolhatták azok a várakozások, hogy a világ többi részén erősebb lesz a gazdasági növekedés, mint az euroövezetben.

A portfólióbefektetések nettó beáramlásának növekedése abból származott, hogy nőttek az euroövezeti részvények nem rezidensek általi vásárlásai. Ezeket a vásárlásokat részben a Royal Dutch Shell átszervezésével kapcsolatosan megszerzett részvények vezérelték, valamint azok a várakozások, hogy az euroövezeti értéktőzsdéken viszonylag magasabbak a megtérülések. Piacfelmérési adatok azt is jelezték,

hogy a külföldi befektetők érdeklődtek az euroövezeti részvények iránt, amelyek árazását vonzóbbnak találják más piacok részvényeihez képest.

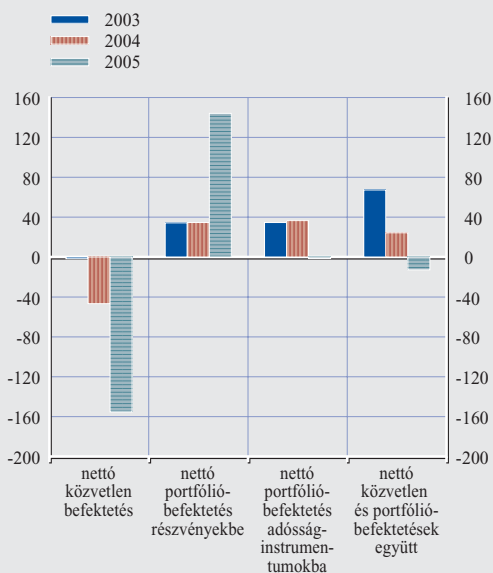
Az adósságpapírok határokon történő átáramlása 2005-ben jelentősen nőtt. A legtöbb adósságpapír-tranzakciót kötvényben bonyolították. 2005 folyamán két mozgási trend volt megkülönböztethető: az év elején az euroövezeti adósságpapírok nettó beáramlásának folyamatos növekedését lehetett megfigyelni, amely a nyár elején érte el a csúcst. Később, az év második felében a trend megfordult, és nettó kiáramlássá változott. Ez valószínűleg azt a ténytet tükrözte, hogy az Egyesült Államok és az euroövezet államkötvényei közötti hozamkülönbsétek meglehetősen jelentősek lettek, különösen a nyár folyamán.

2005 első három negyedében a kumulált pénz- és tőkeáramlások alapján az Egyesült Királyság és az új EU-tagállamok voltak az euroövezet működőtőke-befektetései legfőbb befogadói. Ugyanebben az időszakban az új EU-tagállamok voltak a legjelentősebb befektetők az euroövezetben. A portfólióbefektetések földrajzi bontása azt mutatja, hogy 2005 első három negyedében az euroövezet külföldi portfólióbefektetései elsősorban az Egyesült Királyság és offshore központok felé irányultak. Az euroövezeti befektetők ugyancsak nagy nettó vásárlói voltak az amerikai kötvényeknek, de nem voltak nettó eladói az amerikai részvényeknek és pénzügyi papíroknak.

Össességében az új EU-tagállamokra tekintélyes euroövezeti közvetlen befektetés jutott. A

34. ábra: Az euroövezet pénzügyi mérlege

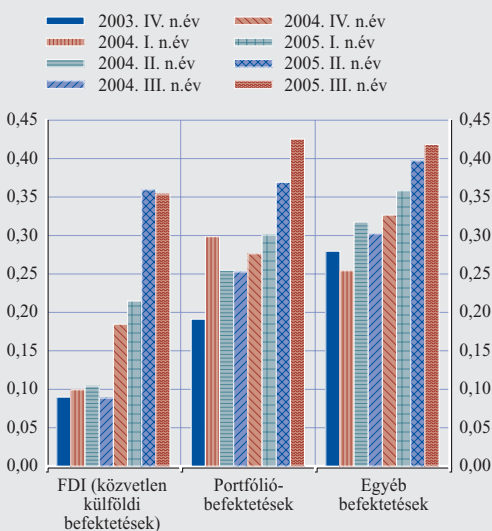
(milliárd euro)



Forrás: EKB.

35. ábra: Pénzügyi kiáramlások az euroövezetből az új EU-tagállamokba

(az új EU-tagállamok GDP-jének százalékában; negyedéves kumulált adatok)



Forrás: EKB.

pozitív trend nyilvánvaló, és arra utal, hogy az euroövezeti befektetők valószínűleg viszonylag nyereségesnek találták ezt a régiót, valamint, hogy az euroövezet és az új EU-tagállamok közötti pénzügyi integráció esetleg erősödött ebben az időszakban (lásd 35. ábra).

### 2005-BEN TOVÁBB ROMLOTT A NEMZETKÖZI BEFEKTÉSI POZÍCIÓ

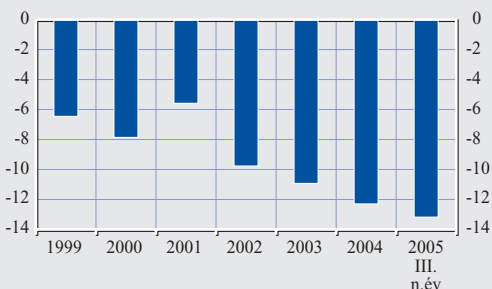
Az euroövezetnek a külfölddel szembeni nemzetközi befektetési pozíciójára (i.i.p.) vonatkozó 2005 harmadik negyedévének végéig rendelkezésre álló adatai azt jelzik, hogy az euroövezetnek 1049 milliárd euro nettó kötelezettsége volt (ami az euroövezeti GDP 13,2%-ának felel meg), szemben a 2004. végi 946 milliárd euro (a GDP 12,4%-a) és a 2003. végi 809 milliárd euro (a GDP 11,0%-a) nettó kötelezettséggel (lásd 36. ábra). A 2005. évi magasabb nettó kötelezettségek nagyrészt a portfólióbefektetések nettó kötelezettségpozíciójának (1071 milliárd euróról 1350 milliárd euróra) növekedéséből fakadtak, amit részben ellensúlyozott a működőtőke-befektetések nettó

eszközpozíciójának növekedése (89 milliárd euróról 224 milliárd euróra), valamint az egyéb befektetések nettó kötelezettségpozíciójának csökkenése (241 milliárd euróról 212 milliárd euróra).

Az euroövezet külföldi működőtőke-befektetése 2004. végi állományának földrajzi bontását ille-

36. ábra: Nettó nemzetközi befektetési pozíció

(a GDP százalékában)



Forrás: EKB.

tően: 24%-ot fektettek be az Egyesült Királyságban és 21%-ot az Egyesült Államokban. Az euroövezet külföldi portfólióbefektetés-állományából 23%, illetve 35% jutott erre a két országra. Ugyanakkor ez a két ország volt a két legfontosabb működőtőke-befektető az euroövezetben.

### 3 GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI EU-TAGÁLLAMOKBAN

#### GAZDASÁGI TEVÉKENYSÉG

2004-hez viszonyítva 2005-ben az euroövezeten kívüli EU-tagállamok reál-GDP-növekedése mérséklődött, de erősebb maradt, mint az euroövezeté (lásd 6. táblázat). A korábbi évekhez hasonlóan a kibocsátás leginkább a balti államokban növekedett, ahol a növekedés meghaladta a 7%-ot, valamint Szlovákiában és a Cseh Köztársaságban, ahol a növekedési ráta 6% volt.

Az erőteljes belföldi keresletet a legtöbb országban a magánfogyasztás jelentős növekedése tartotta fenn, amely 2005-ben is magas szinten maradt, különösen az új tagállamok többségében. A háztartások kiadásait támogatta a rendelkezésre álló reáljövedelem jelentős növekedése, valamint néhány országban az expanzív fiskális politika és az emelkedő lakásárak. Ezen túlmenően számos euroövezeten kívüli EU-országban, különösen a balti államokban, a magánszektornak nyújtott hitelek fokozott növekedése hozzájárult az ingatlanokba történő befektetések és a háztartások kiadásainak folytatódó növekedéséhez. 2005-ben a fogyasztás növekedése mérsékelt volt Máltán (tükrözve a rendelkezésre álló jövedelmek alacsony növekedését), Lengyelországban (a bér-

korlátozások és nagyobb megtakarítások miatt) és az Egyesült Királyságban (a magasabb kamatok és a lakáspiac lehülése következtében). A belföldi kereslethez ugyancsak hozzájárult a beruházások folytatódó jelentős növekedése számos euroövezeten kívüli EU-tagállamban, különösen a balti államokban, Magyarországon, Máltán, Szlovákiában és Svédországban. Az alacsony kamatok, a javuló ipari bizalom, a magas fokú tőkekihasználás, valamint a tartósan pozitív keresleti kilátások hozzájárultak a beruházások erős növekedéséhez, miközben az EU pénzalapjaiból eredő finanszírozási források szintén támogatták a beruházások növekedését az új tagállamokban.

A külső keresletet illetően, az export volt a reál-GDP-növekedés fő motorja a legtöbb új tagállamban, nevezetesen a balti államokban, a Cseh Köztársaságban, Magyarországon és Lengyelországban. Ugyanakkor az egyes euroövezeten kívüli EU-országokat tekintve a nettó kivitel erősen eltérő mértékben járult hozzá a reál-GDP-növekedéshez, és a csoport egészére nézve lényegében semleges volt. 2005-ben az új tagállamokban mind az export, mind az import növekedése meglehetősen magas szinten

6. táblázat: Reál-GDP-növekedés az euroövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euroövezetben

(éves százalékos változások)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 I. n.év	2005 II. n.év	2005 III. n.év	2005 IV. n.év
Cseh Köztársaság	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Dánia	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Észtország	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Ciprus	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Lettország	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Litvánia	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Magyarország	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Málta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Lengyelország	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Szlovénia	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Szlovákia	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Svédország	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Egyesült Királyság	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
EU-10 <sup>1)</sup>	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
EU-13 <sup>2)</sup>	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Euroövezet	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Forrás: az Eurostat, illetve Litvánia és Szlovénia 2005. évi éves növekedési adatai esetében a két ország nemzeti statisztikai hivatalai. Megjegyzés: A negyedéves adatok nincsenek szezonálisan kiigazítva, kivéve a Cseh Köztársaságot (szezonális kiigazítás) és az Egyesült Királyságot (szezonális és munkanap-kiigazítás).

1) Az EU-10 összesítése a 2004 májusában az EU-hoz csatlakozott 10 országot foglalja magában.

2) Az EU-13 összesítése a 13 euroövezeten kívüli EU-tagállamot tartalmazza.



maradt, ami azt jelezte, hogy a kereskedelmi integráció régóta fennálló folyamata az EU-csatlakozást követően a (különösen az élelmiszeripari termékeket sújtó) kereskedelmi akadályok eltávolításával újabb lendületet vett.

2005-ben a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállamban, különösen a balti államokban, Lengyelországban és Szlovákiában, tovább javult a munkaerő-piaci helyzet. Miközben a munkanélküliségi ráták csak fokozatosan csökkentek, a foglalkoztatás figyelemre méltóan növekedett az új tagállamokban, különösen a legmagasabb munkanélküliségi rátákkal bíró országokban. Lengyelországban és Szlovákiában fölöttébb magas maradt a munkanélküliségi ráta, körülbelül kétszer olyan magas, mint az euroövezetben. Cipruson, Dániában és az Egyesült Királyságban a munkaerőpiac viszonylag szűk volt, és a munkanélküliségi ráta 6%-nál alacsonyabb értéket tett ki.

#### AZ ÁRAK ALAKULÁSA

2005-ben a HICP-infláció Svédországban, a Cseh Köztársaságban, Dániában és az Egyesült Királyságban volt a legalacsonyabb – mindhárom országban az euroövezeti átlag alatt. A legtöbb euroövezeten kívüli országban a

HICP-infláció éppenhogy meghaladta az euroövezet átlagát, bár Lettországon, Észtországban és Magyarországon 3% felett volt (lásd 7. táblázat). 2004-hez viszonyítva 2005-ben a legtöbb új tagállamban (kivéve a balti államokat) alacsonyabb HICP-inflációt regisztráltak, miközben az alacsony szintről induló Dániában és az Egyesült Királyságban magasabbak lettek az inflációs ráták.

Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok inflációját részben közös tényezők alakították. Több új tagállamban az infláció 2005 első félévi lassulása az EU-csatlakozáshoz kötődő 2004. évi áremelkedések bázishatását tükrözte. Ráadásul úgy tűnik, hogy az erős verseny a legtöbb euroövezeten kívüli tagállamban lefelé irányuló nyomást gyakorolt az árak alakulására, különösen az ipari termékek és élelmiszerek terén. Ezzel ellentétben, az emelkedő olajárak felfelé irányuló nyomást gyakoroltak az inflációra, de ennek pontos hatása országoként változott, ami nagyban tükrözte a fogyasztói szokásokban, piaci struktúrákban és a termelés energaintenzitásában meglévő különbségeket. Ezen túlmenően, mivel az energiaárak sok euroövezeten kívüli EU-országban nagyban szabályozottak, lehet, hogy a magasabb olajárak 2005-ben nem

7. táblázat HICP-infláció a nem euroövezeti EU-tagállamokban és az euroövezetben

(éves százalékos változások)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 I. n.év	2005 II. n.év	2005 III. n.év	2005 IV. n.év
Cseh Köztársaság	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Dánia	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Észtország	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Ciprus	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Lettország	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Litvánia	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Magyarország	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Málta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Lengyelország	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Szlovénia	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Szlovákia	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Svédország	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Egyesült Királyság	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
EU-10 <sup>1)</sup>	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
EU-13 <sup>2)</sup>	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Euroövezet	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Forrás: Eurostat.

1) Az EU-10 összesítése a 2004 májusában az EU-hoz csatlakozott 10 országot foglalja magában.

2) Az EU-13 összesítése a 13 euroövezeten kívüli EU-tagállamot tartalmazza.

teljesen gyűrűztek be az inflációba. Néhány új tagállamban a folytatódó erőteljes belföldi keresletből is adódott inflációs nyomás.

Az árfolyamok alakulása és késleltetett begyűrűzésük a teljes inflációba ugyancsak befolyásolták az infláció alakulását 2005-ben. Számos országban, különösen a Cseh Köztársaságban, Magyarországon, Lengyelországban és Szlovákiában a valuta felértékelődése mérséklő hatással volt az inflációra.

### **KÖLTSÉGVETÉSI POLITIKÁK**

A 2005 végén és 2006 elején benyújtott aktualizált konvergenciaprogramok alapján az euroövezeten kívüli EU-tagállamok költségvetési politikáinak általános képe 2005-ben heterogén volt. Három euroövezeten kívüli tagállamban (Dániában, Észtországban és Svédországban) többletet, míg a többi tíz országban hiányt mutatott a költségvetés. A 2005-re becsült költségvetési eredmények vagy lényegében megfeleltek a konvergenciaprogramok célkitűzéseinek, vagy azoknál jobbak voltak, kivéve a Cseh Köztársaságot, Magyarországot, Máltát és Szlovákiát. Az év folyamán a tizenhárom euroövezeten kívüli EU-tagállamból hatban romlott az államháztartás egyenlege (lásd 8. táblázat), bár néhány esetben a konvergenciaprogramok viszonylag konzervatív becsléseket tartalmaznak. A rosszabbodások annak ellenére következtek be, hogy a költségvetési egyenlegeket támogatta a kedvező gazdasági környezet, ami számos országban a vártnál nagyobb bevételeket eredményezett.

A ciklikus hozzájárulás a költségvetéshez többnyire pozitív vagy semleges volt. A fiskális politika irányultsága mégis csak Dániában, Cipruson, Máltán, Lengyelországban és az Egyesült Királyságban volt megszorító. 2005-ben Cipruson és Magyarországon az ideiglenes intézkedéseknek a GDP több mint 0,5%-ának megfelelő csökkentő hatása volt a hiányra. Másrészt viszont Szlovákia deficitje 2005-ben egyszeri kiadások miatt megnőtt.

A kiadásokat többnyire a tervezett közelében tartották. Ugyanakkor – 2004-hez hasonlóan –



néhány kormány, beleértve a Cseh Köztársaságét, Észtországét, Lettországot, Litvániát és Szlovákiát, a többletbevételek egy részét a költségvetési egyensúly javítása helyett inkább többletkiadások finanszírozására használta fel.

Az ECOFIN Tanács 2004. július 5-ei határozataiban hat euroövezeten kívüli tagállamról (Cseh Köztársaság, Ciprus, Magyarország, Málta, Lengyelország és Szlovákia) állapították meg, hogy a túlzott hiány állapotában van. Közülük Ciprus – amint azt a Tanács egyik vonatkozó határozata megkövetelte – 2005-ben a GDP 3%-a alá csökkentette deficitjét. Ezzel szemben a konvergenciaprogramok legfrissebb aktualizálása szerint a Cseh Köztársaságban, Magyarországon és Szlovákiában a deficit nőtt (bár Szlovákia esetében egy egyszeri adósságátutalás miatt, amely a GDP 0,8%-ának felelt meg). Ciprus, Málta és Lengyelország megfelelt a konszolidációs feladatnak, amely – egyszeri és más ideiglenes intézkedések nélkül – legalább a GDP 0,5%-ának megfelelő pozitív változást írt elő a ciklikusan kiigazított költségvetési egyenlegben. Magyarország a 2005-ös költségvetési céltól is elmaradt, amelyet a GDP 3,6%-áról 6,1%-ra módosítottak. A Tanács a szerződés 104. cikke (8) bekezdésével összhangban kétszer is úgy határozott, hogy

## 8. táblázat: Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok és az euroövezet fiskális pozíciói

(a GDP százalékában)

Államháztartás többlete (+) / hiánya (-)

	2002	2003	2004	a konvergencia-program adatai 2005-re
Cseh Köztársaság	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Dánia	1,4	1,2	2,9	3,6
Észtország	1,5	2,5	1,7	0,3
Ciprus	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Lettország	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Litvánia	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Magyarország	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Málta	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Lengyelország	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Szlovénia	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Szlovákia	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Svédország	-0,3	0,2	1,6	1,6
Egyesült Királyság	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
EU-10 <sup>1)</sup>	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
EU-13 <sup>2)</sup>	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Euroövezet	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

Államháztartás bruttó adóssága

	2002	2003	2004	a konvergencia-program adatai 2005-re
Cseh Köztársaság	29,8	36,8	36,8	37,4
Dánia	47,6	45,0	43,2	35,6
Észtország	5,8	6,0	5,5	4,6
Ciprus	65,2	69,8	72,0	70,5
Lettország	14,2	14,6	14,7	13,1
Litvánia	22,4	21,4	19,6	19,2
Magyarország	55,5	57,4	57,4	57,7
Málta	63,2	72,8	75,9	76,7
Lengyelország	41,2	45,3	43,6	42,5
Szlovénia	29,8	29,4	29,8	29,0
Szlovákia	43,7	43,1	42,5	33,7
Svédország	52,4	52,0	51,1	50,9
Egyesült Királyság	38,2	39,7	41,5	43,3
EU-10 <sup>1)</sup>	39,9	43,3	42,6	41,5
EU-13 <sup>2)</sup>	40,6	42,0	42,8	43,2
Euroövezet	69,2	70,4	70,8	71,0

Források: Európai Bizottság (2002–2004-re), 2005–2006-os aktualizált konvergenciaprogramok és a Bizottság becslései (2005-re), valamint az EKB számításai.

Megjegyzés: Az adatok a túlzott hiány esetén követendő eljárás definícióján alapulnak. A költségvetési egyenlegekben nem szerepel az UMTS-licenckel eladásából származó bevétel. Az adatok tartalmazzák a második pillér nyugdíjalapokat. Becsült javító hatásuk (ahol rendelkezésre áll) a GDP százalékában a következő: Dánia (0,9% a többletre), Magyarország (1,3% a hiányra, 3,8% az adósságra), Lengyelország (1,8% a hiányra, 5,4% az adósságra), Szlovákia (0,8% a hiányra), Svédország (1,0% a többletre, 0,6% az adósságra).

1) Az EU-10 összesítése a 2004 májusában az EU-hoz csatlakozott 10 országot foglalja magában.

2) Az EU-13 összesítése a 13 euroövezeten kívüli EU-tagállamot tartalmazza.

Magyarország semmilyen hatékony lépést nem tett a túlzott hiány kiküszöbölése érdekében (lásd még 4. fejezet 1.1 rész). Az Egyesült Királyság deficitrátája a harmadik egymást követő évben haladta meg a GDP 3%-ának megfelelő referenciaértéket. Az ECOFIN Tanács 2006. január 24-én megállapította, hogy az Egyesült Királyságban túlzott hiány van, és a szerződés 104. cikke (7) bekezdésének megfelelően egy ajánlást adott ki, felszólítva a túlzott hiány

mielőbbi, de legkésőbb a 2006–2007-es pénzügyi évre történő megszüntetésére.

2005-ben a legtöbb euroövezeten kívüli EU-tagállam adósságrátája jóval az euroövezeti átlag alatt maradt. Csak Ciprus és Málta regisztrált ismét a GDP 60%-ának megfelelő referenciaértéket meghaladó adósságrátákat. Néhány kivétellel az euroövezeten kívüli tagállamokban csökkent az adósságrátája, ami részben a kedvező

**9. táblázat: Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok és az euroövezet fizetési mérlege**

(a GDP százalékában)

	A folyó fizetési és a tökemérleg egyenlege				Nettó közvetlen külföldi befektetések				Nettó portfólióbefektetések			
	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>	2002	2003	2004	2005 <sup>1)</sup>
Cseh Köztársaság	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Dánia	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Észtország	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Ciprus	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Lettország	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Litvánia	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Magyarország	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Málta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Lengyelország	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Szlovénia	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Szlovákia	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Svédország	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Egyesült Királyság	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
EU-10 <sup>2)</sup>	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
EU-13 <sup>3)</sup>	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Euroövezet	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Forrás: EKB.

1) A 2005-ös adatok négy negyedéves átlagot jelölnek 2005. III. negyedévéig.

2) Az EU-10 összesítése a 2004 májusában az EU-hoz csatlakozott 10 országot foglalja magában.

3) Az EU-13 összesítése a 13 euroövezeten kívüli EU-tagállamot tartalmazza.

növekedési és kamatkülönbségeket, valamint az adósságot csökkentő hiány-adósság levelezéseket tükrözte.<sup>13</sup>

### A FIZETÉSI MÉRLEGEK ALAKULÁSA

Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok együttes folyó fizetési és tökemérlege 2005-ben is országonként jelentős eltéréseket mutatott (lásd 9. táblázat). Miközben Svédország és Dánia tekintélyes többletről számolt be, az Egyesült Királyság és az új EU-tagállamok hiányt regisztráltak. A folyó fizetési mérleg hiánya – bár az első kettőben csökkent – Észtországban, Lettországban és Máltán igen magas maradt (a GDP 10%-a körül vagy afelett), míg Ciprus, Litvánia, Magyarország és Szlovákia folyó fizetési és tökemérlegének hiánya meghaladta a GDP 5%-át. A Cseh Köztársaság, Lengyelország, Szlovénia és az Egyesült Királyság folyó fizetési és tökemérlegeinek hiánya mérsékeltebb volt.

Jóllehet néhány ország esetén a jelentős folyó fizetési mérleg-hiányok a külső pozíciók fenntarthatóságának kockázatait jelezhetik, az ilyen hiányok bizonyos mértékig normális vonásnak is tekinthetők a felzárkózó gazdaságok, mint

például az új tagállamok esetén, ahol a tőkebeáramlás olyan magas megtérülésű befektetéseket tesz lehetővé, amelyeket pusztán a belföldi megtakarítások alapján nem lehetett volna elvállalni. Miközben a legtöbb országban a külső egyensúlyhiányok főként az árukereskedelem deficitjéből származnak, a gyakran a külföldi tulajdonban levő cégek profitrepatriálásával és ezáltal a múltban beérkezett közvetlen külföldi befektetésekkel (FDI) kapcsolatos jövedelemhiányok számos esetben további fontos forrást jelentettek. A folyó fizetési mérlegek utóbbi időbeli alakulását némi óvatossággal kell értelmezni, mert azokat bizonyos mértékig befolyásolják a kereskedelmi adatok összeállításának módszertani változásai az EU-csatlakozást követően.

A legtöbb új EU-tagállamban a közvetlen külföldi befektetések – amelyek részben a privatizációs programokhoz kötődnek – továbbra is fontos külső finanszírozási forrást jelentettek. Ezen országcsoport egészét tekintve 2004-hez képest a nettó beérkezett FDI 2005-ben enyhén

13 A konvergenciaprogramok legutóbbi aktualizálásának 2005-re vonatkozó adósságadatai nem teljesen összevethetőek az Európai Bizottság előző évekre vonatkozó adataival.

növekedett (lásd 9. táblázat). A nettó beérkezett FDI (a GDP-hez képest) különösen jelentős volt Észtországban, ahol egy nagy tranzakció gyakorolt különösen erős hatást. Ismét jelentős FDI érkezett a Cseh Köztársaságba és Máltára. A nettó beérkezett FDI minden új tagállamban pozitív volt, kivéve Szlovéniát, ahol 2005-ben az FDI mérlege viszonylag kiegyenlített volt. Ami a többi euroövezeten kívüli EU-tagállamot illeti, Svédországban és Dániában nettó FDI-kiáramlást regisztráltak, amely meglehetősen jelentős volt Svédország esetében, miközben az Egyesült Királyságban a nettó FDI-beáramlás erősen pozitívnak bizonyult. Általában megállapítható, hogy bár a nettó FDI-áramlások 2005-ben számos euroövezeten kívüli tagállam számára fontos finanszírozási forrást képeztek, a legtöbb esetben a beérkezett tőke nem volt elegendő az együttes folyófizetési- és tőkemérleg-hiányának fedezésére.

A korábbi évek meglehetősen mérsékelt tőkeáramlásaihoz képest 2004-ben és 2005-ben Cipruson, Magyarországon és Lengyelországban a nettó portfólióbefektetések áramlása valóban jelentősen hozzájárult a folyó fizetésimérleg-hiányok finanszírozásához. Ez főként magasabb nettó adósságbeáramlásokat tükrözött – ami néhány esetben részben kötődhetett a hozamkülönbsétekhez –, de a nettó részvénybefektetések fontossága is növekedett. Részben a portfólió- és az „egyéb” befektetések nettó beáramlása által biztosított többletfinanszírozás eredményeként néhány ország GDP-hez viszonyított külső eladósodása ugyancsak nőtt.

#### **AZ ERM-II ÉS ÁRFOLYAMMAL KAPCSOLATOS KÉRDÉSEK**

2005-ben Észtországot, Litvániát, Szlovéniát és Dániát követve négy EU-tagállam csatlakozott az ERM-II-höz: Ciprus, Málta és Lettország 2005. május 2-án, Szlovákia pedig 2005. november 28-án lépett be a mechanizmusba, valamennyien valutájuk euro középárfolyama körüli  $\pm 15\%$ -os standard ingadozási sávval. Az ERM-II-be történő belépés előtt már mind a ciprusi font, mind a lett lat egyoldalúan az euróhoz voltak rögzítve. Miközben a ciprusi fontot már az egységes valuta 1999-es bevezetése óta az euróhoz rögzítették, Lettország 2005 elején vál-

toztatott, és rögzítette a valutáját a különleges lehívási jogok (elsősorban az IMF által alkalmazott elszámolási egység, amelynek értéke egy valutakosáron alapul) helyett az euróhoz, és tartott egy  $\pm 1\%$ -os ingadozási sávot. Az ERM-II-be történő belépést követően a lett hatóságok közölték, hogy az euróval szemben egyoldalúan a középárfolyamon tartják a latot, egy  $\pm 1\%$ -os ingadozási sávval. A mechanizmushoz történő csatlakozás után a korábbi, eurót, angol fontot és amerikai dollárt tartalmazó kosár helyett a máltai lírát az euróhoz rögzítették, sőt a máltai hatóságok deklarálták, hogy a máltai lírát az euróval szemben egyoldalúan a középárfolyamon tartják. A szlovák korona és a ciprusi font esetén a hatóságok nem vállaltak semmilyen formális, egyoldalú elkötelezettséget egy szűkebb sáv mellett. Az egyoldalú kötelezettségvállalások semmilyen plusz kötelezettséget nem rónak az EKB-ra. Az ERM-II-ben való zökkenőmentes részvétel biztosítása érdekében a résztvevő országok vállalták, hogy meghozzák a makrogazdasági és árfolyam-stabilitás megőrzéséhez szükséges intézkedéseket.

Az ERM-II-ben való részvétel nem járt észlelhető feszültséggel egyik résztvevő ország devizapiacán sem. A mechanizmushoz való csatlakozástól kezdve az észt korona, a litván litas, a máltai líra és a szlovén tolar adásvétele központi árfolyamaikon vagy azokhoz nagyon közel zajlott. A dán koronát 2005-ben is középárfolyama közelében jegyezték. Az ERM-II-be való belépést követő első két hónapban a ciprusi font némileg erősödött az euróval szemben, majd 2005 második felében a középárfolyam felett körülbelül  $2\%$ -kal stabilizálódott. A lett lat változatlanul a standard ingadozási sáv erős oldalán és az egyoldalúan meghirdetett sáv felső határának közelében maradt. Az ERM-II-höz történő csatlakozást követően a szlovák korona nagyobb volatilitást mutatott, mint az ERM-II többi valutája, és középárfolyama felett legfeljebb  $3,2\%$ -kal jegyezték (lásd 10. táblázat).

A legtöbb ERM-II-n kívüli nem euroövezeti tagállam valutája 2005-ben erősödött az euróval szemben, de kereskedelmi súlyozásos (effektív)

## 10. táblázat: Az ERM-II alakulása

	Belépési dátum	Felső árfolyam	Középfolyam	Alsó árfolyam	Max. eltérés százalékban	
					felfelé	lefelé
DKK	1999. jan. 1.	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	2004. jún. 28.	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2005. máj. 2.	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2005. máj. 2.	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	2004. jún. 28.	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2005. máj. 2.	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
SIT	2004. jún. 28.	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	2005. nov. 28.	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Forrás: EKB.

Megjegyzés: A lefelé (felfelé) való eltérés megfelel az alsó (felső) árfolyam irányába történő mozgásnak, és a valuta euróval szembeni erősödését (gyengülését) jelenti. A jelzett maximális eltérések az egyes országok ERM-II-be való belépésének dátuma és a 2006. február 10. közötti referencia-időszakokra vonatkoznak. Dánia esetén a referencia-időszak 2004. január 1-től 2006. február 24-ig terjed.

alapon kevésbé, mivel ezt részben ellensúlyozta a dollárral és az ahhoz kötött valutákkal szembeni leértékelődés. 2005 első felében a lengyel zloty és a cseh korona 2004-es erős felértékelődése részben visszafordult, de az év második felében e valuták ismét felértékelődtek. 2006. február 24-én az euróval szemben ezek a valuták jelentősen erősödtek a 2005 elején regisztrált szintekhez képest, ami az euro 7,2%-os, illetve 6,6%-os leértékelődését jelentette (lásd 37. ábra). Velük ellentétben a magyar forint jelentős, a teljes év folyamán főként a romló fiskális kilátásokkal kapcsolatos árfolyam-ingadozások közepette leértékelődött. 2006. február 24-én a forint árfolyama csaknem 3%-kal alacsonyabb volt, mint 2005 elején. A svéd koronát és az angol fontot a jelek szerint a kamatláb-kü-

lönbözetek alakulása befolyásolta. Miközben a svéd korona az euroövezethez képest növekvő negatív kamatláb-különbség következtében 2005 folyamán viszonylag erősen leértékelődött az euróval szemben, az angol font 2005-ben és 2006 elején – jelentős ingadozások közepette – csaknem 4%-kal erősödött az euróval szemben.

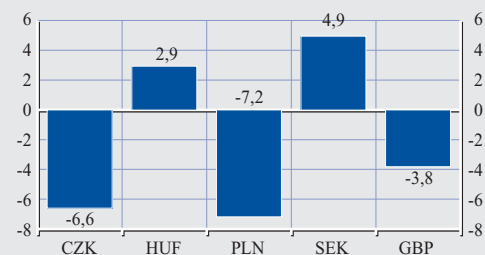
### MONETÁRIS POLITIKA

Minden euroövezeten kívüli EU-tagállam monetáris politikájának fő célja az árstabilitás. A monetáris politikai stratégiák országról országra jelentősen különböznek, ami tükrözi heterogén voltukat nominális, reál és strukturális szempontból (lásd 11. táblázat). 2005-ben Ciprus, Lettország, Málta és Szlovákia ERM-II-be való belépésétől eltekintve az euroövezeten kívüli EU-országok monetáris politikái és árfolyamrendszerei nagyjából változatlanok maradtak, bár néhány országban a jövőbeli monetáris integrációra való tekintettel bizonyos finomításokat eszközöltek a monetáris politika szerkezetében.

Az árfolyamcélal bíró országok 2005. évi monetáris politikai döntéseit illetően, az EKB 2005. december 1-jei kamatemelésének következményeként a Danmarks Nationalbank 25 bázisponttal, 2,4%-ra növelte az irányadó kamatlábat, majd 2006. február 17-én további 10 bázisponttal 2,5%-ra. Ennek oka a februári devizakiáramlás volt, amely többek között azért következett be, mert dán intézményi befektetők külföldi részvényeket és egyéb értékpapírokat

### 37. ábra: Az euro árfolyamának változásai az ERM-II-n kívüli EU-valutákhoz képest

(százalékpontban)



Forrás: az EKB szakértőinek számításai.

Megjegyzés: A pozitív (negatív) érték az euro felértékelődését (leértékelődését) jelenti. A változások a 2005. január 3. és 2006. február 24. közötti időszakra vonatkoznak.

**11. táblázat: Az euroövezeten kívüli EU-tagállamok hivatalos monetáris politikai stratégiái**

	Monetáris politikai stratégia	Pénznem	Jellemzők
Cseh Köztársaság	Inflációs cél	cseh korona	Cél: 2–4% 2005 végére, majd 3%, biztosítva, hogy a tényleges infláció egyik irányba se térjen el egy százalékpontnál többel ettől a célkitűzéstől. Irányított lebegtetés.
Dánia	Árfolyamcél	dán korona	7,46038 DKK/EUR középárfolyam körüli $\pm 2,25\%$ -os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben.
Észtország	Árfolyamcél	észt korona	15,6466 EEK/EUR középárfolyam körüli $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Észtország egyoldalú kötelezettségvállalással továbbra is fenntartja valutatanácsi rendszerét.
Ciprus	Árfolyamcél	ciprusi font	0,585274 CYP/EUR középárfolyam körüli $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben.
Lettország	Árfolyamcél	lett lat	0,702804 LVL/EUR középárfolyam körüli $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Lettország egyoldalú kötelezettségvállalással továbbra is fenntartja a $\pm 1\%$ -os ingadozási sávot.
Litvánia	Árfolyamcél	litván litas	3,45280 LTL/EUR középárfolyam körüli $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Litvánia egyoldalú kötelezettségvállalással továbbra is fenntartja valutatanácsi rendszerét.
Magyarország	Kombinált árfolyam- és inflációs cél	magyar forint	Árfolyamcél: euróhoz rögzítés 282,36 HUF/EUR árfolyamon, $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval. Inflációs cél: 4% ( $\pm 1$ százalékpont) 2005 végére, 3,5% ( $\pm 1$ százalékpont) 2006 végére és 3% ( $\pm 1$ százalékpont) középtávú cél 2007-től.
Málta	Árfolyamcél	máltai líra	0,42930 MTL/EUR középárfolyam körüli $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Egyoldalú kötelezettségvállalással Málta változatlanul tartja az euróval szembeni árfolyamot a középárfolyamhoz képest.
Lengyelország	Inflációs cél	lengyel zloty	Inflációs cél: 2,5% $\pm 1$ százalékpont (CPI éves változása) 2004-től. Szabadon lebegő árfolyam.
Szlovénia	Kétpilléres stratégia, figyelemmel kísérik a makroökonómiai feltételek monetáris, reál, külső és pénzügyi mutatóit.	szlovén tolár	239,640 SIT/EUR középárfolyam körüli $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben,
Szlovákia	Inflációs célkitűzés az ERM-II feltételei szerint	szlovák korona	38,4550 SKK/EUR középárfolyam körüli $\pm 15\%$ -os ingadozási sávval részt vesz az ERM-II-ben. Inflációs cél: rövid távú inflációs cél 2005 végén 3,5% $\pm 0,5$ százalékpont. Inflációs cél a 2006–2008-as időszakra: 2,5% alatt 2006 végén, és 2% alatt 2007 és 2008 végén.
Svédország	Inflációs cél	svéd korona	Inflációs cél: 2% CPI-növekedés $\pm 1$ százalékpontos toleranciával. Szabadon lebegő árfolyam.
Egyesült Királyság	Inflációs cél	font	Inflációs cél: 2%, a CPI 12-havi növekedésével mérve. <sup>1)</sup> 1 százalékpontot meghaladó eltérés esetén elvárás, hogy a Monetáris Politikai Bizottság nyílt levelet írjon a pénzügyminiszternek. Szabadon lebegő árfolyam.

Források: KBER.  
1) A CPI megegyezik a HICP-vel.

vásároltak. A Central Bank of Cyprus 2005 végére összesen 125 bázisponttal, 3,25%-ra csökkentette az ajánlati kamatláb alsó határát, hogy elősegítse a felértékelődési nyomás csökkentését, amely a gazdasági kilátásokba vetett javuló befektetői bizalomból fakadt. Ez utóbbi

az államháztartás helyzetében bekövetkezett javulásnak és a ciprusi font ERM-II-be történt belépésének az eredménye. A Latvijas Banka két lépésben, 4%-ról 8%-ra emelte a kötelező tartalékrátát, hogy csökkentse a jelentős hitel-növekedést Lettországban. Máltán – válaszul a

hitelek erős növekedésére – a hivatalos kamatlábat 25 bázisponttal, 3,25%-ra emelték. 2006 februárjában a Banka Slovenije 25 bázisponttal, 3,75%-ra csökkentette az irányadó kamatot.

Az inflációs célkövetés rendszerét alkalmazó euroövezeten kívüli EU-országok legtöbbje 2005-ben csökkentette az irányadó kamatot. A javuló inflációs kilátások hatására Magyarországon összesen 350 bázisponttal 6%-ra, Lengyelország 200 bázisponttal 4,5%-ra, míg Szlovákia 100 bázisponttal 3%-ra csökkentette az irányadó kamatlábat. Szlovákiában a kamatlábbal kapcsolatos döntéseket a valuta felértékelődése is motiválta. Lengyelországban 2006 januárjában további 25 bázisponttal, 4,25%-ra csökkentették az irányadó kamatlábat. 2005-ben Svédország 50 bázisponttal 1,5%-ra, míg az Egyesült Királyság 25 bázisponttal 4,5%-ra vitte le a jegybanki alapkamatot, ami a kibocsátás gyengülő növekedését és alacsonyabb várható inflációt tükrözött. Ugyanakkor 2006 januárjában Svédországban az irányadó kamatot 25 bázisponttal 1,75%-ra emelték, majd 2006 februárjában további 25 bázisponttal 2,0%-ra. Ezek a döntések a 2005. decemberi és a 2006. februári inflációs jelentések előrejelzésein alapultak (a rövid távú kamatlábak emelkedése mellett). 2005 első felében a Cseh Köztársaságban a kedvező inflációs kilátások és a felértékelődő korona következtében az irányadó kamatot összesen 75 bázisponttal leszállították, de október vége felé, a legfrissebb inflációs előrejelzés és az ahhoz kötődő kockázatok figyelembevételével ismét 25 bázisponttal, 2%-ra emelték.

### **PÉNZÜGYI FOLYAMATOK**

2005-ben az euroövezeten kívüli EU-tagállamok többségében a hosszú lejáratú kötvények hozamai követték a hasonló euroövezeti rátákat, és szeptemberig általános hanyatlást mutattak, majd valamennyire emelkedtek, különösen Magyarországon és Lengyelországban. Litvániában és Szlovéniában a hosszú távú kamatok fokozatosan az euroövezeti szintre süllyedtek, miközben Máltán és az Egyesült Királyságban valamivel stabilabbak voltak. A hosszú távú kamatok általában a legtöbb országban 20–55

bázisponttal alacsonyabbak voltak 2005 végén, mint az év elején; erősebb hanyatlás következett be Lettországon, Lengyelországon és Szlovákiában, valamint különösen Cipruson (több mint 200 bázispont). Miközben az euroövezeti hosszú távú kamatlábak 2005 folyamán mintegy 30 bázisponttal csökkentek, az euroövezettel szembeni kötvényhozam-különbségek stabilak maradtak vagy csökkentek. Ugyanakkor az euroövezettel szembeni különbségek az év utolsó negyedében feltűnően nőttek Magyarországon és Lengyelországban. A piaci reakciók Magyarországon kedvezőtlen fiskális trendeket, míg Lengyelországban a parlamenti választások utáni, a fiskális folyamatokkal és a gazdaságpolitikával kapcsolatos bizonytalanságot tükröztek.

Az euroövezeten kívüli EU-országok részvénypiacai 2005-ben is kedvezően teljesítettek, és Szlovénia, valamint az Egyesült Királyság kivételével túlteljesítették a Dow Jones EURO STOXX indexszel mért euroövezeti részvényárfolyam-alakulást. 2005 végén az új EU-tagállamokban (kivéve Szlovéniát) a részvényárfolyamok 25–65%-kal voltak magasabbak, mint az év elején.



**Készítő**

Ilse Haider

**Cím**

Kopf eines Athleten, 1994

**Anyag**

Fűfavessző, fotoemulzió

**Méret**

180 x 120 x 40 cm

© EKB és a készítő



## 2. FEJEZET

# KÖZPONTI BANKI MŰVELETEK ÉS TEVÉKENYSÉGEK

# 1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK, DEVIZAMŰVELETEK, BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK

## 1.1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK

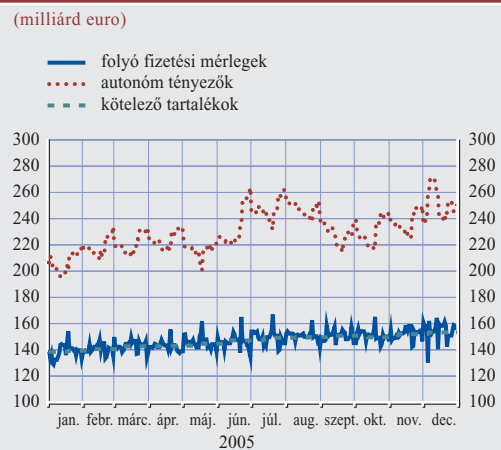
Az egységes monetáris politika<sup>1</sup> végrehajtásának operatív rendszere 2005-ben is hatékonyan működött. A nagyon rövid lejáratú piaci kamatok az év során stabilak voltak. Az EONIA is igen alacsony volatilitást mutatott. Az EONIA és a minimális ajánlati kamatláb különbözetének szórása 5 bázispont volt, szemben a 2004-es 9 bázisponttal és a 2003-as 16 bázisponttal.

A 2005 végi folyamatok nyújtották az első alkalmat, hogy bizonyos fokig tesztelni lehessen, mennyiben képes a 2004 márciusában<sup>2</sup> módosított operatív rendszer az EKB irányadó kamataira vonatkozó várakozások változásának hatását semlegesíteni a tartalékolási időszakban. Miután a pénzpiacon több mint két éven keresztül nem számítottak kamatváltozásra, 2005. novemberben kamatemelési várakozást lehetett tapasztalni. Az EKB elnökének november 18-án, a Kormányzótanács december 1-jei ülését megelőzően tett nyilatkozata után csaknem 12 bázisponttal emelkedett az egynapos (O/N) kamat. Néhány nappal később azonban, amikor a tartalékolási időszak utolsó irányadó refinanszírozási műveletében (IRM) a referenciaértéknél<sup>3</sup> nagyobb likviditás elosztására került sor magyarázó nyilatkozat kíséretében, az egynapos kamat ismét süllyedni kezdett és a régi szint közelébe került. Ebből megállapítható, hogy az első reakció ellenére a tartalékolási periódus kezdetének és a kamatdöntések végrehajtásának összeigazításával sikerült elkerülni az előző tartalékolási periódusban a kamatváltozási várakozások jelentős mértékű, tartós zavaró hatását.

### A LIKVIDITÁSI HELYZET ÉRTÉKELÉSE, KEZELÉSE

Az eurorendszer úgy kezeli az euroövezeti bankrendszer likviditását, hogy a helyzetet naponta értékelve meghatározza a likviditási igényt, azaz a heti IRM, a havi hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek és esetlegesen az egyéb nyíltpiaci, például a finomszabályozó műveletek során elosztandó volumet. A bankrendszer likviditási igényét a bankokra kiszabott kötelező tartalékok összege, a hitelintézetek központi banki folyószámláin a

38. ábra: Likviditási tényezők az euroövezetben 2005-ben



Forrás: EKB.

kötelező tartalékokat meghaladó források (tartalékfölösleg) és független tényezők határozzák meg. Utóbbiak közé az eurorendszer mérlegének olyan tételei tartoznak (pl. forgalomban levő bankjegyek, kormányzati betétek, nettó külföldi eszközök – lásd 38. ábra), amelyek bár befolyásolják a bankok likviditási igényét, rendszeresen nem tartoznak közvetlenül az eurorendszer likviditáskézelésének hatáskörébe.

Az euroövezet bankrendszerének napi likviditási igénye 2005-ben átlagosan 377,4 milliárd euro volt, 21%-kal több mint 2004-ben. A kötelező tartalékok értéke átlagosan 146,5 milliárd euro volt, a tartalékfölöslegé 0,8 milliárd euro, a független tényezők pedig 230,1 milliárd euro. Utóbbiak között továbbra is, 2004-hez

- 1 Az operatív rendszer részletes leírása az EKB „A monetáris politika végrehajtása az euroövezetben: az eurorendszer monetáris politikai eszközeinek és eljárásainak általános dokumentációja” című, 2005. februári kiadványában olvasható.
- 2 2004 márciusában két módosítás történt: 1) a tartalékolási periódusok időzítését úgy igazították, hogy mindig a Kormányzótanács azon ülését követő irányadó refinanszírozási művelet kiegyenlítési napján kezdődjenek, amelyre a monetáris politikai irányvonalra vonatkozó havi döntést ütemezték, és 2) az IRM művelet lejáratát két hétről egy hétre csökkentették. Lásd az EKB 2004. évi jelentése, 82-83. oldal.
- 3 A referenciaösszeg az az allokációs összeg, amelyre a rövid lejáratú pénzpiac kiegyensúlyozott helyzetének biztosítása céljából az eurorendszer teljes likviditási előrejelzése alapján általában szükség van. A közzétett allokációs referenciaösszeg 500 millió euróra van kerekítve.



hasonlóan a bankjegyek növekedtek a legerősebb ütemben, éves szinten 15%-kal, és 2005. december 24-ére minden idők legnagyobb összegét érték el 568 milliárd euróval.

#### **IRÁNYADÓ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELETEK**

Az irányadó refinanszírozási műveletekkel (IRM) hetente nyújtanak likviditást egyhetes lejáratra, változó kamatú tender formájában, amelyben minimális ajánlati kamatlábat szabnak meg ajánlati áras aukciós eljárás keretében. Az IRM az eurorendszer legfontosabb nyíltpiaci művelete, mivel kulcsszerepe van a kamatok irányításában, a piaci likviditás kezelésében, továbbá a minimális ajánlati kamatlábon keresztül jelzi a monetáris politika irányvonalát.

Az EKB 2005-ben is a független tényezők napi átlagos értékéről és a referenciaösszegekről adott előrejelzés közzétételével segítette a hitelintézeteket az IRM ajánlatok előkészítésében. Az EKB ezzel a tájékoztatási politikával kívánja elkerülni, hogy a piac tévesen értelmezze az IRM allokációs döntéseinek célját, azaz hogy a művelet a likviditási helyzetet kívánja-e kiegyensúlyozni vagy nem.

2005-ben az IRM keretében kiosztott összegek 259,0 milliárd és 333,5 milliárd euro között mozogtak. Az egyes műveletekben átlagosan 351 ajánlattevő vett részt, nagyjából ugyanannyi mint 2004-ben, az operatív rendszer megváltoztatása után. Az eurorendszer az IRM-en keresztül nyújtotta a monetáris politikai műveletekkel biztosított teljes nettó likviditás 77%-át. Az aktív oldali rendelkezésre állás kamata és a minimális ajánlati kamat közötti különbség átlagosan 5,3 bázispont volt, szemben a 2004.

évi 1,6 bázisponttal és a 2003. évi 4,7 bázisponttal. A kamatkülönbség 2005 első három negyedévében általában stabilan 5 bázispont körül volt, majd szeptemberben lassan elindult felfelé, és október közepére elérte a 7 bázispontot. Az EKB nyugtalanítónak tartotta az emelkedést, és a referenciaösszegeknél kissé magasabb összeg kiosztását kezdeményezte, miközben továbbra is az volt a cél, hogy a tartalékolási időszak végén kiegyensúlyozott legyen a helyzet. A „laza allokációs politikának” köszönhetően sikerült 5 bázisponton stabilizálni az aktív oldali rendelkezésre állás kamata és a minimális ajánlati kamat közötti rést.

#### **FINOMSZABÁLYOZÓ MŰVELETEK**

Az operatív rendszer 2004. márciusi módosítása megnövelte annak a lehetőségét, hogy a tartalékolási időszak utolsó IRM művelete és az időszak vége közötti nyolcnapos időszakban hibák halmozódjanak fel a likviditás előrejelzésében. Az előrejelzés és a tényleges eredmény közötti abszolút különbség nyolc nap alatt átlagosan 7,16 milliárd eurót tett ki 2005-ben. Az EKB úgy akadályozta meg, hogy a hibák miatt jelentős méreteket öltjön a rendelkezésre állás konstrukciónak igénybevétele, és hogy megnöjjön az egynapos (O/N) kamat és a minimális ajánlati kamat különbsége, hogy amennyiben jelentősebb egyensúlyi problémára számított a likviditásban, finomszabályozó műveletet hajtott végre a tartalékolási időszak utolsó napján. Összesen kilenc ilyen műveletre került sor, közülük háromban likviditást nyújtott (január 18., február 7., szeptember 6.), hatban pedig likviditást vont el (március 8., június 7., július 12., augusztus 9., október 11., december 5.). A

műveletek célja a likviditási helyzet egyensúlyának visszaállítása volt, valamint hozzájárultak a tartalékolási időszak végi O/N kamat stabilizálásához.

#### **HOSSZABB LEJÁRATÚ REFINANSZÍROZÁSI MŰVELETEK**

A hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekre havonta egyszer, rendszerint a hónap utolsó szerdáján kerül sor. A három hónapos lejárat segítségével a bankok hosszabb időszakon keresztül tudják fedezni likviditási szükségleteiket. Az irányadó refinanszírozási művelettől eltérően a hosszabb lejáratú művelet esetében az eurorendszernek nem célja a monetáris politikai irányvonal jelzése. A művelet tisztán változó kamatú tenderként bonyolítják le, meghirdetett allokációs összeggel, ami azt jelenti, hogy az eurorendszer e műveletnél kamatelfogadóként jár el.

A hosszabb lejáratú művelet 2005-ben a nyílt-piaci műveleteken keresztül nyújtott teljes nettó likviditás körülbelül 23%-át biztosította. Az egyes műveletek során allokált összeg 2005. januárban 25 milliárd euróról 30 milliárd euróra, 2006. januárban pedig 40 milliárd euróra emelkedett.

#### **ÁLLANDÓ RENDELKEZÉSRE ÁLLÁS**

Az eurorendszer két állandóan rendelkezésre álló konstrukciója az aktív oldali és a betéti konstrukció egynapos likviditást biztosít, illetve von el. A két konstrukció kamatlábai határozzák meg a bankközi egynapos (O/N) kamatfolyosót, amelynek szélessége 2005-ben 200 bázisponton maradt; a folyosó középpontja az irányadó művelet (IRM) minimális ajánlati kamatlába volt.

Az aktív oldali rendelkezésre állást 2005-ben naponta átlagosan 106 millió euro értékben vették igénybe, míg a betéti konstrukció esetében ez az érték 122 millió eurót tett ki. Az előző évi adatoknak megfelelő alacsony 2005-ös felhasználás a bankközi piac jó hatékonyságát tükrözi, valamint azt, hogy az egyes tartalékolási periódusok utolsó napján kisebb volt a likviditási egyensúlyhiány. A csökkenés összhangban áll azzal, hogy 2005-ben gyakrabban alkalmazott

az eurorendszer finomszabályozó műveletet, amikor nagyobb hibákat lehetett tapasztalni a likviditási előrejelzésben.

#### **KÖTELEZŐ TARTALÉKOK RENDSZERE**

Az euroövezeti hitelintézeteknek az egyes nemzeti központi bankoknál vezetett számlákon kötelező tartalékkal kell rendelkezniük, amely a hitelintézeti mérleg elemei alapján meghatározott tartalékalap 2%-a. A kötelező tartalékot a tartalékolási időszak alatt átlagosan kell biztosítani. A rendszernek két funkciója van: egyrészt az átlagolási rendelkezésén keresztül a rövid lejáratú pénzügyi kamatok stabilizálása, másrészt a likviditási hiány, azaz a bankok azon likviditási igényének növelése, amelyet az eurorendszer refinanszíroz. A kötelező tartalék összege 2005-ben fokozatosan emelkedett, és az év utolsó tartalékolási időszakában elérte a 153 milliárd eurót.

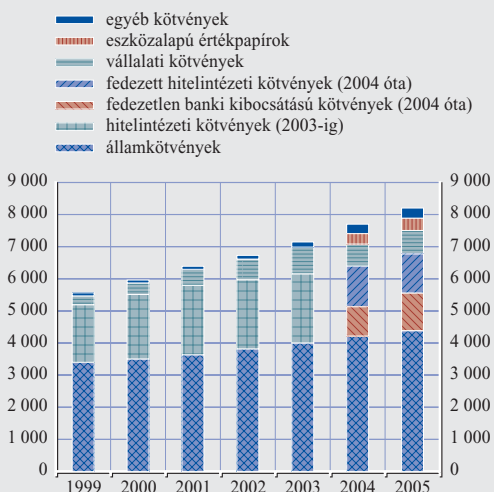
#### **A MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK ELFOGADHATÓ FEDEZETEI**

Az eurorendszer minden hitelműveletéhez megfelelő fedezetet kötelező nyújtani, hogy megvédjék a rendszert a veszteségektől. Az európai pénzügyi piacok különleges jellege és az eurorendszer monetáris politikai operatív rendszere miatt, sokféle eszköz számításba jöhet hitelfedezetül. Az elfogadható piacképes fedezetek összege 2005-ben átlagosan 8,2 billió euro volt, 5%-kal több mint 2004-ben (lásd 39. ábra). A piacképes eszközök 53%-a állampapír, a többi hitelintézetek által kibocsátott fedezett (azaz jelzáloglevél-típusú) és nem fedezett kötvény (29%), vállalati kötvény (9%), eszközalapú értékpapír (5%), valamint például szupranacionális szervezetek által kibocsátott egyéb kötvény (4%) volt. Az üzleti partnerek a hitelműveletek ellenében 853 milliárd euro átlagértékű piacképes eszközt helyeztek el fedezetül az eurorendszerrel 2005-ben, összehasonlítva a 2004. évi 817 milliárd euróval (lásd 40. ábra).

A 41. ábrán látható az eurorendszer hitelműveleteiben fedezetül elfogadható eszközök és a ténylegesen feljárnított eszközök különbsége eszköztípus szerinti bontásban. Az állampapírok

39. ábra: Elfogadható piacképes eszközök

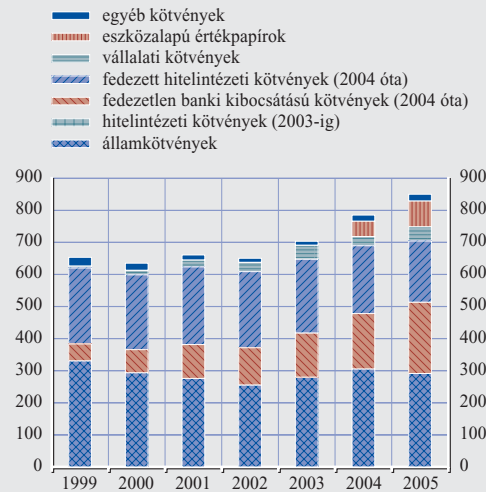
(milliárd euro)



Forrás: EKB.

40. ábra: Elfogadható piacképes hitelbiztosítékok felhasználása

(milliárd euro)



Forrás: EKB.

a rendelkezésre álló piacképes eszközök 53%-át, a felajánlott eszközöknek azonban csak 34%-át tették ki. Ezzel szemben a hitelintézeti kötvények, amelyek a rendelkezésre álló piacképes hitelfedezetek 14%-át adták, a felajánlott fedezetek között 27%-os hányadot jelentettek. Az eszközalapú értékpapírok a rendelkezésre álló fedezet 5%-át, a felhasznált fedezetnek viszont 10%-át teszik ki.

Az eurorendszer hitelfedezeti politikájában több fontos fejleményt kell kiemelni 2005-ben. Egyrészt véglegesítették az eszközalapú értékpapírokra vonatkozó elfogadhatósági követelmények módosítását, amire azért volt szükség, mert ez az értékpapírtípus egyre fontosabb hitelfedezeti forrásnak számít az eurorendszer műveleteiben, továbbá az üzleti partnerek jobban át szerették volna látni, milyen eszközalapú értékpapírtípusok fogadhatóak el. A módosított követelményeket 2006. januárban hirdették ki, és 2006. májusban lépnek hatályba. Azok a jelenleg az elfogadható fedezetek listáján található eszközalapú értékpapírok, amelyek nem felelnek meg a követelményeknek, 2006 októberéig fokozatosan lekerülnek a listáról.

Az eurorendszer közzétette azokat a minimális hitelminőségi követelményeket is, amelyeket a közös valuta bevezetése óta következetesen alkalmazott a hitelfedezeti eszközök elfogadásánál. Eszerint az adott eszköznek a három nagy nemzetközi hitelminősítő intézet egyikétől legalább szimpla „A” besorolást kell kapnia. Ez a Standard & Poor’s vagy a Fitch Ratings hosszú távú minősítésében legalább A-, a Moody’s szerint pedig legalább A3 besorolásnak felel meg. Azt is pontosították, hogy ez a követelmény egyaránt vonatkozik a magán- és állami szektorbeli kibocsátókra. Tovább lépés történt az egységes fedezetlista létrehozásában is, amely fokozatosan átveszi a jelenlegi kétféle hitelfedezeti rendszer helyét. Az egységes listától azt várják, hogy bővíti a rendelkezésre álló hitelfedezetek körét és elősegíti az egyenlő érvényesülési feltételeket, azaz az ügyfelekkel és a kibocsátókkal való egyenlő bánásmódot az euroövezetben, valamint javítja a hitelfedezeti rendszer általános transzparenciáját. Az egységes lista alkalmazásával kapcsolatos első intézkedések 2005-ben léptek hatályba:

- Május 30-án közzétették azon nem szabályozott piacok listáját, amelyek az eurorend-

**41. ábra: Az elfogadható piacképes eszközök és a felajánlott hitelbiztosítékok aránya közötti különbség 2005-ben**



szer számára fedezetkezelési szempontból elfogadhatók. A legalább évente egyszer aktualizált lista megtekinthető az EKB honlapján. Azok a csak nem szabályozott piacon bevezetett, jegyzett és forgalmazott eszközök, amelyek nincsenek a listán, 2007. májusig továbbra is elfogadhatónak minősülnek, ezt követően viszont nem.

- Július 1-jén bevettek az első csoportba egyelőre nem felhasználható új fedezeti kategóriát, azokat az adósságinstrumentumokat, amelyeket a Tizek csoportjába tartozó, de az Európai Gazdasági Térségen (EGT) kívüli országban bejegyzett jogi személyek bocsátottak ki euróban. Az új elfogadható fedezetek teljes összege 2005 végén 137 milliárd eurót tett ki, igénybevételük fokozatosan bővült az év második felében, és december végére elérte a 5,3 milliárd eurót.

A Kormányzótanács 2005. februárban bejelentette, hogy az egységes lista felállításának következő lépése, a bankhitelek felvétele a következő ütemezés szerint zajlik:

- Bankhiteleket 2007. január 1-jétől lehet majd felhasználni az euroövezeti országokban az eurorendszer hitelműveleteinek fede-

zetéül, amint bevezetik a közös alkalmassági követelményeket és az eurorendszer hitelminősítő rendszerét (lásd alább);

- 2007. január 1. és 2011. december 31. között közbülső rendszer lesz érvényben, amelynek értelmében az egyes euroövezeti NKB-k maguk határozhatják meg azt a küszöbértéket, amely fölött valamely hitelösszeg alkalmas fedezeti célra, és dönthetnek kezelési költség alkalmazásáról;
- 2012. január 1-jétől egységesen azokat a bankhiteleket lehet fedezeti eszközül felhasználni, amelyek elérik az 500 000 eurós minimális küszöbértéket.

A Kormányzótanács 2005. júliusban elfogadta a bankhitekre vonatkozó általános alkalmassági követelményeket, 2005. novemberben pedig az ECAF alapelemeit, amelyek azt hivatottak biztosítani, hogy az adósok megfeleljenek a szilárd pénzügyi helyzetet előíró eurorendszeri követelményeknek. Folyamatban van a bankhitelek rendszerével kapcsolatos előkészítő munka, a listára vétel végleges technikai és operatív részleteit 2006 első felében jelentik be.

#### KOCKÁZATKEZELÉSI KÉRDÉSEK

Az eurorendszert monetáris politikai vagy fizetési rendszerhez kapcsolódó hitelműveleti során egyaránt terheli hitel- és piaci kockázat az üzleti partnerek esetleges nem teljesítése miatt. A kockázatok a KBER alapokmánya 18.1 cikkében foglaltak értelmében megfelelő hitel-fedezet megkövetelésével csökkenthetők, amelyhez megfelelő fedezetértékelési és kockázatkezelési intézkedések társulnak.

A 2007. január 1-jén hatályba lépő ECAF azoknak az eurorendszeri eljárásoknak és szabályoknak a gyűjteménye, amelyek a jövőbeli egységes listán szereplő elfogadható hitelfedezetek alacsony hitelkockázatát határozzák meg. A rendszer a hitelminőség meghatározásában négy forrásra támaszkodik, ezek a külső hitelminősítők, az NKB-k belső hitelminősítő rendszerei, az üzletfelek belső minősítésen alapuló rendszerei és valamely harmadik fél biztosította

hitelminősítő eszköz. Az ECAF a következetesség, pontosság és összehasonlíthatóság alapelvein nyugszik.

Az alapelvek megvalósulásának feltétele, hogy az összes hitelminőség-vizsgáló forrás megfeleljen bizonyos alkalmassági követelményeknek. Ezenkívül az elfogadható hitelfedezeteknek egyéb hitelképességi minimumkövetelményeknek is meg kell felelniük, amit olyan műszaki leírásokkal és eszközökkel garantálnak, mint például a hitelminőségi küszöbérték és a hitelminősítési teljesítményre vonatkozó ellenőrzési és beszámolási eljárás.

A hitelkockázati viszonyítási alap azt jelenti, hogy az eurorendszer elvben csak az olyan hitelfelvevők adósságinstrumentumait fogadja el,

- amelyek a három nagy nemzetközi hitelminősítő intézet közül legalább egytől „szimpla A” minősítést kaptak; vagy
- amelyek nem teljesítésének valószínűsége legfeljebb 0,10%. Ebbe a kockázati kategóriába azok a hitelfelvevők tartoznak, akik nem teljesítésének várható valószínűsége egy éves időtávon nem haladja meg a 0,10%-ot.

Ez a meghatározás a magán és állami kibocsátókra egyaránt vonatkozik a Szerződés 102. cikke értelmében, amely megtiltja, hogy az EKB az állami szektorbeli adósságinstrumentumoknak kedvezőbb feltételeket szabjon.

## 1.2 DEVIZAMŰVELETEK

Az EKB 2005-ben nem hajtott végre monetáris politikai célból devizapiaci intervenciót, devizaügyletet kizárólag befektetési célból végzett. Megemlítendő továbbá, hogy az ERM-II árfolyamrendszerben tag, euroövezeten kívüli valutákban sem végzett devizaműveletet.

2005-ben öt alkalommal aktiválták az EKB és az IMF közötti állandó megállapodást, amely



lehetővé teszi, hogy az IMF az EKB nevében tranzakciókat kezdeményezzen különleges lehívási jogokban (SDR) más SDR-tulajdonosoknál.

## 1.3 BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK

Az EKB befektetési tevékenységének megszerzése során arra törekszik, hogy a jegybanki monetáris politikai intézkedésekkel kapcsolatos bennfentes információkat ne lehessen a befektetési döntések során felhasználni. Ezért a befektetési feladatokkal foglalkozó szervezeti egységeket Kínai falnak nevezett szabály- és eljárásrendszerrel különítik el a többi szervezeti egységtől.

### A DEVIZATARTALÉKOK KEZELÉSE

Az EKB devizatartalék-portfóliójának alapját az euroövezeti NKB-k EKB-nak átadott devizatartalékai és az EKB devizában és aranyban végzett múltbeli műveletei képezik. A devizatartalékok fő szerepe, hogy lehetővé tegyék az EKB devizapiaci intervencióit. A tartalékkezelés célja fontossági sorrendben a likviditás, a biztonság és a hozam biztosítása. A tartalékkezelés 2005-ben decentralizáltan folyt, azaz az egyes NKB-k feleltek a portfólió egyes részeinek aktív kezeléséért.



Az EKB devizatartalék-portfólióját elsősorban USA dollár alkotja, de tartalmaz japán jent, aranyat és SDR-t is. 2005-ben nem volt sem arany, sem SDR befektetés. Az EKB összesen 47 tonna aranyat adott el, összhangban az aranyra vonatkozó, 2004. szeptember 27-i központi banki megállapodással, amelyet az EKB is aláírt. Az EKB hivatalos devizatartalék-eszközeinek folyó árfolyamon számított értéke a 2004 végi 35,1 milliárd euróról 2005 végére 41,0 milliárd euróra nőtt. A portfólió értékének változása 2005-ben elsősorban az USA dollár és az arany euróval szembeni felértékelődésének, valamint a portfóliókezelés során keletkező pozitív hozamnak (tőkenyeresség és kamattjövedelem) volt a következménye.

2006. januártól új működési keretek között kezelik az EKB devizatartalékait. A rendszer átalakításával az volt a cél, hogy javuljon az eurorendszer decentralizált befektetési műveleteinek hatékonysága. Az EKB devizatartalékai operatív kezelése során (azaz a pénzforrások befektetésére irányuló műveletekben) az euroövezeti NKB-k most már rendszerint csak egy portfóliót kezelhetnek (vagy USA-dollárban, vagy jenben). Van azonban két NKB, amely két-két portfóliót kezel. Az euroövezeti NKB-k dönthetnek úgy is, hogy nem vesznek részt az EKB devizatartalékainak operatív kezelésében, de továbbra is foglalkoznak a stratégiai portfólió kezelésével, például a stratégiai viszonyítási érték és a kockázatalellenőrzési keret felülvizsgálatával. Azok az NKB-k, amelyek részt kívánnak venni az operatív kezelésben, össze is vonhatják e tevékenységeket egymás között.

2005-ben tovább bővült a devizatartalékok befektetésére elfogadott eszközök listája, így 2006 elején a devizawap-eszközöket, valamint az US STRIPS<sup>4</sup> értékpapírokat is hozzáadták az elfogadható eszközökhöz, valamint megtörtént a kamatswap-eszközök bevezetésének előkészítése is.

#### A SZAVATOLÓ TŐKE KEZELÉSE

Az EKB szavatoló-tőke-portfóliója a jegyzett tőke befizetett részéből és az általános tartalék-alapból áll. A portfólió célja, hogy az EKB-nak

legyen tartaléka veszteségesség esetére. A portfóliókezelés során azt kívánják elérni, hogy a portfólió hosszú távon az EKB irányadó refinanszírozási műveleteinek átlagos kamatlábát meghaladó hozamot biztosítson. 2005-ben a befektetési célra felhasználható eszközök kibocsátóinak listáját tovább bővítették a kiváló minőségű társasági és a fedezett kötvények szegmensében. 2006 elején a pénzügyi szektorbeli kiváló hitelminőségű cégek által kibocsátott elsőbbségi fedezetlen kötvények is bekerültek a befektetési lehetőségek közé.

Az EKB szavatoló-tőke-portfóliója 2005-ben folyó piaci árfolyamon a 2004 végi 6,1 milliárd euróról 2005 végére 6,4 milliárd euróra nőtt, ami a portfóliókezelésen tőkenyeresség és kamattjövedelem formájában elért pozitív hozamot tükrözi.

#### KOCKÁZATKEZELÉSI KÉRDÉSEK

Az EKB a pénzügyi kockázatok (piaci, hitel- és likviditási kockázat) csökkentésére szolgáló rendszert többek között szigorú követelmények (például a futamidőre, a valutamegoszlásra és a portfólió minimális likviditására vonatkozó korlátozások), illetve részletes határértékrendszer felállításával alkalmazza. A szabályok betartását naponta megfigyelik és ellenőrzik. 2005-ben előkészületeket történtek a VaR<sup>5</sup> (kockázatosított érték – Value-at-Risk) bevezetésére. A VaR a portfóliókezelők kereskedési pozícióihoz kapcsolódó és az EKB referencia-portfólióihoz viszonyított kockázati küszöbértékek meghatározásának fő eszköze. Többféle elméleti előnnyel jár, és mint a kockázat átfogó mutatója igen népszerű a pénzügyi iparágban. Ezt bizonyítja az is, hogy az Új Bázeli Tőkeegyezményben fontos szerepet kapott a tőkekövetelmények kiszámításában.

4 A STRIPS a különválasztott kereskedés kamattal és tőkével (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities) angol kifejezés rövidítése. Olyan értékpapírok, amelyeket amerikai államkötvényből hoztak létre a kamatszervély leválasztásával.

5 A VaR adott időtávon bizonyos valószínűséggel túlléphető veszteség összegét jelöli. Például az egyéves 99%-os VaR az a veszteség, amely meghaladásának valószínűsége egy éves távon csak 1%.

## 2 FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK

Az eurorendszer alapszabályban előírt feladata a fizetési rendszerek zökkenőmentes működésének elősegítése. E feladat végrehajtásának fő eszköze – a felvigyázási funkción kívül – a fizetési és értékpapír-elszámolási szolgáltatások nyújtása. Ennek érdekében az euróban történő nagy értékű fizetésekre az eurorendszer megalakította a TARGET néven ismert Transzeurópai Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszert, amelyen az elmúlt néhány évben is történtek fejlesztések, és jelenleg folynak egy második generációs rendszer, a TARGET2 fejlesztésének munkái.

2005 augusztusában az EKB kiadott egy állásfoglalást „Nagy-tömegű eurofizetések központi banki elszámolása hitelintézeteknek” címmel. Miközben emlékeztetett, hogy az eurorendszer alapszabályban előírta támogatja a nagy tömegű eurofizetések hitelintézetek részére történő elszámolását szolgáló feldolgozási eszközökről való gondoskodást, többek között megjegyezte, hogy a hitelintézeteknek nagy tömegű fizetési elszámolásokat nyújtó NKB-k megfelelően figyelembe veszik az adott piac követelményeit és versenykörnyezetét, beleértve a költségek visszanyerését is.

Az értékpapír-elszámolásokat illetően az eurorendszer és a piac számos csatornát kínál a fedezetek nemzeti határokon átnyúló használatának elősegítésére.

### 2.1 A TARGET-RENDSZER

A jelenlegi TARGET-rendszer „rendszerek rendszere”, amely 16 EU-tagállam nemzeti valós idejű bruttó elszámolási rendszeréből (VIBER), az EKB fizetési mechanizmusából (EPM), valamint egy összekötő mechanizmusból áll, amely lehetővé teszi az egymással összekötött rendszerek közötti fizetések feldolgozását.

2005-ben a TARGET még inkább hozzájárult az euro pénzpiac integrációjához, és mert az eurorendszer hitelműveleteit e rendszeren keresztül dolgozzák fel, továbbra is fontos szerepet ját-

szott az egységes monetáris politika zavartalan megvalósításában. A központi banki pénzek valós idejű elszámolása és a széles piaci lefedettség következtében a TARGET-rendszer egy sor más fizetést is vonz. 2005-ben a TARGET zavartalanul és sikeresen működött, és folytatódott a trend, hogy a rendszerben növekvő számban számoltak el nagy értékű eurofizetéseket. Ez összhangban van az eurorendszer azon céljával, hogy a jegybankpénzben történő teljesítést, mint egyedülállóan biztonságos fizetési módszert, támogassa. 2005-ben az euróban eszközölt nagy értékű fizetések forgalmának 89%-át bonyolították le a TARGET-en keresztül. A TARGET rendelkezésre áll minden euróban történő hitelátutalásra az összeköttetésben levő bankok között, felső vagy alsó határ nélkül. Ezek az átutalások történhetnek ugyanazon tagállam bankjai között (tagállamon belüli forgalom) és különböző tagállamok bankjai között is (tagállamok közötti forgalom).

Egy 2005-ben készített felmérés szerint 2004. december 31-én 10 564 résztvevő volt a TARGET-ben. Összesen mintegy 53 000 intézmény, köztük a résztvevők fiókjai, érhetők el a TARGET-en keresztül egy banki azonosító (BIC) kóddal.

### TARGET-MŰVELETEK

2005-ben a TARGET által napi átlagban feldolgozott fizetéseknek mind a volumene, mind pedig az értéke 10%-kal növekedett. A 12. táblázat áttekintést nyújt a TARGET-ben 2005-ben lebonyolított fizetési forgalomról, összehasonlítva az előző év forgalmával.

2005-ben a TARGET teljes rendelkezésre állása, azaz amikor a résztvevők üzemzavaroktól mentesen használni tudták a TARGET-et annak nyitvatartási ideje alatt, elérte a 99,83%-ot (lásd 13. táblázat). A tagállamok közötti fizetések 95,59%-át dolgozták fel átlagosan öt percen belül.

12. táblázat: Fizetési forgalom a TARGET-ben<sup>1)</sup>

Volumen (tranzakciók száma)	2004	2005	Változás (%)
<b>Teljes</b>			
Összesen	69 213 486	76 150 602	9
Napi átlag	267 234	296 306	10
<b>Tagállamon belüli<sup>2)</sup></b>			
Összesen	52 368 115	58 467 492	10
Napi átlag	202 193	227 500	11
<b>Tagállamok közötti</b>			
Összesen	16 845 371	17 683 110	5
Napi átlag	65 040	68 806	5
<b>Érték (milliárd EUR)</b>			
<b>Teljes</b>			
Összesen	443 992	488 900	9
Napi átlag	1 714	1 902	10
<b>Tagállamon belüli<sup>2)</sup></b>			
Összesen	297 856	324 089	8
Napi átlag	1 150	1 261	9
<b>Tagállamok közötti</b>			
Összesen	146 137	164 812	11
Napi átlag	564	641	12

Forrás: EKB.

1) 259 működési nap 2004-ben és 257 működési nap 2005-ben.  
2) Beleértve a távrészvevők forgalmát.

13. táblázat: A TARGET rendelkezésre állása összesen

(%)	2005
<b>VIBER</b>	
EPM (EKB)	99,52
ELLIPS (Belgium)	99,66
KRONOS (Dánia)	99,84
RTGSplus (Németország)	99,24
HERMES euro (Görögország)	99,80
SLBE (Spanyolország)	99,93
TBF (Franciaország)	99,62
IRIS (Írország)	99,93
BI-REL (Olaszország)	99,89
LIPS-Gross (Luxemburg)	99,93
TOP (Hollandia)	100,00
ARTIS (Ausztria)	99,86
SORBNET-EURO (Lengyelország)	100,00
SPGT (Portugália)	99,97
BOF-RTGS (Finnország)	99,98
E-RIX (Svédország)	99,89
CHAPS Euro (Egyesült Királyság)	99,97
<b>A rendszer rendelkezésre állása összesen</b>	<b>99,83</b>

Forrás: EKB.

## SZÜKSÉGHELYZETI INTÉZKEDÉSEK A RENDSZERKOCKÁZATI SZEMPONTBÓL FONTOS FIZETÉSEKRŐL A TARGET-BEN

A TARGET-rendszernek a piacon betöltött kulcsszerepe, valamint az általa biztosított széles körű piaci lefedettség miatt a rendszer megbízható és zavartalan működése érdekében sokféle veszély ellen kell megfelelő védelmet biztosítani. A legfontosabb, hogy a rendszerkockázati szempontból fontos fizetéseket – tehát azokat, amelyek kockázatot jelentenek a pénzügyi rendszerre, ha esedékességgor nem dolgozzák fel – késedelem nélkül teljesítsék, még rendellenes körülmények között is. Az eurorendszer tartalékmegoldásokat dolgozott ki előre nem látható eseményekre, hogy az ilyen fontos fizetések feldolgozása rendben megtörténjen még akkor is, ha a TARGET hibásan működik. 2005-ben központi bankok (gyakran kereskedelmi bankok bevonásával) számos próbát végeztek, amelyek bizonyították a TARGET előre nem látható eseményekre kidolgozott intézkedéseinek hatékonyságát. A próbák igazolták, hogy az eurorendszer biztosítani tudja a

fizetési rendszerek és a pénzügyi piacok zavartalan működését válsághelyzetben is.

## TARGET-KAPCSOLAT AZ ÚJ EU-TAGÁLLAMOK RÉSZÉRE

2002 októberében a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EU bővítését követően az új tagállamok NKB-i számára lehetővé – de nem kötelezővé – teszik a jelenlegi TARGET-rendszerhez való csatlakozást. Figyelembe véve a jelenlegi TARGET-rendszer még hátralevő korlátozott élettartamát, valamint költségkímélési szempontokat, az eurorendszer kidolgozta a teljes integráció alternatíváit, amelyek lehetővé teszik az új tagállamok központi bankjai számára, hogy csatlakoztassák rendszereiket a jelenlegi TARGET-rendszerhez.

Az új tagállamok közül Lengyelország volt az első, amely csatlakozott a TARGET-hez. 2005. március 7-én a Narodowy Bank Polski euro VIBER-ét (SORBNET-EURO) csatlakoztatták a TARGET-hez a Banca d'Italia VIBER-én (BI-REL) keresztül.

## KAPCSOLAT TARGET-HASZNÁLÓKKAL ÉS MÁŠ VALUTAÖVEZETEK VALÓS IDEJŰ BRUTTÓ ELSZÁMOLÁŠT MŰKÖDTETŐIVEL

A KBER szoros kapcsolatot tart fenn a TARGET használóival, hogy igényeik kellő figyelmet élvezzenek, és azokra megfelelő válaszokat kapjanak. A korábbi évekhez hasonlóan, a TARGET-tel összeköttetésben álló 16 NKB és a nemzeti TARGET-használó csoportok 2005-ben is rendszeresen üléseztek. Ezenkívül a KBER TARGET2 munkacsoportja és az európai bankipar TARGET munkacsoportja közös értekezletet tartott, hogy megtárgyalják a TARGET működésével kapcsolatos kérdéseket. Stratégiai kérdésekről az Euro Fizetések Stratégiájának Kapcsolattartó Csoportjában egyeztettek, amely egy olyan fórum, ahol kereskedelmi és központi bankok vezető tisztségviselői vannak képviselve. A világ egyik legnagyobb VIBER-ének működtetőjeként az eurorendszer szoros kapcsolatokat tart fenn más valutaövezetek VIBER-működtetőivel. A kölcsönös függőségek növekedése, úgymint a folyamatos összekapcsolt elszámolás műveleteiből eredő függőségek, szükségessé tették a működtetési kérdések együttes megvitatását.

### 2.2 TARGET2

2005. február 8-án az EKB kiadta a TARGET2 fejlesztéséről szóló első jelentést. A jelentés információt tartalmazott a Kormányzótanács 2004. decemberi, a TARGET2 szolgáltatásról szóló határozatairól, az alapszolgáltatás általános árrendszeréről, valamint a TARGET2-re való átállásról. Ugyancsak áttekintést nyújtott a projekt általános tervezéséről.

Az előrelépésről szóló második jelentést 2005. október 21-én publikálták. Ebben elsősorban a Kormányzótanácsnak a TARGET2 tervezett üzembe helyezésével, a különböző átállási képernyőablakok dátumaival, a likviditás-összevonási szolgáltatás és a kisegítő rendszer-elszámolás árazásával kapcsolatos döntéseit ismertették. Ugyancsak felvázolták a TARGET2 alapszolgáltatásának árazási rendszerét, amelyet határozathozatal előtt megtárgyalnak a



bankok közösségével. Végül, a jelentés közölte a TARGET2 működési napja menetrendjének, valamint a rendkívüli eseményekre kidolgozott intézkedésekkel kapcsolatban jelenleg folyó munkáknak a részleteit.

A 2005-ben elvégzett legfőbb előkészítő munka a funkcionális specifikációk véglegesítésével volt kapcsolatos. A felhasználói részletes funkcionális specifikációk (FRFS) átmeneti változatát 2005 augusztusának végén fejezték be, szoros együttműködésben a TARGET-et használók közösségével. A végleges FRFS (2.0 változat) november 30-án vált elérhetővé a felhasználók számára. A véglegesítés lehetővé tette, hogy előrelépjenek a TARGET2 egységes megosztott platformjának fejlesztése és műszaki megvalósítása terén, valamint abban, hogy az egyes résztvevők belső rendszereit alkalmassá tegyék az új rendszerhez történő kapcsolódásra.

A tervezett kezdési dátummal kapcsolatban a Kormányzótanács 2005. június 17-én közölte a piaccal, hogy a felhasználókkal való kiterjedt konzultáció időszaka befejeződött, és az első átállási képernyőablak indulásának dátuma 2007 második felében lesz. A tervek átfogó értékelése után 2007. november 19-ét jelölték ki kezdési időpontnak az első áttérő országcsoport számára. A TARGET2-ben részt vevő valamennyi központi bank és nemzeti bankközösségeik várhatóan 2008 májusára fogják használni az új

rendszer. A Sveriges Riksbank és a Bank of England úgy határozott, hogy nem kapcsolódik a TARGET2-höz.

2005-ben egy másik jelentős munkaterület az elkövetkező tesztelési és átállási tevékenységekre helyezte a hangsúlyt. Az eurorendszer megállapodott abban, hogy az átállást négy hullámra osztják, és a negyedik hullámot csak előre nem látott események céljára tartják fenn. Mindegyik hullám egy csoport NKB-ból és azok nemzeti bankközösségeiből fog állni. Az egyes átállási hullámok tervezett időpontjai: 2007. november 19., 2008. február 18., 2008. május 19. és 2008. szeptember 15. (abban az esetben, ha az előre nem látott események képernyőablakát is használni kell). 2005 májusában az eurorendszer nemzeti átállási ismertetőket adott ki, leírva a különböző modulok használatát a központi bankok TARGET2-re való átállásának dátumától kezdve. A felhasználókkal az átállási hullámoknak megfelelően próbákat fognak tartani. A tesztek minden egyes hullám esetén különböző adatáramlásokra fogják osztani, például intézményi szinten, a nemzeti bankközösségek szintjén és európai szinten. A tervek szerint a tesztek a központi bankokkal 2007 elején kezdik meg. 2005 októberének végén a felhasználói tesztelési tevékenységek tervezési és szervezési szempontjainak általános leírását megjelentették az NKB-k honlapjain.

Az alapszolgáltatás előirányzott árrendszerének két fő célja van. Az első, hogy széles körű hozzáférést biztosítson a rendszerhez, ami azt jelenti, hogy nem szabad elijesztenie a kisebb intézményeket a közvetlen részvételtől. A második, hogy az árazásnak vonzónak kell lenni azon jelentősebb piaci szereplők számára, amelyeknek igen nagy a részesedése a TARGET-ben jelenleg végzett tranzakciókból. Az előrelépésről szóló második jelentésben bemutatott rendszer lehetőséget nyújt a résztvevők számára, hogy válasszanak i) egy 100 eurós alacsony havidíj plusz 0,80 euro/tranzakció átalánydíj és ii) egy 1250 eurós havidíj plusz egy mennyiségen alapuló, tranzakciónként 0,60 és 0,20 euro közötti, fokozatosan csökkenő díj között. A havidíj egy rögzített összeg, amelyet elszámolási szám-

lánként fizet minden egyes résztvevő. A tervezett árrendszer átlagos díjai csaknem minden érintett országban jelentősen alacsonyabbak, mint a meglévő TARGET-rendszeré. Átállási dátumától függetlenül valamennyi központi bank csak akkor fogja a TARGET2 árait alkalmazni, amikor a harmadik átállási csoport országai már csatlakoztak a megosztott platformhoz, vagyis 2008 májusától.

Ugyancsak dolgoztak a TARGET2-vel kapcsolatos szerződéses és egyéb jogi kérdéseken, valamint az üzleti keretrendszeren (például előre nem látható eseményekhez kötődő intézkedések és kölcsönhatás a kiegészítő rendszerrel). A projekt hátralévő idejében az eurorendszer folytatni fogja gyümölcsöző párbeszédét és szoros együttműködését a TARGET közösségével, és rendszeresen beszámol az elért eredményekről.

### 2.3 FEDEZETEK HATÁRON ÁTNYÚLÓ HASZNÁLATA

Az elfogadható fedezeteket nemzeti határokon átnyúlva lehet használni az eurorendszer hitelműveletei minden típusának biztosítására a központi bankok levelező banki modellje (LBM) segítségével, vagy az euroövezet értékpapírelszámolási rendszerei (ÉER-ek) közötti elfogadható kapcsolatokon keresztül. Az LBM-et az eurorendszer biztosítja, míg az elfogadható kapcsolatok egy piaci megoldást jelentenek.

Az eurorendszer által tartott határon átnyúló biztosíték összege a 2004. decemberi 370 milliárd euróról 2005 decemberére 444 milliárd euróra emelkedett. 2005 végén az eurorendszernek nyújtott összes fedezet 49,1%-át tették ki a határon átnyúló biztosítékok. Ezek az adatok alátámasztják a korábbi években megfigyelt trendet, amely szerint az euroövezet pénzügyi piaci fokozódó mértékben integrálódnak, és növekszik az ügyfelek hajlandósága, hogy portfóliójukban egy másik euroövezeti országban levő fedezeteket tartsanak.

### **A KÖZPONTI BANKOK LEVELEZŐ BANKI MODELLJE**

Az LBM maradt a határokon átnyúló biztosítékok átutalásának fő csatornája az eurorendszer monetáris politikájában és a napközbeni hitelműveletekben. Az eurorendszernek 2005-ben nyújtott összes biztosíték 36,7%-a áramlott át rajta. Az LBM-en keresztül letétben tartott eszközök összege a 2004 végi 298 milliárd euróról 2005 végére 353 milliárd euróra emelkedett.

A Kormányzótanács által 2005 júliusában elfogadott új eurorendszerbeli fedezeti rendszer jövőbeli megvalósítására való tekintettel 2005-ben megkezdődött az LBM technikai és működési keretének felülvizsgálatára irányuló munka. E rendszerben az elfogadható fedezeteknek egységes listája lesz, és lehetővé válik a bankhitelek fedezetként való felhasználása bármely euroövezeti országban. Ezen túlmenően sor került bizonyos kezdeti lépésekre néhány új EU-tagállam LBM-rendszerbe való integrálása érdekében, tekintettel az euroövezet jövőbeli bővülésére.

Figyelembe véve, hogy az LBM szolgáltatásnak – amelyet egy átmeneti intézkedésnek szántak, mivel az euroövezetben nem volt piaci megoldás – nincs átfogó piaci alternatívája, az EKB elemezni kezdte az eurorendszerbeli fedezetkezelés működési rendszere fejlesztésének lehetséges módjait.

### **AZ ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK KÖZÖTTI ELFOGADHATÓ KAPCSOLATOK**

A nemzeti ÉER-eket szerződéses és működési megállapodásokkal lehet összekötni a jegybankképes értékpapírok rendszerek közötti, határon átnyúló transzferének lehetővé tétele érdekében. Miután a jegybankképes értékpapírokat ilyen kapcsolatokon keresztül eljuttatták egy másik ÉER-nek, helyi eljárásokban ugyanúgy használhatóak, mint bármely belföldi biztosíték. Jelenleg 59 kapcsolat áll az ügyfelek rendelkezésére, amelyek közül csak néhányat használnak aktívan. Ráadásul ezek a kapcsolatok az euroövezetnek csak egy részét fedik le. A kapcsolatok akkor elfogadhatóak az eurorendszer hitelműveleteihez, ha megfelelnek az

eurorendszer kilenc felhasználói szabványának.<sup>6</sup> Az eurorendszer ezekhez a szabványokhoz viszonyít bármely új kapcsolatot vagy az elfogadható kapcsolatok aktualizálását. 2005-ben három meglévő elfogadható kapcsolatot aktualizáltak és pozitívan értékelték.

A kapcsolatokon keresztül tartott biztosítékok összege a 2004. decemberi 72 milliárd euróról 2005 decemberére 91 milliárd euróra emelkedett. Ez az eurorendszerben 2005-ben tartott összes – határon átnyúló és belföldi – biztosítéknak 8,6%-át képviselte.

2005-ben az eurorendszer úgy döntött, hogy az ÉER-ek közötti közvetített kapcsolatokat használni lehet fedezetek határon átnyúló transzférére az eurorendszerben. A közvetített kapcsolat egy szerződéses és technikai megoldás, amely lehetővé teszi, hogy két, közvetlenül össze nem kötött ÉER egy harmadik ÉER-en keresztül számoljon el tranzakciót. Annak megelőzése érdekében, hogy az eurorendszer bármilyen elfogadhatatlan kockázatnak legyen kitéve, egy piaci szereplők által használt közvetített kapcsolatot csak akkor tekintenek elfogadhatónak, ha a kapcsolat maga, valamint az ÉER-ek, amelyeket összeköt, megfelelnek az eurorendszer felhasználói szabványainak. Ebben az összefüggésben kifejlesztettek egy módszert a közvetített kapcsolatok eurorendszer általi értékelésére. A közvetített kapcsolatok első értékelései 2005-ben megkezdődtek.

6 „Szabványok EU-értékpapír-elszámolási rendszerek alkalmazására KBER-hitelműveletekben”, 1998. január.

## 3 BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK

### 3.1 AZ EUROBANKJEGYEK ÉS -ÉRMÉK FORGALMA

#### AZ EUROBANKJEGYEK ÉS -ÉRMÉK KERESLETE

2005-ben a forgalomban lévő eurobankjegyek értéke 63,9 milliárd euróval 565,2 milliárd euróra nőtt (lásd 42. ábra). Az éves növekedési ráta a 2004-es 15,0%-ról körülbelül 12,8%-ra csökkent. 2005 végére a forgalomban lévő bankjegyek száma 10,4 milliárd euróra emelkedett, ami 7,4%-os éves növekedési rátának felel meg, szemben a 2004. év 6,8%-ával (lásd 43. ábra). Statisztikai elemzések azt jelzik, hogy az eurobankjegyek keresletének folytatódó emelkedése bizonyos mértékig az euroövezeten kívüli piacoktól ered. Becslések szerint a forgalomban lévő eurobankjegyek 10–20%-át nem euroövezeti rezidensek birtokolják értékmegőrzőként vagy párhuzamos valutaként.

A forgalomban lévő eurobankjegyek értéke 2005-ben is erősebben növekedett mint azok száma, és ez így volt az euro bevezetése óta minden évben. Ez a nagycímletű eurobankjegyek iránti tartós keresletet jelez. Az egyes címletek növekedései hasonló képet mutattak, mint 2004-ben: az 5, 10, 20 és 200 eurós bankjegyek forgalma szerény, 3,1% és 3,9% közötti ütemben emelkedett, míg az 50, 100 és 500 eurós bankjegyek forgalma erősen, 11,4%-kal, 10,8%-kal, illetve 20,9%-kal nőtt (lásd 44. ábra).

2003 januárja óta folyamatosan nőtt a forgalomban levő euroérmék mennyisége és értéke is. 2005-ben a forgalomban lévő euroérmék (azaz az NKB-k által tárolt készleteket nem tartalmazó nettó forgalom) értéke 8,5%-kal, 15,3 milliárd euróról 16,6 milliárd euróra emelkedett. A forgalomban lévő euroérmék száma 12,1%-kal, 56,2 milliárdról 63,0 milliárdra nőtt. Az érmék számának jelentős növekedését elsősorban a kis értékű érmék iránti kereslet növekedése vezérelte.

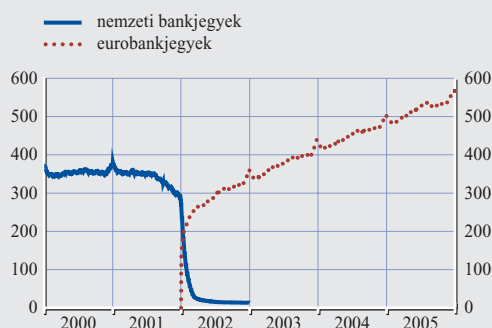
#### AZ EUORENDSZER BANKJEGYFELDOLGOZÁSA

2005-ben folytatódott az eurobankjegy-kibocsátás és -betétek korábbi években tapasztalt enyhén felfelé ívelő trendje. A kibocsátott eurobankjegyek teljes száma elérte a 31,3 milliárdot, miközben 30,6 milliárdot juttattak vissza az NKB-knak.

Az euroövezeti NKB-khoz a forgalomból visszaküldött valamennyi eurobankjegy valódiságát megvizsgálják, és ellenőrzik, hogy forgalomképes állapotban vannak-e, amihez teljesen automatizált bankjegyfeldolgozó gépeket használnak. 2005-ben az előző évhez képest körülbelül 1 milliárddal több bankjegyet ellenőriztek ezen a módon. Mintegy 4,3 milliárd bankjegyet semmisítették meg, mert szennyezettek vagy elhasználtak, következésképpen az újbóli forgalomba hozatalra alkalmatlanok voltak.

42. ábra: A forgalomban lévő bankjegyek teljes értéke 2000 és 2005 között

(milliárd euro)



Forrás: EKB.

43. ábra: A forgalomban lévő eurobankjegyek teljes száma 2002 és 2005 között

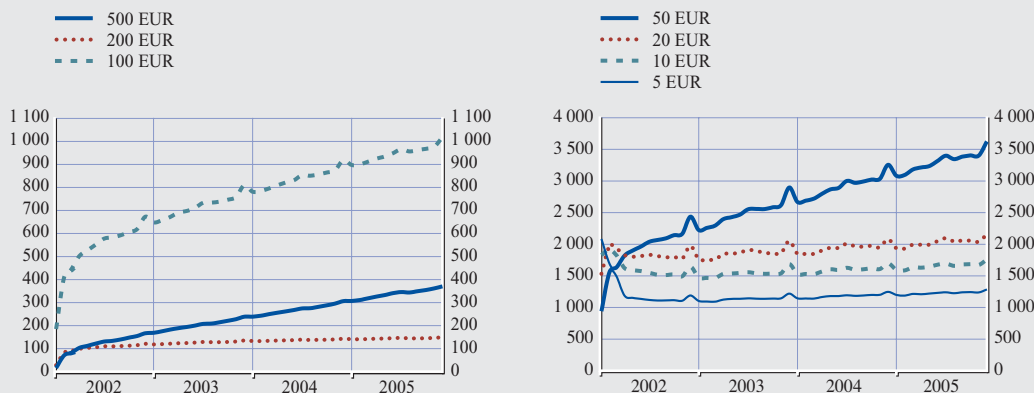
(milliárd)



Forrás: EKB.

44. ábra: A forgalomban lévő eurobankjegyek száma 2002 és 2005 között

(millió)



Forrás: EKB.

### 3.2 BANKJEGYHAMISÍTÁS ÉS A PÉNZHAMISÍTÁS MEGAKADÁLYOZÁSA

#### HAMIS EUROBANKJEGYEK

A bejelentett hamis eurobankjegyek száma 2005-ben változatlan maradt. 2004 eleje és 2005 vége között havi átlagban mintegy 49 000 hamis bankjegyet vontak ki a forgalomból. A nemzeti bankjegyszakértő központok<sup>7</sup> által kapott hamisítványok száma 2005-ben összesen körülbelül 582 000 volt. Ez az adat igen közel van a 2004. évihez (594 000). Az emberek bízhatnak az euro biztonságában: ez egy jól védett pénz mind biztonsági jellemzőinek bonyolultsága, mind az európai és nemzeti bűnüldöző hatóságok hatékonysága szempontjából. Ugyanakkor az EKB mindenkinek azt tanácsolja, hogy legyen résen, és ne feledkezzen meg az „érezd-nézd-forgasd” tesztről.<sup>8</sup> A 45. ábra a forgalomból kivont hamisítványok trendjét mutatja félévenkénti gyakorisággal vett adatokkal, az eurobankjegyek bevezetésétől kezdődően. A 14. táblázat azt

mutatja, hogy a leggyakrabban hamisított bankjegy az 50 eurós volt; 2004 óta emelkedett a hamis 50 eurósok részaránya, miközben a hamis 100 eurósoké ennek megfelelően esett.

#### A PÉNZHAMISÍTÁS MEGAKADÁLYOZÁSA

Az euro hamisítása elleni harcban az EKB továbbra is szorosan együttműködik az euroövezeti NKB-kkal, az Europollal és az Európai Bizottsággal (különösen az Európai Csalásellenes Bizottsággal, az OLAF-fal). Az eurorendszer az EU-ban és azon kívül is aktív szerepet vállal a készpénzfeldolgozással hivatásszerűen foglalkozók képzésében, hogy azok felismerjék és kezelni tudják a hamis bankjegyeket.

A Nemzetközi Hamisítás-elhárítási Központ (*International Counterfeit Deterrence Centre, ICDC*) kiértékeli az új sokszorosító berendezéseket és pénzhamisítás-megakadályozási rendszereket, valamint támogatja a Központi Bankok Pénzhamisítás-elhárítási Csoportját (ez egy olyan csoport, amelyben a G10 központi bankjai elnökeinek védnöksége alatt 27 központi bank működik együtt). A hamisítás-elhárítási rendszerek fokozott alkalmazása az ICDC

14. táblázat: A hamis bankjegyek megoszlása címletek szerint

	5 €	10 €	20 €	50 €
Százalék	1	7	21	59
	100 €	200 €	500 €	Összesen
Százalék	7	4	1	100

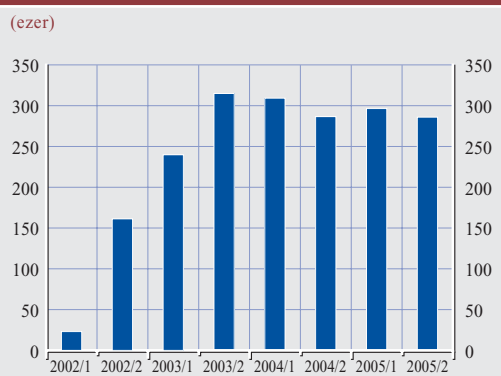
Forrás: eurorendszer.

7 A minden egyes EU-tagállamban azzal a céllal létrehozott központok, hogy nemzeti szinten elvégezzék a hamis eurobankjegyek legelső elemzését.

8 Részleteket lásd: <http://www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.en.html>.



**45. ábra: A forgalomból 2002 és 2005 között kivont hamis eurobankjegyek száma**



Forrás: eurorendszer.

tevékenységének jelentős növekedését eredményezte. Folytatódik a hamisítás elleni harcot támogató infrastruktúra fejlesztése, és különösen a megújult [www.rulesforuse.org](http://www.rulesforuse.org) honlap javította a kommunikációt a kibocsátó hatóságok és a közvélemény között a hamisítás-elhárítási rendszerek tárgyában.

### 3.3 BANKJEGYKIBOCSÁTÁS ÉS -GYÁRTÁS

#### A HAMISÍTVÁNYOK FELISMERÉSÉNEK ÉS A VALÓDI BANKJEGYEK FORGALOMKÉPESSÉG SZERINTI VÁLOGATÁSÁNAK RENDSZERE

Annak biztosítása érdekében, hogy a forgalomban levő bankjegyek valódiak és jó állapotúak legyenek, az EKB 2005 januárjában kiadott egy feltételrendszert arra nézve, hogy a hitelintézetek és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek a hamisítványokat felismerjék és a valódi bankjegyeket minőség szerint válogassák. E feltételrendszer kijelöl egy közös politikát a hitelintézetek és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek által ügyfeleiktől kapott bankjegyek újbóli forgalomba hozatalára. Ezenkívül segítséget nyújt ezen intézményeknek az 1338/2001/EK tanácsi rendelet 6. cikke szerinti kötelezettségeik teljesítéséhez az eurobankjegy-hamisítványok felismerését és forgalomból való kivonását illetően. A feltételrendszernek a teljes eurorendszerben történő következetes megvalósítása érdekében a Kormányzótanács 2005

decemberében elfogadott egy eljárási útmutatót. A feltételrendszer legkésőbb 2006 végéig történő megvalósítása az NKB-k feladata lesz, figyelembe véve a nemzeti helyzetet (pl. a gazdasági környezetet, a bankrendszert, a meglévő NKB-fiókhálózatot, valamint az NKB pénzforgásban betöltött szerepét). Ezenkívül lesz egy kétéves átmeneti időszak – amely legkésőbb 2007 végéig tart – a hitelintézetek és készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek által jelenleg működtetett eljárások és gépek alkalmassá tételére.

A rendszer kulcseleme a hitelintézetek és készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek kötelezettsége, hogy ellenőrizzék az ügyfelektől kapott és más ügyfeleknek újra kiadott minden eurobankjegy valóságát és forgalomképes állapotát a válogatásra vonatkozó minimumszabványok szerint. Ahol a hitelintézetek és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek úgy döntenek, hogy a bankjegyeket nem hozzák ismét forgalomba, továbbra is lehetőségük lesz, hogy eurobankjegy-igényüket az NKB-k elégítsék ki.

A hitelintézetek által bankjegy-automatákon (ATM-ek) keresztül kiadott bankjegyeket euroövezeti NKB-k által bevizsgált bankjegykezelő gépekkel fogják ellenőrizni, hogy megfelelnek-e a feltételrendszernek. Az ATM-eket működtető más szervezetektől is elvárják, különösen a kiskereskedelemben, hogy e szabványok szerint ellenőrizzék a bankjegyeket. Az eurorendszer követni fogja a fejleményeket ezen a téren.

A feltételrendszer azt is kiköti, hogy a hitelintézetek és készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek kötelesek készpénzkezelő tevékenységükről információval ellátni az NKB-kat, hogy az eurorendszer figyelemmel tudja kísérni a feltételrendszernek való megfelelést. 2004 decemberében a Kormányzótanács úgy határozott, hogy ezen adatgyűjtés részleteit az eurorendszer dolgozza ki, konzultálva a bankszektorral. Ennek érdekében az eurorendszer 2005-ben létrehozott egy munkacsoportot az Európai Kifizetések Tanácsa Készpénz Munkacsoportjának és az Európai

Pénzszállítók Szövetsége képviselőinek részvételével. Költséghatékony megközelítéssel, a készpénzkezelő infrastruktúráról és a bankjegyfeldolgozás működési adatairól korlátozott mennyiségű, kulcsfontosságú információt fognak gyűjteni azoktól az intézményektől, amelyek ATM-eken keresztül eurobankjegyeket juttatnak vissza a forgalomba.

### EGY HOSSZÚ LEJÁRATÚ LETÉTI KÉSZLET KÍSÉRLETI PROGRAM LÉTREHOZÁSA

Az EKB tervezi egy hosszú lejáratú letéti készlet (ECI) kísérleti program létrehozását eurobankjegyek számára, hogy elősegítse nemzetközi elosztásukat, valamint, hogy javítsa az euroövezeten kívüli forgalmuk megfigyelését, mivel a becslések szerint a forgalomban levő eurobankjegyek összértékének 10–20%-át az euroövezeten kívül tartják. Az ECI egy magánbank (ECI bank) által fenntartott készpénzraktár, ahol valutát tárolnak letétben. Egy ilyen program keretében az ECI bankok jelenének az adásvétel tárgyát képező bankjegyek rendeltetéséről és eredetéről, információt gyűjtenének az elfogott hamisítványokról, és beazonosítanák a bármely ok miatt nem forgalomképes bankjegyeket, adatot szolgáltatva így az eurorendszer számára az euro övezeten kívüli használatáról, valamint a pénzhamisításról. Ezenkívül az ECI bankok információt továbbíthatnának az új eurobankjegy-sorozatok bevezetéséről, és elősegíthetnék a régi sorozatok cseréjét. Egy ilyen program létrehozásáról és működéséről szóló végleges döntés meghozatala előtt az EKB egyéves ECI kísérleti program megindításán gondolkodik, két ázsiai bank bevonásával.

### GYÁRTÁSI MEGÁLLAPODÁSOK

2005-ben összesen 3,63 milliárd eurobankjegyet gyártottak, szemben a 2004. évi 1,6 milliárddal. A gyártás 2005. évi növekedése a következő tényezőket tükrözte: i) az NKB-k készleteinek 2004. évi csökkenése, ii) a forgalom növekedése 2005-ben, iii) a cserére szoruló, forgalomban levő bankjegyek számának növekedése és iv) döntés, hogy 2005-ben gyártsák le a jövőbeli bankjegyigények egy részét. E döntés révén csökkennie kell a várt jövőbeli termelési



csúcsoznak, és lehetővé kell válnia a gyártási kapacitás hatékonyabb kihasználásának az elkövetkező években.

Az eurobankjegyek gyártásának elosztása 2005-ben is a 2002-ben elfogadott, decentralizált közös gyártási rendszeren alapult. Ebben a rendszerben minden euroövezeti NKB bizonyos címletekre vonatkozó teljes igény rá eső részének beszerzéséért felelős. A 15. táblázat foglalja össze a gyártás 2005. évi megosztását.

### AZ EUROBANKJEGYEK MÁSODIK SOROZATA

Miután a Kormányzótanács elfogadta az eurobankjegyek második sorozatának kidolgozására, nyomtatására és kiadására vonatkozó fő tervet, megkezdődött, és jól halad a projekttel kapcsolo-

15. táblázat: Az eurobankjegyek gyártásának megoszlása 2005-ben

Címlet	Mennyiség (millió bankjegy)	A gyártást megrendelő NKB
5 €	530	FR
10 €	1 020	DE, GR, IE, AT
20 €	700	ES, FR, NL, PT, FI
50 €	1 100	BE, DE, ES, IT, NL
100 €	90	IT
200 €	-	-
500 €	190	DE, LU
Összesen	3 630	

Forrás: EKB.

latos munka. A projekt fő fázisai: a bankjegyhasználók különféle csoportjai funkcionális és technikai követelményeinek meghatározása, ipari jóváhagyás a nagy mennyiségű nyomtatás esetleges problémáinak megállapítására, tervezés és megalkotás, kísérleti gyártás, üzemszerű gyártás és fokozatos kibocsátás.

Piackutatás alapján, valamint fogyasztók európai szervezeteivel és az Európai Vakok Szövetségével való konzultáció révén jelenleg folyik az új bankjegyekkel szemben támasztott alapvető funkcionális követelmények megállapítása, beleértve a biztonsági jellemzők rövid listáját. A konzultációs folyamatba bevonták az európai bank-, pénzszállító, kiskereskedelmi és árusító-automata-szektorokat, valamint a bankjegyberendezés-gyártók szervezetét.

Az új sorozat első bankjegyét várhatóan ezen évtized vége felé adják ki. A kibocsátás pontos időzítése és sorrendje a biztonsági jellemzők innovációs folyamatának előrehaladásától és a pénzhamisítási helyzettől függ majd. Az eurobankjegyek jelenlegi címletei a második sorozatban is megmaradnak, a külső megjelenés a jelenlegi sorozat „korok és stílusok” témáján alapul.

## 4 STATISZTIKA

Az NKB-k segítségével az EKB olyan statisztikai adatok széles körét gyűjti, szerkeszti és publikálja, amelyek támogatják az euroövezet monetáris politikáját, valamint az EKB különféle feladatait. A korábbi évekhez hasonlóan a statisztikák szolgáltatása 2005-ben is zökkenőmentes volt. Ezenkívül az EKB középtávú statisztikai stratégiájával összhangban új statisztikák is elérhetővé váltak, és az EKB továbbra is hozzájárult a statisztikai fogalmak harmonizálásához és betartatásához, közösségi intézményekkel és más nemzetközi szervezetekkel együttműködve.

### 4.1 ÁLTALÁNOS STATISZTIKAI FEJLESZTÉSEK AZ EUROÖVEZETBEN

Az utóbbi néhány évben jelentős eredményeket ért el az euroövezeti statisztikák fejlesztésében. Az euroövezeti statisztikai rendszer célja, hogy előre tekintő módon alkalmazkodjon a pénzügyi piacokon és a gazdaságban általában zajló változásokhoz, és eközben szüntesse meg az EKB-n belüli és kívüli felhasználók által felismert, még meglévő statisztikai hiányosságokat. E célok teljesítésében az EKB szilárdan elkötelezte magát a költséghatékonyság és a jelentéssel kapcsolatos terhek minimális szinten tartása mellett. Ebből következően az új vagy lényegesen megváltoztatott statisztikákra vonatkozó javaslatokat egy költség-haszon vizsgálatnak vetik alá, amelybe bevonják az adatszolgáltatókat, -összeállítókat, valamint a felhasználókat is.

Elsőbbséget élvez a negyedéves nemzeti pénzügyi és nem pénzügyi számlák rendszerének megtervezése és összeállítása euroövezeti intézményi szektoronként, amit az eurorendszer az Európai Bizottsággal (Eurostat) és a nemzeti statisztikai hivatalokkal (NSH-k) együtt végez. Ez az integrált számlarendszer várhatóan 2007-ben készül el. Mutatni fogja a gazdaság különböző szektorai – nevezetesen a nem pénzügyi vállalatok, pénzügyi vállalatok, a kormány, a háztartások, valamint a külföld – közötti kölcsönhatást. Keretet fog biztosítani a gazdaság pénzügyi és nem pénzügyi alakulása közötti

kapcsolatok elemzésére, különös tekintettel az egyensúlyra kiható olyan tételekre, mint a háztartások és vállalatok megtakarításai és beruházásai, költségvetési hiány és GDP. Idővel így lehetővé kell válnia, hogy további betekintést nyerjenek a monetáris politika különböző adatátviteli csatornáiba, és jobban tudják elemezni a gazdasági sokkok euroövezetre gyakorolt hatását. Végül, a negyedéves euroövezeti számlák lehetővé fogják tenni statisztikák és fontos mutatók széles körének megfigyelését egy egységes és koherens makrogazdasági számviteli keretben.

Az EKB a nem monetáris pénzügyi közvetítőről (kivéve a biztosítótársaságokat és nyugdíjalapokat) szóló harmonizált statisztikák fejlesztésén is dolgozik, különös figyelemmel a befektetési alapokra, foglalozva így ezen intézményeknek az európai pénzügyi piacokon betöltött egyre fontosabb szerepével.

Az euroövezet jövőbeli bővülésére való felkészülés egy másik kulcseleme az EKB középtávú statisztikai stratégiájának. Az EKB szorosan együttműködik a nem euroövezeti tagállamok NKB-ival, hogy biztosítsa azon adatok széles körének szolgáltatását, amelyekért az EKB elsősorban felel, attól a dátumtól kezdve, amikor ezek az országok csatlakoznak az euroövezet-hez. Egy általános politikát fogadtak el az EU-tagállamok által szolgáltatandó visszamenőleges adatokra, hogy megfelelő hosszúságú idősorok álljanak rendelkezésre bármilyen bővített euroövezetre vonatkozóan.

Az EKB szorosan együttműködik az Eurostat-tal és más nemzetközi szervezetekkel, és aktívan részt vesz az olyan globális statisztikai szabványok jelenleg zajló aktualizálásában, mint a Nemzeti Számlák Rendszere (SNA 93) és az IMF fizetésimérleg-kézikönyve. A nemzetközileg elfogadott statisztikai szabványok, valamint a statisztika területén meglévő irányítási szabályok továbbfejlesztése és alkalmazása lehetővé teszi értelemmel bíró euroövezeti aggregátumok összeállítását, országok közötti összehasonlításokat, valamint hozzájárul a hiva-

talos statisztikák megbízhatóságához és függetlenségéhez.

#### 4.2 ÚJ VAGY TOVÁBBFEJLESZTETT STATISZTIKÁK

Az MPI-k összevont mérlegére vonatkozó módosított EKB-rendelet 2005. január 1-jén lépett életbe. Ez a rendelet kötelezi a hitelintézeteket és pénzügyi alapokat, hogy továbbra is névleges értéken jelentsék a betétekre és kölcsönökre vonatkozó adatokat, függetlenül a pénzügyi eszközök Nemzetközi Pénzügyi Jelentési Szabványainak alkalmazásától, biztosítva ezzel a monetáris statisztikák elvi alapjának megőrzését.

2005 januárja óta az EKB kiadja az euroövezeti fizetési mérlegek és nemzetközi befektetési pozíció földrajzi bontását. 2005 áprilisa óta a nemzetközi befektetési pozíciót negyedévenként hozzák nyilvánosságra. Ezek az új statisztikák jobb betekintést nyújtanak a határokon átnyúló tranzakciók és pozíciók euroövezeti gazdaságra gyakorolt hatásaiba.

2005 szeptemberében az EKB megkezdte az euroövezet fő pénzügyi piacaiba – nevezetesen a pénz-, kötvény-, részvény- és bankpiacba – történő integrálódás fokát mérő statisztikai mutatók publikálását. Ezek a mutatók kiterjednek a lakossági hitelügyletektől a nagybani részvénykereskedelemig (lásd 3. fejezet, 3. pont).

Az EKB jogi feltételrendszerében néhány további változtatást eszközöltek, hogy a jövőben új statisztikák közzététele váljon lehetővé. A fentebb említett, intézményi szektoronkénti negyedéves euroövezeti pénzügyi és nem pénzügyi számlák integrált együttesének összeállításáról szóló stratégia részeként a Kormányzótanács módosította a negyedéves pénzügyi számlákra vonatkozó EKB-útmutatót. Ez 2006-tól a negyedéves pénzügyi számlák átfogóbb és jobban időzített szolgáltatását fogja biztosítani, szektoronkénti és instrumentumonkénti teljes bontással, valamint betétekre és kölcsönökre vonatkozó partnerszektor-információt (2008-

tól). Ezen túlmenően az állami pénzügyi statisztikákról szóló új EKB-útmutató elfogadása elősegítette az állami szektor statisztikáinak integrálódását az intézményi szektoronkénti negyedéves euroövezeti számlákba. Az euroövezet államadósságra és hiány-adósság levezetésre vonatkozó negyedéves adatait 2005 novembere óta publikálják.

Összhangban az EKB-nak az euroövezeti statisztikák elérhetősége és minősége javítására irányuló elkötelezettségével, a Kormányzótanács 2005-ben olyan intézkedést fogadott el, hogy kizárólag statisztikai célokra megengedi a bizalmas statisztikai információk cseréjét a statisztikai hatóságok között. Szigorú titoktartás mellett az információ megosztásával elkerülhető, hogy ugyanazon információt többször is bekérjék az adatszolgáltatóktól.

Az Egységes Euro Fizetési Övezet (lásd 3. fejezet) megvalósításának elősegítése érdekében a Kormányzótanács is támogatta az Európai Bizottság szándékát, hogy emeljék meg az EU-n belüli, euróban denominált fizetések fizetési mérleggel kapcsolatos jelentésének küszöbét. A javaslat azzal járna, hogy 2008 januárjától a bankoknak nem kellene jelenteniük az 50 000 euro alatti, határokon átnyúló, euróban történő ügyfélfizetéseket.

2005-ben további javulás következett be a statisztikák terjesztése és hozzáférhetősége terén. Bizonyos statisztikák esetén mind euroövezeti aggregátumok, mind a hozzájuk való összes nemzeti hozzájárulás elérhetővé vált az EKB és a legtöbb euroövezeti NKB honlapján. Ugyancsak folytatódott a munka, hogy a szakpolitikai döntéshozók, a média, elemzők, tudósok és más statisztikafelhasználók könnyebben hozzáférjenek a statisztikai adatokhoz az EKB honlapján keresztül. A tervek szerint ez a munka 2006 második felében fejeződik be.

#### 4.3 STATISZTIKÁK A KONVERGENCIA ÉRTÉKELÉSÉHEZ

A szerződés előírja, hogy az EKB és az Európai Bizottság köteles legalább két évente, vagy az

euroövezetben részt nem vevő valamely tagállam kérésére konvergenciajelentéseket készíteni. A következő konvergenciajelentések kiadására 2006-ban kerül sor.

Az Eurostat szolgáltatja azokat a statisztikai adatokat, amelyekre annak vizsgálatához van szükség, hogy a tagállamok milyen mértékben teljesítették az árakra, költségvetési pozíciókra, árfolyamokra és hosszú távú kamatokra vonatkozó konvergenciakritériumokat. Az EKB az érintett tagállamok NKB-ival együtt segíti az Eurostatot a hosszú távú kamatokra vonatkozó statisztikák szolgáltatásával, és a négy elsődleges mutatót kiegészítő további statisztikai adatokat állít össze.

Mivel a konvergenciafolyamat értékelése nagyban függ az értékelés alapját képező statisztikák minőségétől és teljességétől, az EKB gondosan figyelte és figyeli a statisztikák – különösen az állami pénzügyi statisztikák – összeállításának és jelentésének utóbbi időbeli alakulását. Ennélfogva az EKB üdvözli az Európai Bizottság által 2005-ben végrehajtott, az Eurostat és az NSH-k gyakorlati szabályozásának megvalósítására irányuló kezdeményezéseket. E szabályozás betartásától azt várják, hogy megerősítse a nemzeti és közösségi statisztikai hatóságok függetlenségét, integritását és felelősségre vonhatóságát, ami döntő fontosságú ahhoz, hogy az EU-ban kiváló minőségű és megbízható statisztikákat állítsanak elő.



## 5 KÖZGAZDASÁGI KUTATÁSOK

Az EKB-nál, valamint az eurorendszer egészében folyó közgazdasági kutatás célja, hogy erős elméleti és tapasztalati alapot nyújtson a gazdaságpolitika kialakításához. Ebből következően az eurorendszeren belül folyó közgazdasági kutatás arra összpontosít, hogy fejlessze az euroövezet gazdaságának működéséről szóló ismereteket, és az eurorendszer monetáris politikájának folytatásához, továbbá az euroövezet egyéb feladatainak elvégzéséhez elemzéseket, modelleket és más megfelelő eszközöket biztosítson.

### 5.1 KUTATÁSI TERÜLETEK

A 2005-ös kutatási program hat fő területre bontható: makroökonómia és monetáris közgazdaságtan; nemzetközi közgazdaságtan és pénzügyek; pénzügyi stabilitás; pénzügyi integráció; makroökonometriai modellezés és előrejelzési eszközök; valamint általános gazdasági és strukturális témák.

A makroökonómia és monetáris közgazdaságtan területén a 2005-ben befejezett projektek arra összpontosítottak, hogy gazdasági fundamentumokkal magyarázzák a kötvényhozamok kockázati prémiumait, lehetővé téve ezzel pontosabb piaci alapú inflációs várakozások előállítását. Ugyancsak kiemelten foglalkoztak a nem-ricardói háztartások elemzésével és a pénzügyi piacok tökéletlenségével, úgymint a hitelkorlátok és azok szerepe a monetáris transzmissziós mechanizmusban. További vizsgált téma volt: az eszközár-mozgások relevanciája a monetáris politika számára, a megfelelő politikai szabályok megállapítása, a pénz szerepe, a központi banki kommunikáció fontossága, valamint az euroövezetbeli gazdasági fejlettségi különbségek.

A nemzetközi közgazdaságtan és pénzügyek területén a hangsúly a következőkön volt: az árfolyam-begyűrűzés, a sokkok nemzetközi transzmissziója, kockázatmegosztás a monetáris unióban, a globális egyensúlytalanságok meghatározói és a hozamgörbéből nyert információ.

A pénzügyi stabilitási kérdésekre vonatkozó kutatás a banki instabilitás kockázata új mérési technikáinak fejlesztésére koncentrált. A pénzügyi integráció területén jelentős kutatás zajlott a pénzügyi integráció mutatóinak és számításának témájában, mind az euroövezeten belül, mind az új EU-tagállamokban (lásd 10. keretes írás). Ugyancsak befejeződött a kutatás a TARGET2 közjó tényezőjéről.

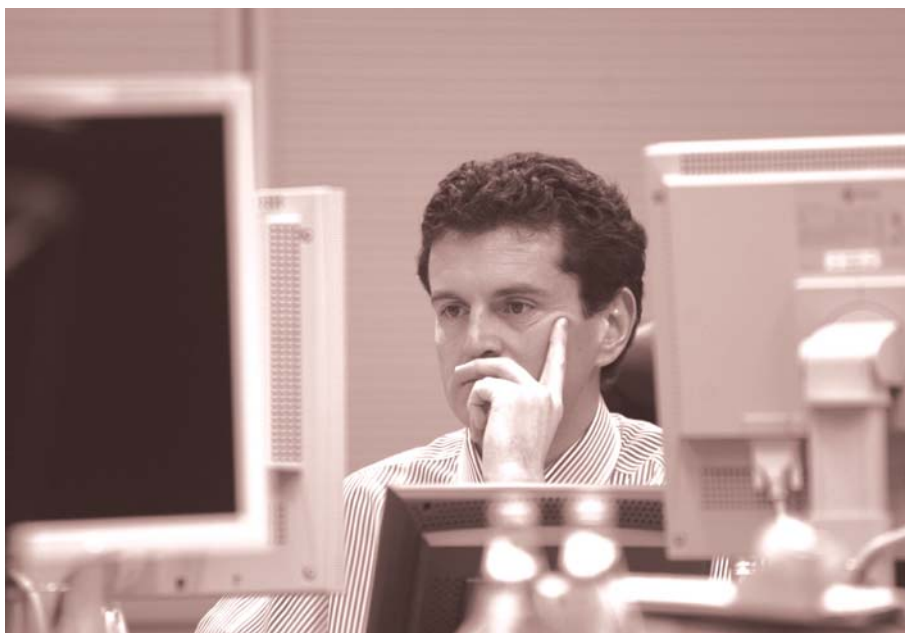
2005-ben jelentős előrelépés történt a makroökonometriai modellezés terén az EKB új, teljes övezetre kiterjedő modelljét illetően. A modellt a makroökonómiai elmélet utóbbi időbeli fejlődésével összhangban építették fel. A korábbi modellekhez viszonyítva a makroökonometriai modellek új generációja – amelyeket dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi (DSGE) modellekként ismernek – sokkal nagyobb mértékben nyugszik mikroökonómiai alapokon, és a gazdasági zavarok részletesebb elemzését teszi lehetővé. Az egész övezetre kiterjedő új modellen végzett technikai munkák eredményeit egy másik, monetáris és pénzügyi változókat tartalmazó DSGE-modell empirikus eredményeivel együtt 2005 decemberében mutatták be a Szövetségi Tartalék Rendszer Kormányzótanácsával és az IMF-fel közös konferencián.

Ugyancsak megkezdődött a munka az euroövezeti infláció és GDP-növekedés rövid távú előrejelzésének javítása érdekében. Ebbe beletartozott az országokon, szektorokon és iparágakon átmenő sokkok elemzése, a „globális” inflációs trendek előrejelző erejének vizsgálata, valamint a megfelelő modellkiválasztási eljárások tanulmányozása. További kutatás feltárta összesített és összetevőire bontott előrejelzési sorozatok komparatív előnyeit, valamint megvizsgálta a nagy gyakoriságú adatok információ-tartalmát.

Az általános gazdasági és strukturális témák terén a kutatás 2005-ben rávilágított a munkaerő-piaci intézmények hatására, a munkaerőkínálat mögött meghúzódó tényezőkre, valamint a munkafolyamatok dinamikái és a reálbérek közötti nemzeti különbségekre. További kuta-

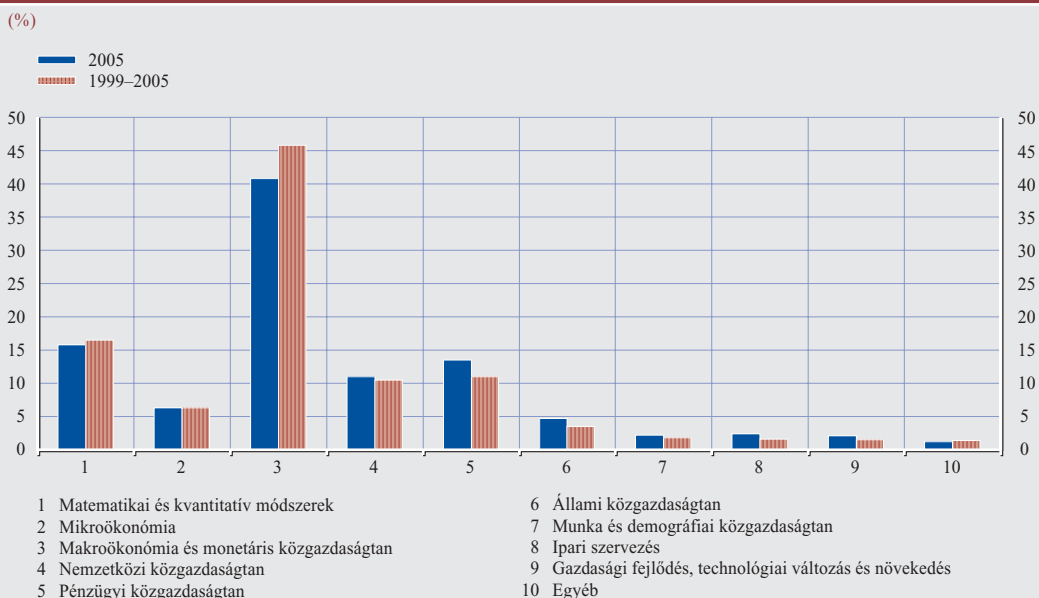
tást folytattak a fiskális reform hatásait illetően, különös tekintettel az új EU-tagállamokra.

Az EKB-n belül vagy az EKB-val együttműködésben végzett kutatási tevékenységek legtöbb eredményét az EKB-füzetek (*Working Paper*) sorozatában, valamint – kisebb mértékben – az EKB Műhelytanulmányok (*Occasional Paper*) sorozatában és különféle konferenciákon, szakmai rendezvényeken mutatták be. 2005-ben 145 EKB-füzetet adtak ki (szemben a 2004-es 126-tal). Ezek közül 68 (2004-ben 72) készült az EKB szakértőinek bevonásával, míg 77-et (2004-ben 54-et) nem az EKB szakértői írtak vendégkutatói programok vagy az EKB által szervezett konferenciák keretében. A sorozat 1999-es elindítása óta az EKB szakértői által készített füzetek jelentős számban jelentek meg vagy fognak megjelenni tudományos lapokban (123) vagy könyvekben (22). Figyelembe véve a szakmai bírálati eljárásból fakadó hosszú kiadási időket, ez a már most is jelentős arány 2006-ban növekedni fog. A 46. ábra világosan szemlélteti, hogy az EKB-nál a monetáris politika szempontjából relevánsnak tekinthető kutatás folyik. Az ábra az EKB-füzeteket témák



szerint kategorizálja, felhasználva a *Journal of Economic Literature* osztályozási típusait. A „makroökonómia és monetáris közgazdaságtan” a sorozatban leggyakrabban tárgyalt téma, amelyet a „matematikai és kvantitatív módszerek”, a „pénzügyi gazdaságtan” és a „nemzetközi gazdaságtan” követ.

46. ábra: EKB-füzetek (*Working Paper*) sorozat: *Journal of Economic Literature* osztályozási rendszere



Forrás: EKB.



Az év során az EKB számos konferencia és szakmai rendezvény házigazdája volt: „A monetáris politika megvalósítása az euroövezetben: a múlt tanulságai és a jövő kihívásai” című szakmai rendezvény; a Nemzetközi Monetáris Politikai Kutatóforum harmadik konferenciája; „Milyen hatással van az EMU az euroövezetre és tagországaira?” elnevezésű konferencia; közös rendezvény a Gazdaságpolitikai Kutatóközponttal (CEPR) „Munkaerőpiacok a kibővített Európai Unióban: mi növelné a foglalkoztatottságot?” címmel; egy EKB-BIS rendezvény „Kamatlábak futamidő-struktúrájának makropénzügyi modellezése” témában; a kilencedik CEPR-Európai Nyári Intézet éves konferenciája „Szerkezeti reformok és gazdasági növekedés” témában; a negyedik közös központi banki kutatási konferencia „Kockázatomérés és rendszerkockázat” címmel, együttműködve a Bank of Japannal és a Szövetségi Tartalék Rendszer Kormányzótanácsával, a Globális Pénzügyi Rendszer Bizottság védnöksége alatt; valamint az előrejelzési technikákról szóló negyedik szakmai rendezvény „Előrejelzés-értékelés és feltételes előrejelzések” címmel.

## 5.2 KUTATÁSI HÁLÓZATOK

Az EKB kutatásai gyakran nemzetközi kutatási kooperációs hálózatok keretében zajlanak. Ezek olyan kutatók csoportjai, akik közösen vesznek részt széles körű, többcélú projektekből, és lehetnek közöttük az EKB, euroövezeti NKB-k, más jegybankok és döntéshozó szervezetek gazdasági, valamint tudósok. Az EKB egyedül vagy más intézményekkel összefogva koordinációt és szervezési támogatást biztosít ezeknek a hálózatoknak.

2003-ban hozták létre az eurorendszernek az infláció ragadosságát vizsgáló hálózatát (*Eurosystem Inflation Persistence Network*), amely kutatókat gyűjtött egybe az eurorendszer minden központi bankjából, hogy elemezzék az euroövezet és a nemzetgazdaságok inflációjának dinamikáját. A hálózat 2005-ben befejezte munkáját. Az infláció ragadossága és az árkép-

zés jelenségének tanulmányozására adatok széles körét használták fel, beleértve fogyasztói és termelői árak egyedi és szektorális adatait, makroökonómiai inflációs rátákat és felmérések eredményeit. 2005-ben 23, a hálózat tevékenységéhez kötődő dolgozat jelent meg az EKB-füzetek sorozatában. Szakmai körökből visszajelzéseket gyűjtöttek az Amerikai Közgazdasági Társaság éves közgyűlésének és az Európai Közgazdasági Társaság éves kongresszusának prezentációiból (további részleteket lásd a 4. keretes írásban).

A Gazdaságpolitikai Kutatóközponttal (CEPR) együttműködésben szervezett Euroövezeti Konjunktúra Hálózat (*Euro Area Business-Cycle Network*) fórumot biztosít az euroövezeti konjunktúra tanulmányozásához oktatási intézmények, jegybankok és más gazdaságpolitikai intézmények kutatói számára. 2005-ben, a Banca d'Italia vendégeként, a hálózat megszervezte harmadik tréningprogramját, amelynek témái az alkalmazott idősorok és az előrejelzés területéről kerültek ki. Két kutatói műhelyt is szerveztek. Az egyik házigazdája a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique volt, és arról szól, hogy az euroövezetnek szüksége van egy valós idejű adatbázisra. A másikkal a témája az euroövezet és az Egyesült Államok termelékenységére és konjunktúrájára volt; itt a házigazdai szerepet a Suomen Pankki – Finlands Bank töltötte be. A hálózat kutatási eredményei elérhetőek egy on-line kutatói tanulmány adatbázisban (251 tanulmány) és egy vitairat sorozatban, amelyet a CEPR-rel közösen adtak ki.

Az EKB által 2002-ben létrehozott Európai Tőkepiaci és Pénzügyi Integrációs Kutatóhálózat (*Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*) és a Pénzügyi Tanulmányok Központjának (Center for Financial Studies, CFS) célja az európai pénzügyi rendszerek integrációjára és nemzetközi kapcsolataira vonatkozó politikákkal kapcsolatos kutatások serkentése. Az EKB és a CFS úgy döntött, hogy a hálózat 2007-ig folytatja tevékenységét, és három új témával bővítették kutatási területüket: (i) a pénzügyi integráció és a

pénzügyi stabilitás kapcsolata, (ii) EU-csatlakozás, pénzügyi fejlesztés és pénzügyi integráció és (iii) a pénzügyi rendszer modernizálása és gazdasági növekedés Európában. A hálózat keretein belül létrehozott „Lámfalussy-ösztöndíj” kutatóprogramot is kiterjesztették ezekre a területekre. 2005-ben az Oesterreichische Nationalbank volt a házigazdája és társszervezője egy Közép-, Kelet- és Délkelet-Európa pénzügyi fejlesztéséről, integrációjáról és stabilitásáról szóló EKB-CFS kutatóhálózati konferenciának Bécsben (további részleteket lásd a 10. keretes írásban).

## 6 EGYÉB FELADATOK ÉS TEVÉKENYSÉGEK

### 6.1 A MONETÁRIS FINANSZÍROZÁS ÉS A KIVÁLTSÁGOS HOZZÁFÉRÉS TILALMA

A szerződés 237. cikke (d) pontja értelmében az EKB feladata annak figyelemmel kísérése, hogy az EU 25 NKB-ja és az EKB megfelelnek-e a szerződés 101. és 102. cikkében, valamint a 3603/93/EK és a 3604/93/EK tanácsi rendeletekben foglalt tiltásoknak. A 101. cikk megtiltja az EKB-nak és az NKB-knak, hogy folyószámlahiteleket vagy bármilyen más hitelt nyújtsanak kormányoknak és közösségi intézményeknek és testületeknek, valamint, hogy azoktól közvetlenül adósságinstrumentumokat vásároljanak. A 102. cikk megtilt minden olyan, nem prudenciális megfontoláson alapuló intézkedést, amely kormányok, valamint közösségi intézmények és testületek pénzügyi intézmények és testületek pénzügyi intézményekhez való kiváltságos hozzáférést biztosítja. Az EKB-val párhuzamosan az Európai Bizottság is figyelni, hogy a tagállamok betartják-e a fenti rendelkezéseket.

Az EKB ugyancsak figyelemmel kíséri az EU központi bankjainak olyan másodlagos piacon történő adósságinstrumentum-vásárlásait, amely instrumentumokat a belföldi államháztartási szektor és más tagállamok államháztartási szektorai bocsátottak ki. A 3603/93/EK tanácsi rendelet vonatkozó részei szerint az államháztartási szektor adósságinstrumentumainak másodlagos piacon történő megvásárlását tilos a szerződés 101. cikke céljának kijátszására használni. Az ilyen vásárlások nem válhatnak az államháztartási szektor közvetett monetáris finanszírozásának formájává.

2005-ben a Kormányzótanács két olyan esetet talált, amikor nem feleltek meg a szerződés fenti követelményeinek és a vonatkozó tanácsi rendeleteknek. A Banca d'Italia és az Oesterreichische Nationalbank az Európai Beruházási Bank (EIB) által kibocsátott adósságinstrumentumok elsődleges piaci vásárlásait jelentette. 2005. október 13-án a Banca d'Italia amerikai dollárban denominált EIB-értékpapírokat vásárolt 10 millió amerikai dollár értékben, devizataralék-kezelés céljára. 2005. szeptember 14-én az Oesterreichische Nationalbank euróban

denominált EIB-értékpapírokat vásárolt 200 millió euro összegben. Tekintve, hogy az EIB egy közösségi testület, az ilyen vásárlások a szerződés 101. cikke és a 3603/93/EK tanácsi rendelet szerint a monetáris finanszírozás tilalmának megszegését jelentik. A Banca d'Italia esetén az elsődleges piacon vásárolt EIB adósságinstrumentumokat 2006. március 8-án eladták. Az Oesterreichische Nationalbank az elsődleges piacon vásárolt EIB adósságinstrumentumokat 2005 októberének végén ugyancsak eladta. Ezen túlmenően mindkét bank azonnali intézkedéseket hozott, hogy a jövőben ilyen esetek ne fordulhassanak elő.

2004-ben<sup>9</sup> a Kormányzótanács egy olyan esetet talált, amikor egy NKB nem tett eleget a szerződés fenti követelményeinek és a vonatkozó tanácsi rendeleteknek. Az eurobankjegyek és -érmék 2002. január 1-jei bevezetésének eredményeként az NKB-khoz nagy mennyiségekben visszaáramló nemzeti érméket illetően, a Suomen Pankki – Finlands Bank 2001 októberé és 2004 februárja között átlépte a 3603/93/EK tanácsi rendelet 6. cikkében a forgalomban levő érmék 10%-ában meghatározott határt. 2004 márciusában viszont teljesen korrigálták a helyzetet, és azóta maradéktalanul betartják a szerződés rendelkezéseit.

### 6.2 TANÁCSADÓI FUNKCIÓK

A szerződés 105. cikke (4) bekezdése előírja az EKB-val történő konzultációt az EKB hatáskörébe tartozó bármely közösségi vagy nemzeti jogszabálytervezettel kapcsolatban.<sup>10</sup> Az EKB minden véleményét az EKB honlapján teszi közzé. 2005 januárjától kezdődően szabály, hogy a nemzeti törvénytervezetekre vonatkozó véleményeket jóváhagyás és a konzultáló hatóságnak történő továbbítás után azonnal publikálják, követve az EU-jogszabályok

<sup>9</sup> A 2004-es eseményekre azért hivatkozunk ebben az Éves jelentésben, mert az EKB vonatkozó monitoring tevékenysége a 2004. évi Éves jelentés lezárása után ért véget.

<sup>10</sup> A szerződéshez csatolt, Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságra vonatkozó bizonyos rendelkezésekről szóló jegyzőkönyv szerint az EKB-val történő konzultáció kötelezettsége nem terjed ki az Egyesült Királyságra.

tervezeteiről szóló vélemények esetében már megvalósított eljárást. 2005 júniusában az EKB kiadta az „Útmutató a nemzeti hatóságoknak az Európai Központi Bankkal a jogszabálytervezetéről folytatott konzultációjához” című kiadványt, amelynek célja, hogy gyakorlati segítséget és információt nyújtson a nemzeti hatóságoknak.

2005-ben az EKB 61 véleményt hagyott jóvá, 13-at az EU Tanácsával történő konzultációra, 48-at pedig nemzeti hatóságok megkeresésére adott válaszként. 2004-ben a vélemények száma 39 volt, és a növekedés arra vezethető vissza, hogy az EU-tagság első teljes évében az új tagállamok többször igényelték a konzultációt. A 2005-ben elfogadott vélemények listája a jelen Éves jelentés egyik függelékét képezi.

A Stabilitási és Növekedési Paktumot megreformáló, a felülegyeletről és a túlzott hiány esetén követendő eljárásról szóló új EU-tanácsi rendeletekkel<sup>11</sup> kapcsolatos véleményében az EKB hangsúlyozta, hogy a szilárd fiskális politikák alapvetőek a GMU sikere szempontjából, és az euroövezet makrogazdasági stabilitásának, növekedésének és kohéziójának előfeltételei. Ezen túlmenően az EKB szükségesnek tartotta egy hiteles túlzotthiány-eljárás fenntartását, beleértve a szigorú időkeretet (lásd 4. fejezet, 1.1 rész). Ugyancsak kikérték az EKB véleményét az új tagállamok jövőbeli eurobevezetésére vonatkozó tanácsi rendelettel kapcsolatban.<sup>12</sup> Az EKB úgy vélte, hogy az eurónak az új tagállamok valutájaként történő bevezetése és az eurobankjegyek és -érmék bevezetése közötti átmeneti időszak maximális hosszának nem szabadna meghaladnia a három évet, sőt ösztönözni kellene a még rövidebb átmeneti időszakokat. Az EKB ugyancsak hangsúlyozta azon követelmény fontosságát, hogy az egységes valuta neve valamennyi hivatalos EU-nyelven azonos legyen, figyelembe véve a különböző ábécék meglétét.<sup>13</sup>

Nemzeti hatóságok – beleértve Olaszország, Litvánia, Szlovákia és Spanyolország hatóságait – továbbra is igényelték az EKB véleményét az NKB-k függetlenségével kapcsolatos témákban

a KBER tagjaiként,<sup>14</sup> valamint az észt, a lett, a litván, a szlovák és a svéd központi bank alapszabályának módosítása ügyében, amely az EKB 2004. évi Konvergenciajelentése kapcsán merült fel.<sup>15</sup> Ugyancsak konzultáltak nemzeti hatóságok az EKB-val olyan témákban, mint a szerződés 101. cikkében szereplő monetáris finanszírozás-tiltásnak való megfelelés, valamint az Oesterreichische Nationalbankot felhatalmazó törvénytervezet, hogy egy, az IMF-nél nyitott különleges számlán betétet helyezzenek el a természeti katasztrófák által sújtott, a szegénység enyhítését és növekedést célzó programhoz tartozó országok javára<sup>16</sup>, és egy, a Banca d'Italiát a Libanoni Köztársaság részére történő hitelnyújtásra felhatalmazó törvénytervezet<sup>17</sup>. Az EKB megállapította, hogy az osztrák törvénytervezet összhangban volt a monetáris finanszírozás tilalmával, mert beletartozott a közösségi jog azon kivételei közé, hogy az NKB-k az IMF-en keresztül finanszírozhatják az állami szektor kötelezettségeit.<sup>18</sup> Az olasz törvénytervezet esetében viszont az EKB arra a megállapításra jutott, hogy a javasolt finanszírozás a szerződés által tiltott monetáris finanszírozás egy formáját alkotná. Később a törvénytervezetet az olasz hatóságok visszavonták.

Nemzeti hatóságok konzultáltak az EKB-val pénzügyi felügyeleti rendszerekre vonatkozó törvénytervezetéről is.<sup>19</sup> Azzal a törvényterve-

11 CON/2005/18 és CON/2005/17, 2005. június 3.

12 CON/2005/51. Ugyancsak konzultált az EKB-val néhány új tagállam – köztük Litvánia és Szlovénia – nemzeti hatósága az euro ezen tagállamokban történő jövőbeli bevezetését elősegítő nemzeti jogszabályokról (lásd CON/2005/38 és CON/2005/57).

13 Az EKB véleményét kikérték egyéb jelentős EU-s törvénytervezetek ügyében is, amelyeket ezen Éves jelentés más részei tárgyalnak. Ezek közé tartozik a tőkeemfelelési irányelvre vonatkozó javaslat (CON/2005/4), valamint a közvetítők által tartott értékpapírokról szóló hágai egyezmény aláírására vonatkozó tanácsi határozattal kapcsolatos javaslat (CON/2005/7). A további részleteket lásd a 3. fejezet 2. részében.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

18 Az 1993. december 13-ai 3603/93/EK tanácsi rendelet 7. cikke értelmében, amely meghatározza a szerződés 101. cikkében hivatkozott tiltás alkalmazásának definícióját.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.

zettel kapcsolatban, amely a Česká národní bankát a Cseh Köztársaság egyetlen pénzügyi felügyeleti hatóságává tenné, az EKB kifejtette azon nézetét, hogy a bank-, az értékpapír- és a biztosítási szektorok közötti hagyományos határok elmosódásával a prudenciális felügyelet, valamint a pénzügyi rendszer stabilitása számára ilyen módon keletkező kihívásokkal egy NKB, amely általánosan felel a pénzügyi piacokért valószínűleg jobban birkózna meg, mint több korlátozott hatáskörű felügyelet, amely csak egy bizonyos pénzügyi szektorért felel. A cseh fizetéseképtelenségi törvénytervezetről szóló másik konzultáció<sup>20</sup> során az EKB üdvözölte a tényt, hogy a törvénytervezet elismerte a Česká národní banka felelősségét, hogy pénzügyi nehézségek esetén felügyeljen bankokat, és eldönthesse azt, mikor kell az ilyen bankok ellen fizetéseképtelenségi eljárást indítani.

### 6.3 AZ EURÓPAI KÖZÖSSÉG HITELFELVÉTELI ÉS HITELNYÚJTÁSI MŰVELETEINEK ADMINISZTRÁCIÓJA

A szerződés 123. cikke (2) bekezdésével és a 2002. február 18-i 332/2002/EK tanácsi rendelet 9. cikkével összhangban az EKB továbbra is felelős az Európai Közösség hitelfelvételi és -nyújtási műveleteinek adminisztrációjáért a középtávú pénzügyi segítségnyújtási mechanizmus keretében. 2005-ben az EKB nem végzett adminisztrációs feladatot. 2004 végén nem volt kinnlevőség, és 2005 folyamán nem kezdeményeztek új műveleteket.

20 CON/2005/36.

## 9. keretes írás

### AZ EUORENDSZER TARTALÉKKEZELÉSI SZOLGÁLTATÁSAI

2005 januárjában egy új rendszer bevezetésére került sor az eurorendszer ügyfelei euróban denominált tartalék eszközeinek kezelésére. Az új, euroövezeten kívüli központi bankok, monetáris hatóságok és állami szervek, valamint nemzetközi szervezetek számára elérhető rendszer szolgáltatások átfogó körét nyújtja, lehetővé téve az elfogadható ügyfelek számára, hogy hatékonyan kezeljék euróban denominált tartalékeszközeiket. A szolgáltatások kiterjednek letéti számlák, valamint azokhoz tartozó letéti (megőrzési) és elszámolási szolgáltatásoktól készpénz- és befektetési szolgáltatásokig. Ezeket a szolgáltatásokat harmonizált feltételekkel nyújtják az eurorendszer egyes, elkötelezett szolgáltatóként működő központi bankjai (az eurorendszer szolgáltatói), összhangban az általános piaci szabványokkal. Az elfogadható ügyfelek számára e szolgáltatók bármelyikén keresztül elérhető az új rendszer által lefedett összes szolgáltatás.

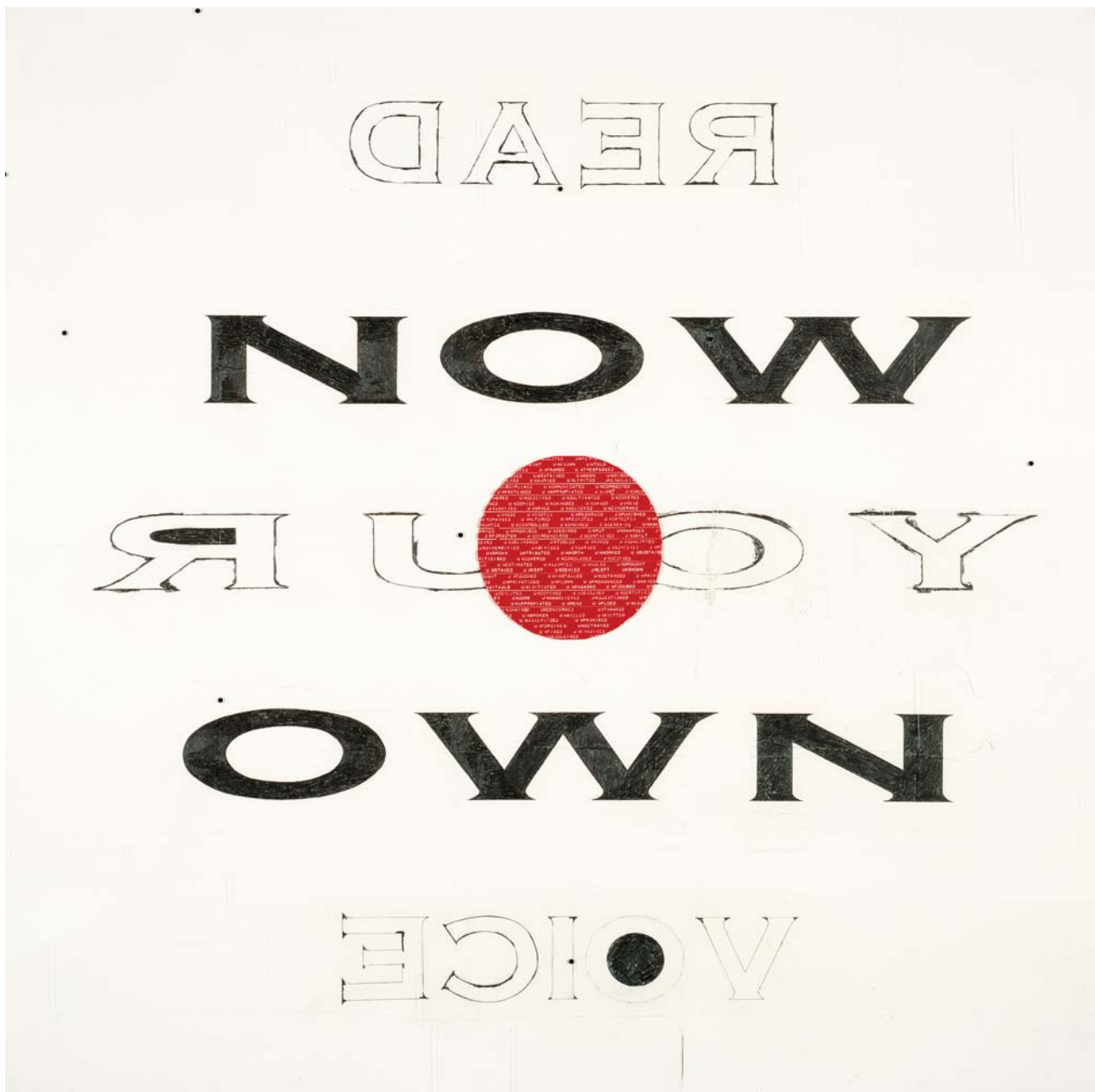
Jelenleg hat eurorendszerbeli szolgáltató van: a Deutsche Bundesbank, a Banco de España, a Banque de France, a Banca d'Italia, a Banque centrale du Luxembourg és a De Nederlandsche Bank. Az eurorendszer többi központi bankja az új rendszer szolgáltatásai közül néhányat tud ajánlani. Ezen túlmenően mind az eurorendszerbeli szolgáltatók, mind az eurorendszer más jegybankjai egyéni alapon nyújthatnak tartalékkezelési szolgáltatásokat euróban. Az EKB általános koordináló szerepet tölt be, biztosítva a rendszer zökkenőmentes működését.

Az elfogadható ügyfelek jól fogadták az új rendszert. Az EKB által gyűjtött információ alapján úgy tűnik, hogy azon ügyfelek száma, akik üzleti kapcsolatot létesítettek az eurorendszer központi bankjainak valamelyikével, reprezentatívnak tekinthető azon elfogadható ügyfelek számához képest, amelyeknek az új rendszer szól. Magukat a szolgáltatásokat illetően, az ügy-

felek teljes készpénzgyenlegei és/vagy az eurorendszer jegybankjainál elhelyezett értékpapír-állományai növekedtek az új rendszer bevezetése előtti helyzethez képest. Különösen ez a helyzet az ügyfelek nem belföldi állampapír-állományait illetően (vagyis azon értékpapírok esetén, amelyeket nem azon országok kormányai bocsátottak ki, mint amely ország központi bankjánál az értékpapírokat letétbe helyezték). Az ügyfelek ugyancsak méltatják az új rendszer szerint rendelkezésre álló automatikus napi befektetési eszközt, amely lehetővé teszi pénzek közvetlen, vonzó visszafizetési kamatokkal történő befektetését a megfelelő szolgáltatónál és/vagy a piacon.

Összhangban azzal, ahogyan a tartalékkezelési szolgáltatásokat sok éven keresztül nyújtották, az új rendszer a hivatalos tartalékok kezelésének alapelvein nyugszik, amelyek a pénzügyi és jogi biztonság és – ami a legfontosabb – a bizalmas kezelés. Az új rendszer tartalékkezelési szolgáltatásait hagyományos központi banki ügyfeleknek kínálják, kielégítve azon intézmények különleges igényeit és érdekeit, amelyek a központi banki tevékenységnek ugyanazon területén működnek, ahol maga az eurorendszer is.

Készítő  
Pep Agut  
Cím  
Read your voice, 2001  
Anyag  
Vegyes anyag  
Méret  
190 x 195 cm  
© EKB és a készítő



# PÉNZÜGYI STABILITÁS ÉS INTEGRÁCIÓ



# 1 PÉNZÜGYI STABILITÁS

Az eurorendszer elősegíti a hitelintézetek prudenciális nemzeti felügyeletével és a pénzügyi rendszer stabilitásával kapcsolatos politikáinak zökkenőmentes végrehajtását. A közösségi jog szakterületen belüli hatályára és alkalmazására vonatkozó tanácsokkal is ellátja a szóban forgó hatóságokat.

## 1.1 A PÉNZÜGYI STABILITÁS ELLENŐRZÉSE

Az EKB a KBER Bankfelügyeleti Bizottságával (BFB) együttműködésben kíséri figyelemmel a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatokat annak érdekében, hogy felmérje a pénzügyi rendszer sokkokkal szembeni ellenálló képességét.<sup>1</sup> A figyelem középpontjában a bankok állnak, minthogy továbbra is ők a legfőbb közvetítők az euroövezetben, a betételhelyezők és hitelfelvevők közötti pénzáramlások fontos csatornáit, amelyeken keresztül azonban a kockázatok szétterjedhetnek a pénzügyi rendszer többi szereplője között. Mivel azonban egyre nagyobb jelentőségre tesznek szert az egyéb pénzügyi intézmények és piacok, illetve bankokhoz fűződő kapcsolataik, a pénzügyi rendszer ez utóbbi elemeinek sebezhetősége is veszélyeztetheti a bankokat. Ezért az ellenőrzés ezeknek a pénzügyi rendszerek e szereplőire is kiterjed.

### KONJUNKTURÁLIS FEJLEMÉNYEK

2005 folyamán erősödött az euroövezet pénzügyi rendszerének sokkokkal szembeni ellenálló képessége. A további olajár-emelkedések ellenére is egész gyors iramban folytatódó globális gazdasági fellendülés, valamint az euroövezet nagyvállalatainak tovább javuló mérlegei segítették a pénzintézeteket. Ebben a gazdasági környezetben az euroövezet bankjainak jövedelmezősége tovább növekedett, a biztosítótársaságok mérlegei pedig javultak. A közeljövőben azonban a pénzintézeteknek többek között a világgazdaságban igen gyorsan kialakuló egyensúlyhiányok és az olajárak további növekedésének eshetőségéből fakadó, valamint amiatt felmerülő kockázatokkal kell szembenézniük, hogy egyes kötött jövedelmű és hitelpiacok – a hozamvadászatnak köszönhető –

ármódosításoknak vannak kitéve. Ezenkívül bizonyos országokban a háztartási szektor mérlegei továbbra is nagymértékben függenek a lakásár-korrekcióktól.

Az euroövezet bankszektorában a nagybankok 2003-ban kezdődött jövedelmezőségélénkülése 2005-ben is folytatódott, bár azok a bankok, amelyek 2005-ben áttértek a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok (IFRS) alkalmazására, nehezebben tudnak régi jövedelmezőségmutatóikkal összehasonlítást végezni. Fontos, hogy a jövedelmezőség élénkülése általános volt, még azokra a nemzeti bankszektorokra is kiterjedt, amelyek 2003-ban átlag alatt teljesítettek. 2005-ben a megnövekedett jövedelmezőség főképpen az alacsonyabb tartalékképzésnek, a háztartási szektornak nyújtott (elsősorban lakás-) hitelek lankadatlan növekedésének, valamint a vállalati hitelezés kezdődő élénkülésének volt köszönhető. A költségcsökkentés, amely 2004 folyamán javította a bankok jövedelmezőségét, 2005-ben visszaesett.

A hitelveszteségekre képzett tartalékok tovább csökkentek 2005-ben. Ennek oka abban keresendő, hogy csekély volt a háztartási és vállalati szektorban a fizetéseképtelenség, a banki állományok minőségromlása pedig elhanyagolható, miközben – legalábbis az euroövezet bizonyos országaiban – a korábbi években lejárt hitelek jelentős mennyiségének leírása enyhítette azt a hatást, amit a hitelkockázat a bankok mérlegeire gyakorol. Ezenfelül bizonyítható, hogy a fedezeti arány, azaz a tartalékoknak a behajthatatlan követelésekhez viszonyított aránya 2005-ben visszaesett. Nem zárható ki azonban az sem, hogy a tartalékok csekélyebb mértékű állományváltozása, egyes országokban állománycsökkenése, oda vezethet, hogy ha a hitelezés lendülete váratlanul megtörik, nem lesz elegendő tartalék.

<sup>1</sup> 2004. év vége óta az EKB „Financial Stability Review” (A pénzügyi stabilitás áttekintése) címmel tette közzé az euroövezet pénzügyi rendszeréről szóló kétéves jelentését. 2005-ben megjelent az „EU banking sector stability” (Az EU bankszektorának stabilitása) című kiadvány negyedik kiadása is, amely ismerteti azokat az eredményeket, amelyekre a bankszektor stabilitásának rendszeres ellenőrzése során a BFB jutott. Ezek a kiadványok az EKB honlapján férhetők hozzá.

Ha tovább folytatódik a vállalati szektor hitel-felvételében 2004–2005 folyamán tapasztalt élénkülő növekedés, akkor a bankok számára biztosítják jövedelemforrásaik háztartási szektoron kívüli diverzifikációját, ami kívánatos. A hitelezés mennyiségi növekedése ellenére azonban a bankok jövedelmezőségének legfontosabb eleme, a nettó kamatjövedelem 2005-ben tovább hanyatlott, mivel a kamatrés zsugorodott. Csökkenését a hozamgörbék ellaposodása, a tartósan alacsony kamatlábak, valamint a bankok között a hitelekért és betétekért dúló kiélezett verseny okozták. A nem kamatjellegű bevételek esetében a bankok általában jövedelemnövekedést jelentettek mind a díjak és jutalékok, mind pedig a kereskedés tekintetében. Bizonyos esetekben ezek a bevételek elég nagyok voltak ahhoz, hogy bőségesen ellensúlyozzák a határidők átütemezése miatti jövedelemkiesést, s éppen ebben áll a bankok fő üzleti tevékenysége.

Bár egyes országokban további javulás volt észlelhető, az euroövezet bankjainak fő szavatoló tőkéjére vonatkozó tőkemegfelelési mutatók nem változtak 2004-hez képest, amikorról az utolsó konszolidált adatokkal rendelkezünk. Az euroövezet több nagybankjáról rendelkezésre álló nem konszolidált adatok azt mutatják, hogy 2005-ben némileg javultak a tőkemegfelelési mutatók.

A biztosítási ipar 2005-ben tovább javította jövedelmezőségét és teljes tőkéjét, bár az alacsony kamatkörnyezetben a befektetésekből származó jövedelem visszafogott maradt. A nem életbiztosítási ágazat mérlegei azért javultak, mert a szigorú árazási fegyelem következtében megnövekedett a konzorciális ügyletek jövedelmezősége. Az életbiztosítási ágazatban a jövedelmezőség a megtakarítási termékekre fizetett alacsonyabb garantált megtérülési ráták és a költségmegtakarítások miatt emelkedett. Ezenkívül az euroövezetben az állami nyugdíj-rendszerek folyamatban lévő reformjai is kedveztek az életbiztosítási termékek formájában történő magánmegtakarítások elhelyezésének. A viszontbiztosítási ágazatban az eladott köt-



vények értékének csökkenése hozzájárult a jövedelmezőség csökkenéséhez.

A kockázatfedezeti alapok és a magántőke ágazat világszerte tovább növekedett 2005-ben. A kockázatfedezeti alapok egész évben folyamatosan realizáltak bevételeket, bár ezek a második és harmadik negyedévben az ágazat gyengébb megtérülési mutatói miatt némileg mérséklődtek. Egyik-másik hitelstratégia különösen megsínylette 2005 tavaszán a két nagy amerikai autógyártó hitelminősítésének befektetés alatti szintű besorolásba való visszaminősítését. Mivel a kockázatfedezeti alapok súlya növekszik a viszonylagos értékű eszközök és a komplex hitelszerkezetű termékek piacain, a fentiekén kívül az sem zárható ki, hogy a hitelpiacok további volatilitása esetén a kockázatfedezeti alapokkal folytatott tevékenység során a bankok a jövőben veszteségeknek vannak kitéve. Az EU bankjainak a kockázatfedezeti alapokkal szembeni kockázati kitettséget vizsgáló, nemrégiben készült felmérés<sup>2</sup> szerint a legtöbb országban a jelenlegi közvetlen kockázatok a bankok mérlegeinek méretéhez, valamint a hasonló méretű amerikai bankok kockázati kitettségéhez képest rendszerint mérsékeltek. Ez azt jelenti, hogy a világpiacon a hitelező banki tevékenység piacán továbbra is az amerikai pénzügyintézetek dominálnak. Ugyanakkor továbbra is fontos, hogy a bankok megfelelő módon kezeljék a kockázatfedezeti alapokkal kapcsolatos kockázatokat.

2 „Large EU banks’ exposures to hedge funds” (Az EU nagybankjainak a kockázatfedezeti alapokkal szembeni kockázati kitettsége), EKB, 2005. november.

### SZERKEZETI VÁLTOZÁSOK

A bankszektorban bekövetkező változások – pl. a versenyfeltételek megváltozása vagy az erősödő nemzetközivé válás – a pénzügyi stabilitásra nézve hosszabb távon messzemenő következményekkel járhatnak. Az euroövezet bankszektorában jelentős szerkezeti változások zajlanak a konszolidáció, nemzetközivé válás, pénzügyi közvetítői tevékenység és a finanszírozási konstrukciók tekintetében. Bár koncentrációját, tulajdonszerkezetét, a külföldiek jelenlétét, valamint a teljesítési csatornák méretét és jelentőségét tekintve a bankpiac szerkezete euroövezet-szerte más és más, a szektorban zajló vállalategyesítések és felvásárlások (az ún. M&A), illetve egyéb szerkezeti fejlemények következtében ez a helyzet változhat.<sup>3</sup>

A konszolidáció üteme mind nemzeti, mind nemzetközi szinten lassult az elmúlt években, amint a vállalategyesítések és -felvásárlások csekély számából, valamint abból is kitűnik, hogy a hitelintézetek száma lassabban csökken.<sup>4</sup> 2005 folyamán azonban nagy számban zajlottak vállalategyesítések és -felvásárlások, ami megerősíti a 2004-ben megindult nemzetközi konszolidáció iránt élénkülő érdeklődés jeleit. Egyes tagállamokban a hazai konszolidáció a nagybankok körében lassan lecseng, mivel az érintett bankpiacok már rendkívül koncentráltak. Ezért a szerves növekedéstől eltekintve a nemzetközi konszolidáció lett a tagállamok legfőbb bővítési stratégiája, még a fennálló korlátok ellenére is.

A bankok mérlegszerkezetében is mutatkoznak a fokozatos átalakulás jelei: a hitelnyújtás gyorsabban növekszik a betételfogadásnál. Ez a tendencia arra enged következtetni, hogy az alacsony kamatkörnyezetben, a kockázat és megtérülés arányának megváltozásával, valamint olyan szerkezeti tényezők következtében, amilyenek például a demográfiai körülmények, a betétek kevésbé vonzóak a háztartások számára, ez pedig megnöveli a magánnyugdíj- és biztosítási termékek jelentőségét. Egyben azt is jelenti, hogy a bankok egyre inkább a bankközi és tőkepiaci alapú eszközökre vannak utalva.

Úgy tűnik, az euroövezet bankjai nem pusztán a hitelnyújtók és -felvevők között közvetítenek, hanem több kockázatot hárítanak a gazdaság egyéb szektoraira, egyes bankok már nem is igazán a pénzügyi szolgáltatások integrált nyújtását végzik. A banki finanszírozás azonban még mindig a pénzügyi közvetítés uralkodó formája az euroövezetben.<sup>5</sup>

Végül a bankok egyre rugalmasabb szervezeti formát öltenek, értékláncukban az alaptevékenységükhöz nem szorosan tartozó elemeket kiszervezik, a szolgáltatási folyamat egyes fázisaira – a kezdeményezésre, termelésre, forgalmazásra vagy elszámolásra – specializálódnak.

Mindent összevéve az euroövezetben a bankok szerepe fokozatosan alakul ki. A közvetlen tőkepiaci finanszírozás jelentősége növekszik, a nem hagyományos finanszírozók pedig további teret nyerhetnek egyes bankszakmai területeken, ezzel növekszik az euroövezet pénzügyi rendszerének hatékonysága, a kockázati térkép pedig átalakul.

### 1.2 EGYÜTTMŰKÖDÉS PÉNZÜGYI VÁLSÁGHELYZETEKBE

2005 során még szorosabbá vált az illetékes hatóságok között az EU keretein belüli együttműködés a pénzügyi válságkezelés terén.

Először is májusban az EU bankfelügyeletei, központi bankjai és pénzügyminisztériumai együttműködési megállapodást írtak alá a pénzügyi válsághelyzetben történő együttműködésről, amely július 1-jén lépett életbe. Az együttműködési megállapodás, amely a Gazda-

3 Az Európai Unió, illetve az euroövezet bankjainak szerkezetváltásait részletesebben elemzi a BFB „EU banking structures” (Az EU bankszerkezetei) című, 2005 októberében készült jelentése, valamint a „Consolidation and diversification in the euro area banking sector” (Konszolidáció és diverzifikáció az euroövezet bankszektorában) című, 2005 májusában írt cikk, amely az EKB *Havi jelentésében* jelent meg.

4 2004-ben a hitelintézetek száma 2,8%-kal, 2005-ben pedig 2,3%-kal csökkent (a harmadik negyedévig bezárólag rendelkezésre álló évesített adat), ezzel valamivel 6300 alá esett.

5 A hazai hitelek GDP-hez viszonyított aránya 2005-ben 115% volt, míg a tőzsdei tőkésítésé a GDP 68%-át tette ki.

sági és Pénzügyi Bizottság égisze alatt jött létre, olyan válsághelyzetekre vonatkozik, amelyeknek határokat átszelő, illetve rendszerkövetkezményei hitelintézeteket, bankcsoportokat vagy pénzügyi csoportok banki összetevőit érintik, valamint határokon túlnyúló egyéb rendszerzavarokra, egyebek között a fizetési rendszereket vagy más piaci infrastruktúrát érintő válságokra. Az együttműködési megállapodásban lefektetett elvek és eljárások között szerepel a hatóságok egymás közötti tájékoztatása, véleménycseréje és kölcsönös értékelése, valamint a nemzeti és nemzetközi szintű együttműködés. A hatóságok közötti szorosabb együttműködés támogatása érdekében az együttműködési megállapodás váratlan körülmények esetére szóló tervek kidolgozásáról, stressztesztekről és szimulációs gyakorlatokról is rendelkezik a válsághelyzetek kezelésére. A tervek szerint 2006-ban magát az együttműködési megállapodást is alávetik ilyen válsághelyzeti gyakorlatnak.

A BFB és az Európai Bankfelügyelők Bizottsága (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) közösen áttekintették a válságkezelés javítási lehetőségeit a központi bankok és felügyeletük gyakorlatában a pénzügyi válságok nemzetközi kezelése terén.

## 2 PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS ÉS FELÜGYELET

### 2.1 ÁLTALÁNOS KÉRDÉSEK

2005 júliusában az Európai Bizottság nyilvános vitára bocsátotta a pénzügyi szolgáltatások irányelveiről (2005–2010) szóló zöld könyvét. A vitához fűzött hozzászólásában az eurorendszer hangsúlyozta, hogy a pénzügyi felügyelet javítása érdekében törekedni kell a Lámfalussy-féle eljárásban rejlő lehetőségek lehető legnagyobb mértékű kiaknázására.<sup>6</sup> Az eurorendszer szorgalmazta a pénzügyi szabályoknak a Lámfalussy-eljárás főbb elemeinek alkalmazásával történő további racionalizálását. Világosan el kellene határolni a fő alapelveket (a jogalkotás első szintje) a technikai részletektől (a jogalkotás második szintje). Mindezeket a felügyeleti gyakorlat további egységesülésének kell kísérnie, hiszen ez jelentős szerepet játszik abban, hogy a tagállamokban mindenütt következetesen érvényesüljenek a fenti elvek. Az is megjegyzendő, hogy a nemzetközi terepen aktív pénzügyi csoportok számára kiváltképpen fontos határozott és következetes intézkedéseket kell hozni a hazai és a befogadó hatóságok közötti együttműködés biztosítására. A pénzügyi stabilitásra vonatkozó intézkedések tekintetében az eurorendszer a pénzügyi stabilitás és a pénzügyi szektorok határokön átnyúló figyelemmel kísérését, a pénzügyi stressz és a betétbiztosítás kezelését jelölte meg a javítás lehetséges területeiként.

### 2.2 BANKSEKTOR

A Bazel II néven közismert „International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards” című kiadvány átdolgozott 2004. júniusi kiadását követően a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (BBB) figyelme a végrehajtási kérdésekre tevődött át. A Bankfelügyeleti Bizottság számos technikai területen is végzett munkát.

Összeurópai szinten a Bazel II követelményeket az EU jogszabályaiba a kodifikált banki irányelv és a tőkeegyelelési irányelv módosításával vezették be. Az Európai Parlament és az EU Tanácsa a jogszabályok végleges szövegeit

2005 szeptemberében, illetve októberében fogadták el. A tagállamoknak saját nemzeti jogszabályaikat is úgy kell módosítaniuk, hogy a 2007-től életbe lépő új rendelkezéseket beemelik. Ezenfelül a Bankfelügyeleti Bizottság 2005 év végén elkészítette a tőkeegyelelésről szóló szabályok ötödik mennyiségi hatástanulmányát (közismert néven a „QIS 5” tanulmányt). Ennek eredményei 2006 tavaszán válnak hozzáférhetővé, s az eljárás további mennyiségi korrekcióját eredményezhetik. A tanulmány elkészítésében az Európai Bankfelügyelők Bizottsága is részt vett.

Az EKB továbbra is támogatja a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság munkáját, és megfigyelőként részt vesz a bizottság, valamint az annak alárendelt főbb csoportok munkájában. Ezen túlmenően az EKB véleményt adott ki az EU új tőkeegyelelési követelményeiről, amelyben lényegében támogatja az új szabályokat.

Az EKB a pénzügyi stabilitás megőrzése szempontjából elemezte az Európai Unióban az országhatárokon átnyúló banktevékenység növekedésének lehetséges hatásait az irányelvekre. Az elemzés elsősorban a Bankfelügyeleti Bizottságon keresztül készült és kiterjed a pénzügyi felügyelet, a válságkezelés, a pénzügyi stabilitás megfigyelése és a betéti garanciával kapcsolatos intézkedések területére. Az utóbbi területen született eredmények hasznosnak bizonyultak az Európai Bizottság jelenleg készülő betéti garancia-konstrukciókra vonatkozó irányelvnek áttekintésében.<sup>7</sup>

### 2.3 ÉRTÉKPAPÍROK

2005-ben az értékpapír-szektor tevékenysége főként az EU szabályozási hátterének befejezé-

6 „Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets” (A Bölcssek Tanácsának jelentése európai értékpapírpiacok szabályozásáról), 2001. február 15. A jelentés az EKB honlapján elérhető. Lásd még az EKB 2003. éves jelentésében a 111. oldalt.

7 „Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC)” (A betéti garanciák konstrukcióiról szóló 94/19/EC számú irányelv áttekintése), Európai Bizottság, 2005. július 14. A vitaanyag a Bizottság honlapján érhető el.

sére irányult, amelynek során elfogadták a pénzügyi eszközök piacáról szóló, valamint az átláthatósági irányelvekre vonatkozó, kiemelkedő fontosságú második szintű végrehajtási intézkedéseket. Tekintettel ezeknek az intézkedéseknek az európai pénzügyi piacok integrációjában és a pénzügyi stabilitás erősítésében játszott szerepére, az EKB megkülönböztetett figyelemmel kísérte az e területen zajló munkát és részt is vett az Európai Értékpapír-bizottság tevékenységében.

Az eurorendszer is hozzászólt a Lámfalussy-eljárás felülvizsgálatának vitájához. Ennek keretében választ adott arra az előzetes értékelésre, amelyet az Európai Bizottság nyilvános vita céljából adott ki. Az eurorendszer megerősítette, hogy jónak tartja a Lámfalussy-féle eljárást. Különösképpen hangsúlyozta, hogy a Lámfalussy-eljárást úgy kell alkalmazni, hogy segítségével a hatályos jogszabályi követelményeket mederbe tereljék, és olyan összehangolt, közös technikai szabályokat dolgozzanak ki, amelyek mind a jogalkotók, mind a piacok igényeit kielégítik. Ezek az összehangolt közös szabályok a határokon túli szolgáltatásokat nyújtó piac szereplői számára biztosítják, hogy az adott területen egyetlen jogforrás írja elő a jogokat és kötelezettségeket.

Végül az eurorendszer az Európai Bizottság 2005. július 12-én megjelent zöld könyve alapján kezdeményezett és a befektetési alapok uniós kereteinek bővítéséről szóló vitához is hozzászólt. Az eurorendszer rámutatott, hogy a még fennálló szabályozási és jogszabályi korlátok megszüntetése érdekében tett további erőfeszítések az európai befektetési alapok további konszolidációját és a felkínált termékek racionalizálását szolgálja, amelynek hasznát a befektetők és az EU pénzügyi piaca is látni fogja. A kockázatfedezeti alapokra vonatkozóan az eurorendszer támogatta azt az eddigi nemzetközi szintű megközelítést, hogy a kockázatfedezeti alapok pénzügyi stabilitást fenyegető tevékenységével kapcsolatos aggodalmak elsősorban a szabályozásnak alávetett cégekkel, főként bankokkal folytatott interakció során rendezhető.

## 2.4 SZÁMVITEL

2005. január 1-jén életbe lépett a Tanács 1606/2002 (EK) számú rendelete, amely valamennyi bejegyzett társaság – ezek között a bankok – számára előírja, hogy konszolidált pénzügyi beszámolóikat a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardoknak (IFRS) megfelelően készítsék el. Mivel a pénzügyi stabilitás szempontjából fontos, hogy a számviteli szabályok stabilak legyenek, az EKB továbbra is részt vesz az új számviteli jogszabályoknak az EU keretein belül történő végrehajtásában.

Az év első felében a hangsúly arra esett, hogy a valós érték alkalmazásán alapuló új opciót (valósérték-opciót)<sup>8</sup> valamennyi pénzügyi eszközfajta tekintetében bevezessék a 39. Nemzetközi Számviteli Standardokba (IAS 39). Az EKB, a Bankfelügyeleti Bizottság és a nemzetközi Számviteli Standardok Testülete (International Accounting Standards Board) haladást értek el annak a konstruktív párbeszédnek a során, amely az EKB elnökének az IASB-hez 2005 áprilisában intézett levelében csúcsondott ki. Ebben támogatta az IAS 39 javasolt módosításait, amelyeket a későbbiek során 2005 júniusában be is építettek a Nemzetközi Számviteli Standardokba.

Az EKB megfigyelőként részt vett a BBB Számviteli Munkacsoportjának munkájában, és a csoport által készített felügyeleti iránymutató készítésében. 2005 júliusában a BBB vitaanyagot adott ki „Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards” (Iránymutató a valósérték-opciók bankok általi alkalmazásának a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolók Standardjainak megfelelő felügyeletéhez) címmel, amely elsősorban felügyeleti szempontból kapcsolja össze a valósérték-

8 A valós érték az az összeg, amelyért egy eszköz egyenlő feltételekkel bonyolított ügylet keretében elcserélhető vagy kötelezettség kiegyenlíthető az arról értesült, arra hajlandó felek között. A gyakorlatban a valós érték gyakran egyenlő a tőzsdén jegyzett árral, vagy pedig a készpénzáramlások diszkontálásán alkalmazó értékelési technikával becsülik meg.

opciók alkalmazását a megbízható kockázatkezelési gyakorlattal.<sup>9</sup>

A Nemzetközi Számviteli Standardok Bizottsági alapjának megbízottai 2005 áprilisában aláírták alapszabályuk átdolgozott kiadását. A vita időszaka alatt érkezett észrevételekre, többek között az EKB észrevételére reagálva az IASCF úgy döntött, hogy felállít egy új, átszervezett Standard-tanácsadó Bizottságot (Standards Advisory Council) arra a célra, hogy a testületet stratégiai tanácsokkal lássa el, valamint létrehozza a Megbízott-kinevezési Tanácsadó Csoportot, amellyel minden új megbízott kinevezése előtt tanácskozni kell. Az EKB mindkét testületnek tagja.

2005 második negyedében a KBER Bankfelügyeleti Bizottsága elemezni kezdte a számvitel és a pénzügyi stabilitás közötti összefüggéseket. A munka arra összpontosít, hogy milyen hatással van a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok bevezetése a pénzügyi stabilitásra, illetve hatékonyan hozzájárulnak-e ezen normák a pénzügyi stabilitás további megszilárdításához.

<sup>9</sup> Az iránymutatónak nem célja pótlólagos számviteli követelmények felállítása.

### 3 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ

Fő feladatainak tükrében ez eurorendszer kiváltképpen érdekelt Európa, különösen az euroövezet egységesítésében. Egyrészt a pénzügyi rendszer szoros integrációja elősegíti, hogy a monetáris politikai impulzusok zökkenőmentesen és hatékonyan jussanak el az euroövezet minden részébe. Másrészt a pénzügyi integráció az eurorendszert a pénzügyi stabilitás megőrzésében is segíti. Egyben a pénzforgalmi rendszerek hatékony működésében és a teljesítési rendszerek feladatának zökkenőmentes ellátásában is van jelentősége. Továbbá az Európai Közösséget létrehozó szerződés 105. cikke és az eurorendszer az árstabilitás célkitűzésének sérelme nélkül támogatja a közösség általános gazdasági politikáit. A pénzügyi integráció, amely a közösség prioritásai közé tartozik, elősegítheti a pénzügyi rendszer fejlődését, s ezzel a gazdasági növekedés lehetőségét.

Az eurorendszer általában négy olyan tevékenységet különböztet meg, amelyekkel a pénzügyi integráció szorosabbá tehető: (i) az európai pénzügyi rendszer integrációjáról szóló ismeretek terjesztését és előrehaladásának figyelemmel kísérését; (ii) a magánszektor tevékenységében a közös fellépés megkönnyítése révén betöltött katalizátorszerepet; (iii) a pénzügyi rendszer jogi és szabályozási kereteinek kialakításához adott tanácsokat; (iv) a központi banki szolgáltatásokat, amelyek szintén előmozdítják az európai pénzügyi rendszer integrációját. A következőkben kifejtjük, hogy 2005 során az EKB mind a négy területen tett kezdeményezéseket. Nagyobb általánosságban az EKB folytatta a pénzügyi integráció terén kifejtett kutatási tevékenységét (lásd a 10. keretes írást).

#### 10. keretes írás

##### EURÓPAI TŐKEPIACI ÉS PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓS KUTATÁSI HÁLÓZAT

Az EKB és a frankfurti székhelyű Pénzügyi Tanulmányok Központja (Center for Financial Studies (CFS)) folytatták kutatásaikat a tőkepiacok és Európa pénzügyi integrációja terén.<sup>1</sup> A kutatások jelenleg zajló második szintjén a következő három területre terjesztették ki a tevékenységet: (i) a pénzügyi integráció és a pénzügyi stabilitás közötti összefüggés; (ii) csatlakozás az Európai Unióhoz, pénzügyi fejlődés és pénzügyi integráció; valamint (iii) a pénzügyi rendszer modernizációja és a gazdasági növekedés Európában.

A hálózat tevékenysége második munkafázisáról tartott első konferenciának a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique adott otthont Brüsszelben, 2005 májusában, a szervezésben a Gazdaságpolitikai Kutatások Központja (Centre for Economic Policy Research, CEPR) nyújtott segédkezet. A konferencia címe: „Verseny, stabilitás és az európai bankszektor integrációja”, amelynek keretében különösen a kutatóhálózat prioritásait tárgyalták a bankszektorban zajló verseny, a banktevékenység földrajzi megoszlása, a pénzügyi integráció és a pénzügyi stabilitás tükrében.

A konferencia egyik fő témája a határokon átnyúló banktevékenység volt Európában. Azok az elemzések, amelyek a külföldi bankok betörését vizsgálták a feltörekvő piacokra, azaz a kelet-közép-európai országokba, Oroszországba és Ukrajnába, arra engedtek következtetni, hogy a külföldi tulajdonú bankok hitelezési tevékenysége ezekben az országokban ösztönzi az értékesítést és az eszközökön keresztül az erőteljes növekedést.<sup>2</sup> Ez még a kisebb cégeket is érinti, bár ők még mindig relatíve piacvesztő helyzetben vannak. Ezenkívül a külföldi bankok jelen-

1 Az eddigi kutatásokról bővebb tájékoztatást az EKB 2003. éves jelentésének 10. keretes írása, valamint az EKB 2004. éves jelentésének 12. keretes írása ad, amelyek elérhetők a [www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org) honlapon is.

2 EKB Műhelytanulmányok 498., 2005. június.



léte jótékony hatással van a hitelek hozzáférhetőségére, mivel a hazai cégeknek alacsonyabb kamatokkal kell számolniuk, növelni kényszerülnek adósságaik eszközökhöz viszonyított arányát, a kötelezettségek oldalán pedig ki kell tolniuk a lejárat határidőket. Végül pedig úgy tűnik, a külföldi bankok megjelenése a piacon lendületet ad a „kreatív rombolásnak” nevezett ágazati dinamikának, hiszen növekszik a megjelenő és eltűnő cégek száma.

A második kutatási szakasz 2005 novemberében Bécsben tartott második konferenciájának társszervezője és házigazdája az Oesterreichische Nationalbank volt. A konferencia központi témája a „Pénzügyi fejlesztés, integráció és stabilitás Közép-, Kelet- és Délkelet-Európában” volt, különös tekintettel az Európai Unióhoz történő csatlakozásra, a pénzügyi fejlesztésre és integrációra. Az eredmények azt mutatják, hogy a nagyobb közép- és kelet-európai országok (KKE-k), így a Cseh Köztársaság, Magyarország és Lengyelország (még mindig csekély méretű) értékpapíripiacai egyre inkább integrálódnak az euroövezet értékpapíripiacaiba. Nem ez a helyzet a kisebb KKE-k értékpapíripiacaival. Viszonylag kevés jel mutat arra, hogy a KKE-k államkötvénypiacai már integrálódtak volna az euroövezetbe.

A kutatóhálózat munkáját 2006-ban egy olyan konferenciával folytatja majd, amelyet a Deutsche Bundesbank lát vendégül, s amely a pénzügyi rendszer modernizációjával és az európai gazdasági növekedéssel foglalkozik majd. Ezt követően a pénzügyi integrációról és a pénzügyi stabilitásról rendezett konferenciára kerül majd sor, amelynek házigazdája a Banco de España lesz.

#### **A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ FIGYELEMEL KÍSÉRÉSE**

Az EKB 2005 szeptemberében jelentette meg a pénzügyi integrációról szóló első jelentését és mutatóit. A jelentés átfogó értékelést nyújt a pénzügyi integráció mértékéről az euroövezet pénzügyi piacának főbb szegmenseiben. A pénzügyi integráció értékelése során pénzügyi eszközök vagy szolgáltatások egy adott piacát akkor tekintik teljes mértékben integráltnak, ha az adott piac azonos főbb tulajdonságokkal jellemezhető valamennyi gazdasági szereplőjére egységes szabályok vonatkoznak, egyenlő esélyekkel férnek hozzá a piachoz és egyenlő bánásmódban részesülnek. A jelentés a mutatók két nagyobb kategóriáját vette figyelembe: az árakon és a mennyiségen alapuló mutatókat. A mutatókat (ha szórásról vagy arányszámról van szó) számítással vagy modellezéssel (ökonometriai modellekből) kapták. A mutatók sorát továbbfejlesztik, elsősorban a pénzintézetekre és a piaci infrastruktúrára vonatkozó mutatókkal egészítik ki őket.

A rendelkezésre álló bizonyítékok azt mutatják, hogy az egyes piaci szegmensek integrációs foka eltér. A fedezetlen pénzpiac az euro beve-

zetése után röviddel teljes mértékben integrálódott. A repopiac integrációja is egyértelmű haladást mutat. Az államkötvénypiacok már a monetáris unió elindulása előtt is eléggé integráltak voltak, bár maradtak bizonyos hozamkülönbségek, ami egyebek között a különféle kibocsátók hitelminősítését és a kötvények likvid voltát tükrözi. A vállalati kötvények piaca is jelentős mértékű beolvadást mutat, és a részvénypiacok integrációja is jó úton halad. A bankpiacok, különösen a lakossági szegmens, általában sokkal kevésbé integrált. Mindent összevetve elmondható, hogy az euroövezetben a bankhitelek és a betétek kamatai között még mindig vannak az országok között eltérések.

#### **A MAGÁNSZEKTOR TEVÉKENYSÉGÉBEN VÁLLALT KATALIZÁTOR SZEREP**

A „Short-Term European Paper” (STEP, magyarul: „rövid lejáratú európai értékpapír”) elnevezésű kezdeményezés, amelyet a Pénzügyi Piacok Szövetsége (Financial Markets Association, ACI) indított el és irányít, a rövid lejáratú értékpapírok szétszabdalt piacain alkalmazott standardok egységesítését úgy igyekszik megvalósítani, hogy a piaci szereplőket az adatköz-

## 11. keretes írás

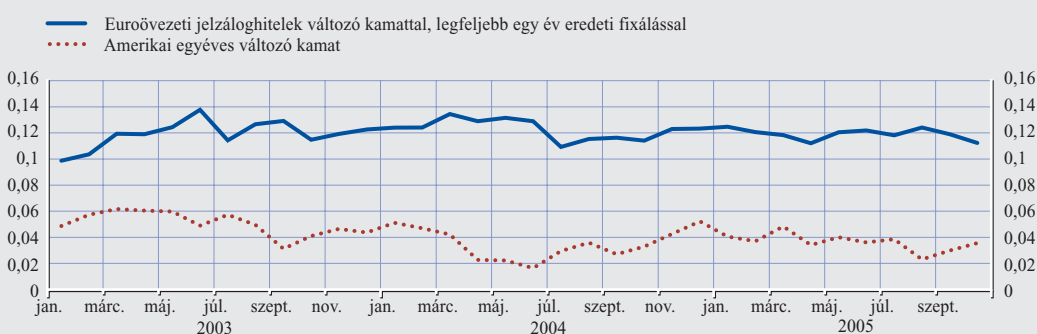
### JELZÁLOGKÖLCSÖNÖK KAMATLÁBAINAK ÖSSZEVETÉSE AZ EUROÖVEZET ÉS AZ EGYESÜLT ÁLLAMOK EGYES RÉGIÓI KÖZÖTT

Ebben a keretes írásban a háztartásoknak nyújtott lakáshitelek kamatainak különbözőségét vizsgáljuk az euroövezet országaiban. Az a tény, hogy az euroövezet országai között általában véve nagyobb a jelzálogkamatok szórása, mint az USA régiói között, arra enged következtetni, hogy az euroövezet jelzálogpiaca kevésbé integrált. Ennek fényében megjegyzendő, hogy azok az adatok, amelyeket az elemzés az Egyesült Államokra vonatkozóan felhasznál, nem tartalmaznak térségen belüli (azaz államok közötti) szórást.

Az euroövezet lakáshitelkamatai közötti egyes különbségekre magyarázatul szolgálhatnak a jelzáloghitelek finanszírozásának szerkezetében jelentkező eltérések, amelyek valószínűleg

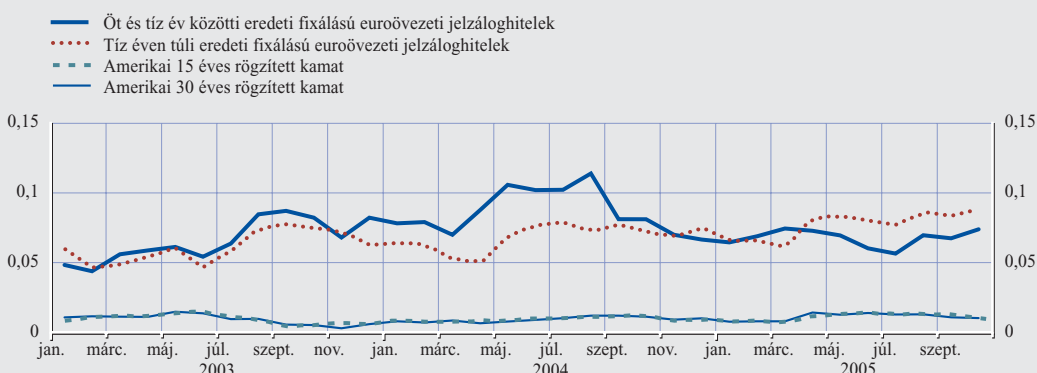
#### A) ábra: A háztartásoknak nyújtott lakásvásárlási hitelek változó és rövid lejáratú kamatlábainak szóródása, valamint az Egyesült Államok egyes régiói és az euroövezeti országok megfelelő piaci kamatai

(új üzleti kamatok; változási együttható)



#### B) ábra: A háztartásoknak nyújtott lakásvásárlási hitelek hosszú lejáratú kamatlábainak szóródása, valamint az Egyesült Államok egyes régiói és az euroövezeti országok megfelelő piaci kamatai

(új üzleti kamatok; változási együttható)



Források: Freddie Mac, Primary Mortgage Market Survey és EKB.

Megjegyzések: Az alacsony/volatilis volumenek miatti helytelen kamatviselkedés elkerülése érdekében az euroövezeti szórást csak azon országok figyelembevételével kalkulálták, ahol a volumenek jelentősek. Az Egyesült Államokra vonatkozó adatok az öt amerikai régióban (északkelet; délkelet; középészak; délnyugat; nyugat) mérik a szórást. Nem zárható ki, hogy a régiókon (vagyis az Egyesült Államok államaiban) belül a szórás egy része nem jelenik meg, ezért az amerikai szórási mutatók valamivel magasabbak lennének, ha a régiókon belüli szórást is figyelembe vennék. Ezenkívül az egyes minták mérete befolyásolhatja a szórás mértékét.

hatással vannak a nyújtott termék fajtájára is. Az euroövezet jelzálogpiaca finanszírozási gyakorlatát tekintve még mindig szétszabdalt: változatos technikákat alkalmaz a betétfinanszírozástól a jelzáloggal fedezett kötvényeken keresztül a jelzálogalapú értékpapírokig. A jelzálogkamatok közötti eltérések oka a termékjellemzők, kamatláb-fixálási idő és ügyfél-preferenciák közötti különbségek is lehetnek (erre példaként a hitelek lejáratái, illetve hitelbiztosíték-mutatói közötti eltérés), de az állami és piacsabályozás sem közömbös.

Mindezek következtében 2003. január és 2005. október között a háztartásoknak nyújtott lakáshitelek kamatainak országok közötti szórása lényegesen magasabb volt az euroövezetben, mint amekkora a jelzálogkamatok szórása az Egyesült Államok térségei között [lásd az A) és B) ábrákat].

lés, bizonylatolás, elszámolás és adatszolgáltatás területeire kiterjedő STEP Piaci Egyezmény feltételeinek felelteti meg. 2005. május óta az Európai Bankszövetség (European Banking Federation, FBE) is támogatja a Pénzügyi Piacok Szövetségét ebben a kezdeményezésben, és közvetlenül is hozzájárul majd a STEP-piac működéséhez. A STEP égisze alatt futó első program 2006. év elején várható.

Az EKB katalizátorszerepet vállal ebben a kezdeményezésben: egyebek között vitafórumnak ad helyet, honlapján pedig a Pénzügyi Piacok Szövetsége nyilvános párbeszédet folytat. Az eurorendszer is segíteni fogja a működést. 2004 júliusában a Kormányzótanács úgy döntött, hogy a beindulást követő első két évben elvben támogatja a STEP-jelzés bevezetésével kapcsolatos teendőket. A Pénzügyi Piacok Szövetségének irányításával működő STEP-titkárság több európai NKB segítségével hajtja majd végre a STEP-jelzés bevezetését. A Kormányzótanács a begyűjtés folyamatának hatékonysági vizsgálatát követően arról is döntést hozott, hogy eleget tesz STEP keretében realizált hozamok és mennyiségek statisztikájának folyamatos előállítására és megjelentetésére tett kérésnek.

2005 folyamán az EKB továbbra is támogatást nyújtott az Egységes Euro Pénzforgalmi Övezet (SEPA) programjához, elsősorban ahhoz, hogy a SEPA első szakaszát határidőre végrehajtsák, aminek eredményeképpen az euroövezet állampolgárai 2008. január 1-jétől kezdve nemzeti pénzforgalmi eszközeikkel párhuzamosan már

a SEPA eszközeit is használhatják hitelátutalásaikhoz, közvetlen terheléseikhez és kártyatranzakcióikhoz. Ezenkívül az EKB azért is kísérte figyelemmel a bankszektor munkáját, hogy elérhető legyen a második szakasz, amelynek során 2010-ig létrehozható a SEPA teljes körű hitelátutalási, közvetlen terhelési és kártyatranzakciós infrastruktúrája. Az EKB aktívan támogatta az Európai Pénzforgalmi Tanácsot (European Payments Council, EPC), az Európai Pénzforgalmi Stratégia Kapcsolattartó Csoportjának (Contact Group on Euro Payments Strategy) értekezletein pedig szoros összhang jött létre az eurorendszer és az Európai Pénzforgalmi Tanács között. Az eurorendszer a SEPA végfelhasználóival – fogyasztói szervezetekkel, kis- és középvállalkozásokkal, kiskereskedőkkel és vállalatok pénzügyi vezetőivel – számos alkalommal találkozott annak érdekében, hogy valamennyi érdekelt felet bevonjanak a folyamatba. Ezt követően párbeszédet kezdeményezett a bankokkal arról, hogyan lehet a legjobban beépíteni e csoportok elvárásait és követelményeit a SEPA programjába. Az EKB kiemelkedő teljesítményként értékelte az Európai Pénzforgalmi Tanácsnak a SEPA keretében használt kártyákra, hitelátutalásokra és közvetlen terhelésekre vonatkozó szabványok és üzletszabályzat megalkotása terén végzett munkáját, de figyelmeztetett arra is, hogy tetemes munka áll még előttünk ahhoz, hogy leküzdjük a nemzeti korlátokat és megfeleljünk a különféle végfelhasználói igényeknek. Mivel a nemzeti fizetések 2008-tól a SEPA rendszerébe csoportosulnak majd át, az EKB magas szintű párbeszédet kezdeményezett az eurorendszer köz-

ponti bankjai és az euroövezet nagyobb hitelintézetei között, hogy elkötelezze őket a SEPA befektetési és programjának végrehajtása mellett.

Az EKB jogi és gazdasági szempontból elemezte az euroövezetben bonyolított kártyás fizetésekért felszámított konverziós díjakat. Ezenkívül az EKB a nemzeti központi bankokkal együttműködésben több mint 100 különféle elektronikus pénzforgalmi konstrukciót mért fel uniószerre, ennek keretében információt gyűjtött az elektronikus pénzforgalmi újításokról, amelynek eredményeit 2006-ban teszi majd közzé.

Az értékpapír-elszámolás és -teljesítés terén verseny folyik a piaci szereplők között a különféle integrációs megoldások kínálatában. Az eurorendszer semleges álláspontot képvisel az egyes megoldásokkal szemben, a további integrációt azonban teljes mértékben támogatja. Az Europapírok Infrastruktúrájának Kapcsolattartó Csoportja (Contact Group on Euro Securities Infrastructures) minden második évben értekezletet tartott az euroövezetben működő bankok és értékpapír-elszámolók képviselőinek részvételével, amelyen megvitatták az europapírok elszámolásának integrációját. Ipari szervezetekkel is találkoztak. Ezenfelül az EKB részt vett az Elszámolási és Teljesítési Tanácsadó és Megfigyelő Szakemberek Csoportja (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group), valamint a Jogbizonyossági Csoport (Legal Certainty Group) munkájában is, amelyeket a Bizottság 2004-ben, illetve 2005-ben hozott létre annak az integráció útját álló 15 korlátnak a leküzdésére, amelyeket a csoport a technikai és piaci gyakorlat, az adóeljárások és jogi szabályozás terén kimutatót.

Az Európai Keretszerződés (European Master Agreement, EMA) elnevezésű kezdeményezés jogi keretszerződés formájában teszi lehetővé az országhatárokon átnyúló kereskedést. Ez a soknyelvű, sok jogi illetékességet lefedő, sok termékre kiterjedő szerződés elsősorban a visszavásárlási megállapodások, deviza-, szár-

mazékos és értékpapírhitelkereskedelmére vonatkozik. Az EKB, amely részt vett az Európai Keretszerződés megalkotásában, 2001 óta az európai devizatartalékok kezelésében és a szavatoló tőkével végrehajtott repoügyletek során, 2005 júniusa óta pedig 15 európai illetékességi területen a határidős műveletek során valamennyi szerződő felével szemben használja is.

#### **A PÉNZÜGYI RENDSZER JOGI ÉS SZABÁLYOZÁSI KERETEINEK KIALAKÍTÁSÁHOZ ADOTT TANÁCSOK**

Az eurorendszer részt vett az Európai Bizottság nyilvános vitáin, amelyek (i) a pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatban a következő öt évben folytatandó politika zöld könyvéről (lásd a jelen fejezet 2.1. pontját), (ii) a befektetési alapok uniós keretrendszerének kiterjesztéséről (lásd a jelen fejezet 2.3. pontját), (iii) az uniós jelzáloghitelekről, valamint (iv) az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerekről szóltak. Az EKB abban a munkában is részt vett, amit a Bizottság a pénzforgalom új jogi kereteinek (New Legal Framework for Payments) megteremtése érdekében végzett, hogy a technikai és jogi akadályok leküzdésével, valamint a fogyasztóvédelem javításával növelje a pénzforgalom hatékonyságát és biztonságát.

2005 márciusában az EKB véleményt alkotott arról a javaslatról, amely szerint a Tanács hozzon határozatot a közvetítő segítségével tartott értékpapírok Hágai Egyezményének aláírásáról. Az EKB megjegyezte, hogy a Hágai Egyezmény csupán az egyik lehetséges megközelítés arra, hogy kollíziós céllal azonosítsák egy értékpapír-számla fellelhetőségét, majd közölte, hogy szívesen látna átfogó előzetes értékelést az Egyezménynek az Európai Unióban kifejtett hatásáról. Az értékelés nem helyettesíti a Közösség elszámolással és teljesítéssel kapcsolatos kezdeményezéseit, és nem szünteti meg az értékpapír-számlákat szabályozó anyagi jog reformjának és összehangolásának szükségét. Ezenkívül az EKB részt vett az UNIDROIT, a Magánjog Egységesítésének Nemzetközi Intézete tevékenysége keretében a közvetített értékpapírok összehangolt szabályairól szóló nemzetközi egyezménytervezet megalkotásában is.

### **A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓT ELŐSEGÍTŐ KÖZPONTI BANKI SZOLGÁLTATÁSOK**

2005-ben folytatódtek a TARGET2-vel, a TARGET-rendszer következő generációjával kapcsolatos munkálatok (vö. a 2. fejezet 2.2. pontjával). Az eurorendszer e téren is megtette az első lépéseket az eurorendszerben alkalmazható biztosítékok egységes listájának fokozatos bevezetésére. Az EKB részt vett a határokon átnyúló biztosítéki szerződések elemzésével kapcsolatos világméretű munkálatokban. Ezt a munkát egy, a G10 országok Fizetési és Teljesítési Rendszereinek Bizottsága (G10 Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) által megbízott munkacsoport végezte el.

## 4 A PIACI INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA

Az eurorendszer egyik törvényben előírt funkciója a pénzforgalmi és elszámolási rendszerek felvigyázása. A felvigyázás célja biztosítani, hogy a gazdaságban a pénzforgalom szervezése hatékony és biztonságos legyen. Az eurorendszer általában véve érdekelt az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítő rendszerekben, mivel egy-egy biztosíték kiegyenlítése során elkövetett mulasztás veszélyeztetheti a monetáris politika végrehajthatóságát és a pénzforgalmi rendszerek zökkenőmentes működését. Az EKB a felvigyázás nemzetközi vitájához két jelentéssel járult hozzá, amelyeket 2005 májusában a Fizetési és Teljesítési Rendszerek Bizottsága (CPSS) jelentetett meg.<sup>10</sup>

### 4.1 NAGY ÉRTÉKŰ EUROFIZETÉSI RENDSZEREK ÉS INFRASTRUKTÚRÁJUK FELVIGYÁZÁSA

Az eurorendszer felvigyázói funkciója kiterjed valamennyi euro-pénzforgalmi rendszerre, ideértve azokat is, amelyeket maga az eurorendszer irányít. Az eurorendszer ugyanazokat a felvigyázási szabványokat alkalmazza saját rendszereire, mint a magánszektorban működőkre. Ezek a standardok a rendszerkockázati szempontból jelentőséggel bíró fizetési rendszerek működésének alapelvei, amelyeket a Kormányzótanács 2001-ben fogadott el.

#### TARGET

A TARGET-rendszer jelenlegi felvigyázási keretei teljes mértékben érvényesültek. Ami pedig a jövőbeni TARGET2 felvigyázó rendszert illeti, az általános szervezeti keretek már elkészültek. A TARGET2-ben az EKB irányítja és hangolja össze a központi bankok TARGET2 szerinti felvigyázó tevékenységét. A nemzeti bankok elsődleges feladata a felvigyázói tevékenységnek a rendszer helyi adottságainak megfelelő végzése – feltéve, hogy a szóban forgó adottságok relevánsak a hazai környezet számára –, valamint részvétel a központi felvigyázói tevékenységben. A TARGET2 rendszer kidolgozását a TARGET felvigyázói kísérik figyelemmel, és akár csak az euroövezet bármely másik nagybani euro-pénzforgalmi rendszerének, a TARGET2 rendszernek is meg kell

felelnie az eurorendszer felvigyázói standardjainak. A TARGET2 átfogó előzetes felvigyázói értékelése a jelenleg folyó tervezési szakaszban történik.

2005 év elején a TARGET felvigyázói elvégezték a SORBNET-EURO, a Narodowy Bank Polski valós idejű bruttó kiegyenlítési (RTGS) rendszerének felvigyázói értékelését, hogy előkészítsék a Banca d'Italián és annak BI-REL rendszerén keresztül a lengyel jegybank csatlakozását a TARGET-hez. A jelenlegi TARGET-rendszer további kiterjesztése a GMU bővítése keretében várható. A jelenlegi TARGET-rendszerhez csatlakozni kívánó RTGS-rendszereket az érintett tagállamok rendszerszempontból fontos egyéb euro-infrastruktúráival együtt az eurorendszer közös felvigyázói politikájának megfelelő felvigyázói értékelésnek kell alávetni.

#### EUROI

Az EURO1 euróban teljesített fizetések nagybani nettó elszámolási rendszere, amelynek tulajdonosa és üzemeltetője egy magáncég, az EBA Clearing Company. 2005-ben az EURO1 felvigyázása a rendszer jogszabályi stabilitására összpontosított. Annak érdekében, hogy az EURO1-et az új EU-tagállamok bankjainak csatlakozására felkészítse, a rendszerüzemeltető jogvéleményeket kért az illetékes szervektől annak igazolására, hogy az EURO1 továbbra is megfelel az I. alapelvnek (a jogstabilitásnak). Ezeket a jogvéleményeket az EKB mint az EURO1 felvigyázója áttekintette. Az áttekintés során bizonyos hiányosságok mutatkoztak az érintett országok nemzeti jogalkotásában, amelyek hatással lehetnek más fizetési rendszerek stabilitására az adott országokban. Ezeket a kérdéseket az EKB az érintett nemzeti bankokkal szoros együttműködésben követte nyomon.

<sup>10</sup> Lásd a Nemzetközi Fizetések Bankjának „Central bank oversight of payment and settlement systems” (Központi bankok fizetési és teljesítési rendszereket felvigyázó tevékenysége) és „New developments in large-value payment systems” (Új fejlemények a nagybani fizetési rendszerek terén) című jelentéseit.

### FOLYAMATOSAN KAPCSOLT TELJESÍTÉSI RENDSZER

A Continuous Linked Settlement (CLS) devizaügyleteket egyenlítő 15 különféle pénznemben, fizetés fizetés ellenében alapon, ezzel igen nagy mértékben kiiktatva a devizakiegyenlítési kockázatot.

2005 decemberében a CLS napi átlagban 194,000 ügyletet teljesített, amelyek napi átlagos egyenértéke 2,6 trillió USA-dollár tehető.<sup>11</sup> Az USA-dollár mögött az euro a második legfontosabb teljesítési valuta. 2005 decemberében a CLS-en keresztül euróban bonyolított elszámolások naponta átlagosan 429 billió eurót tettek ki, érték alapon számolva az összes forgalom 20%-át (az USA-dollárban bonyolított forgalom 47%-ot tett ki). A CLS-en keresztül teljesített valuták számának növekedése következtében az euro részaránya csekély mértékben csökkent a 2004. decemberi adatokhoz képest.

2006-ban a BIS tanulmány készítését kezdi meg a devizapiacok jelentősebb szereplői körében, hogy kockázatcsökkentési módszereket találjon a devizateljesítési kockázatok enyhítésére. A szóban forgó tanulmány eredményei képezik majd a devizateljesítési kockázat csökkentésére irányuló G10 stratégia központi banki értékelésének alapját, amelyet a BIS 1996. évi „Settlement risk in foreign exchange transactions” című kiadványában határozott meg. Értékeli majd az 1996 óta tett intézkedéseket, hogy megállapítsa, sikereseknek minősíthetők-e vagy szabályozási intézkedésekre lehet szükség ahhoz, hogy a devizakiegyenlítés kockázata elfogadható szintre szoruljon vissza.

### SWIFT

A „Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication” (SWIFT) egy korlátolt felelősségű szövetkezeti társaság, amely több, mint 7500 pénzügyi intézmény között bonyolítja pénzügyi üzenetek biztonságos cseréjét.

2005-ben a SWIFT felvigyázásában együttműködő központi bankok tovább erősítették gyakorlati felvigyázói intézkedéseiket. A SWIFT felvigyázásának kezdeti kialakításában szerepet

játszó két alapkoncepció ma is érvényes: a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique bankkal mint felvigyázóval folytatott együttműködő felvigyázás, és az állandó változtatás erkölcsi kényszere. Az intézkedések keretében 2005 februárjában az EBK és a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique formálisan is megállapodott a SWIFT felvigyázása során folytatott együttműködésben.

### AZ ÜZLET FOLYTONOSSÁGA

2005. május 10-én az EKB nyilvános vita céljából megjelentette a „Payment systems business continuity” (Fizetési rendszerek üzleti folytonossága) című tanulmányát. A tanulmány a VII. alapelv alapján végrehajtási irányelveket tartalmaz a rendszerszempontról fontos fizetési rendszerek üzleti folytonosságára vonatkozóan. Az üzleti folytonosság legfontosabb elemeire összpontosít: a stratégiára, a tervezésre, a válságkezelésre és a tesztelésre. A beérkezett észrevételeket a tanulmány 2006-ra tervezett véglegesítése során figyelembe vesszük majd. Amikor a tanulmány végleges formát öltött, várhatóan alkalmazzák majd a rendszerszempontról lényeges fizetési rendszerek üzleti folytonosságát biztosító intézkedések megtervezésében és működtetésében, valamint a felvigyázói tevékenység eurorendszer által végzendő értékelésének útmutatójaként.

## 4.2 NAGY TÖMEGŰ FIZETÉSEK ELSZÁMOLÁSA

### NAGY TÖMEGŰ FIZETÉSEKET ELSZÁMOLÓ RENDSZEREK FELVIGYÁZÁSA

Azt a 15 elszámolási rendszert, amelyeket (a Kormányzótanács 2003-ban elfogadott „Oversight standards for euro retail payment systems” [Nagy tömegű, eurofizetéseket elszámoló rendszerek felvigyázói szabványai] című kiadványa alapján) rendszerszempontról fontosnak vagy más okból kiemelkedő jelentőségűnek találtak, az eurorendszer 2004 és 2005 során az alkal-

<sup>11</sup> Minden egyes devizakereskedés két ügyletből tevődik össze, minden részt vevő valutához tartozik egy. Ezért 2005 decemberében a CLS napi átlagban 1,3 trillió USA-dollárral (kb. 1,1 trillió euróval) egyenértékű kereskedést bonyolított.

mazandó alapelvek alapján értékelte. Két rendszerszempontról fontos rendszer és egy kiemelkedő fontosságú rendszer felelt meg valamennyi vonatkozó alapelvnek. A többi rendszer esetén hiányosságokat észleltek egyik vagy másik alapelv tekintetében. Az értékelések azonban a 2004. június végi állapotot tükrözik, a – változó súlyosságú – hiányosságokat jelenleg már orvosolják.<sup>12</sup>

### 4.3 ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI ÉS -TELJESÍTÉSI RENDSZEREK

Az eurorendszernek különös érdeke fűződik ahhoz, hogy az értékpapír-elszámoló és -teljesítési rendszerek és felvigyázásuk olajozottan működjön. Egyfelől értékeli, mennyire felelnek meg az euroövezet értékpapír-teljesítési rendszerei (SSS) a „Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations” (Az EU értékpapír-elszámoló rendszereinek a KBER hitelműveleteiben történő alkalmazására vonatkozó szabványok, közkeletű nevén „az eurorendszer felhasználói követelményei”)<sup>13</sup> standardjainak, másfelől együttműködik az értékpapír-elszámoló és -teljesítési rendszerek uniós szintű szabályozásáért és felvigyázásáért felelős hatóságokkal.

#### ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK STANDARDOK SZERINTI ÉRTÉKELÉSE

Az SSS-ek rendszeres értékelésének keretében az eurorendszer 2004-ben javaslatot tett arra, hogy változtassanak a nemzetközi hitelpapírok kibocsátásán, letéti őrzésén és elszámolásán. Ezeket az értékpapírokat két nemzetközi központi értéktár – az Euroclear Bank (Belgium) és a Clearstream Banking Luxembourg – közösen bocsátja ki, és az eurorendszer hitelműveleteire jogosult értékpapírok tetemes részét teszik ki. 2005-ben a nemzetközi értéktárak és egyéb piaci szereplők megkezdték az „új világgpiaci kötvény” kivitelezésének előkészítését. Ebben az új konstrukcióban egy egész világra érvényes, bemutatóra szóló igazolás – rövid neve NGN – képviseli a kibocsátott értékpapírt. Az NGN feltételei szerint a kibocsátó adósságát megtestesítő, jogi szempontból releváns



okmányt nemzetközi központi értéktárak tartják fenn. Az NGN-konstrukciókról bővebb tájékoztatás többek között a nemzetközi központi értéktárak honlapjain található. Az új konstrukció kivitelezését 2006. június 30-ra tervezik.

#### EGYÜTTMŰKÖDÉS AZ EURÓPAI ÉRTÉKPAPÍR-SZABÁLYOZÓK BIZOTTSÁGÁVAL

2001-ben a Kormányzótanács jóváhagyta a KBER és a CESR értékpapír-elszámolás és -teljesítés terén folytatott együttműködésének rendjét. Munkacsoportot állítottak fel a KBER valamennyi központi bankjának képviselőiből és a CESR összes értékpapír-szabályozójából. A CPSS és az Értékpapír-bizottságok Nemzetközi Szervezetének (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) értékpapír-elszámolásra vonatkozó ajánlásai („CPSS – IOSCO ajánlások”) alapján a munkacsoport vitaanyagot szövegezett meg az Európai Unió értékpapír-elszámolással és -teljesítéssel kapcsolatban („Standards for securities clearing and settlement in the European Union”)<sup>14</sup>, amelyet 2004 októberében mind a Kormányzóta-

12 Lásd az EKB „Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles” (Az euroövezet nagy tömegű fizetéseket elszámoló rendszereinek a vonatkozó alapelvek szerinti értékelése) című jelentését, 2005. augusztus.

13 Ha az EU felvigyázói standardjai nincsenek összehangolva, az eurorendszer felhasználói szabványai tekinthetők de facto közös standardoknak az EU értékpapír-elszámoló rendszerei számára, ezért foglalkozik velük ez a fejezet. A felhasználói standardokat azonban nem az SSS-ek felvigyázása vagy felügyelete céljait szolgáló összehasonlító standardoknak szánták.

14 A kiadvány hozzáférhető az EKB honlapján.



nács, mind pedig a CESR elfogadott. A vita-  
anyagának szánt jelentés 19 követelményt tartal-  
maz<sup>15</sup>, amelyek az értékpapír-elszámolás és  
-teljesítés biztonságának, stabilitásának és  
hatékonyságának erősítését célozzák az EU-  
ban. A CPSS–IOSCO ajánlásaihoz képest a  
KBER–CESR követelmények az európai piacok  
sajátosságaira tekintettel bizonyos területeken  
részletesebb, szigorúbb elvárásokat támaszta-  
nak. A KBER–CESR-követelmények fő célja a  
piaci infrastruktúrák biztonságának és haté-  
konyságának elősegítése, valamint az EU tőke-  
piaci integrációjának és versenyképességének  
növelése. Az Európai Bizottság e téren végzett  
munkáját is tekintetbe vették.

A munkacsoport 2004 októbere óta folytat tevé-  
kenységet a következő területeken: (i) az érték-  
papír-elszámolási rendszerekre vonatkozó  
követelmények értékelési módszerének kidol-  
gozása; (ii) a központi szerződő felek értékelé-  
sére vonatkozó követelmények és módszer  
kidolgozása; (iii) a jelentős részesedésű letét-  
kezelőkkel kapcsolatos kérdések elemzése;  
valamint (iv) a szabályozó, felügyeleti és felvi-  
gázó szervek közötti együttműködés szem-  
pontjából lényeges kérdések elemzése.

A munkacsoport feladatát nyilvánosan, átlátható  
módon végezte 2005-ben. Nagy számban tartott  
értekezletet a bankszektor és az értékpapír-  
elszámoló és -teljesítő szektor képviselőivel  
konkrét kérdések megvitatása, valamint a szek-  
tor gyakorlatának és a hatóságok kockázatokkal  
kapcsolatos aggodalmainak jobb megértése  
céljából. Ezen kívül intenzív együttműködés  
zajlott a központi bankok és egyfelől az érték-  
papír-szabályozó szervek, másfelől a bankfel-  
ügyeleti hatóságok között.

15 A kiadvány hozzáférhető az EKB honlapján.



**Készítő**

Maria Hedlund

**Cím**

Loosing Ground, 2003

**Anyag**

Négyszínnyomatok alumíniumon

**Méret**

85 x 76 cm egyenként

© EKB és a készítő



4. FEJEZET

EURÓPAI  
ÉS NEMZETKÖZI  
KAPCSOLATOK

# 1 EURÓPAI KITEKINTÉS

2005-ben az EKB rendszeres kapcsolatot tartott fenn az EU intézményeivel és testületeivel. Az EKB elnöke részt vett az ECOFIN Tanács azon ülésein, amelyeken a KBER feladattal és célkitűzéseivel kapcsolatos kérdéseket vitatták meg. A Kormányzótanács ülésein az Eurocsoport elnöke és az Európai Bizottság egy képviselője akkor vett részt, amikor azt célszerűnek látta. Az EKB elnöke és alelnöke szintén részt vett az Eurocsoport ülésein, ami továbbra is különösen fontos fóruma volt az EKB, az euroövezet pénzügyminiszterei és a Bizottság közötti nyílt, nem hivatalos politikai párbeszédnek.

## 1.1 MONETÁRIS POLITIKAI KÉRDÉSEK

### A STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM

2005-ben tizenkét EU-tagállamban állapítottak meg túlzott deficitet (lásd még az 1. fejezet 2.5. pontját). Az euroövezetben Németországban, Görögországban, Franciaországban, Olaszországban, Portugáliában indult vagy folyik túlzottdeficit-eljárás, míg az eljárást Hollandia esetében megszüntették. 2005 januárjában az ECOFIN Tanács elfogadta, hogy az Európai Bizottság által elvégzett elemzés fényében Németországgal és Franciaországgal kapcsolatban további túlzottdeficit-intézkedéseket nem kell tenni ebben a szakaszban. Az ECOFIN Tanács 2005 februárjában felszólította Görögországot, hogy a legrövidebb időn belül szüntesse meg a túlzott deficitet, azaz legkésőbb 2006-ban. Júliusban az ECOFIN Tanács felszólította Olaszországot, hogy legkésőbb 2007-ben szüntesse meg túlzott deficitjét, egyedi körülmények miatt meghosszabbítva a határidőt. Portugália esetében az ECOFIN Tanács 2005 szeptemberében legkésőbb 2008-ig hosszabbította meg a határidőt, szintén speciális körülményekre hivatkozva. 2006 januárjában az ECOFIN Tanács az Egyesült Királyságban túlzott deficitet állapított meg. Az új tagállamok közül a Cseh Köztársaság, Ciprus, Magyarország, Málta, Lengyelország és Szlovákia esetében is túlzott deficitet állapítottak meg. Magyarországon a költségvetési helyzet az egész év során rohamosan romlott és november 8-án az ECOFIN Tanács megállapította, hogy a

Magyarországon végrehajtott intézkedések nem megfelelőek, és kérte, hogy Magyarország a lehető legrövidebb időn belül, de legkésőbb a 2006-2007-es pénzügyi év végéig vessen véget a túlzott deficit helyzetnek. A tagállamokkal szembeni további túlzottdeficit-eljárás a 2005. év költségvetési eredményeitől függ, valamint attól, hogy az érintett országok konszolidációs tervei és intézkedései milyen mértékben maradnak el a 2006. és a későbbiekre vállalt kötelezettségeiktől.

A Stabilitási és Növekedési Paktumban lefektetett eljárási rendet 2005 folyamán megreformálták. A 2004 közepe óta folyó technikai megbeszélések követően az ECOFIN Tanács 2005 március 20-án politikai megállapodást kötött és az Európai Tanács részére jelentést bocsátott ki „A Stabilitási és Növekedési Paktum végrehajtásának javítása” címmel. Azt követően, hogy az Európai Tanács jóváhagyta, az ECOFIN Tanács befejezte a paktum hivatalos revízióját és módosította a Tanácsnak a paktumra vonatkozó szabályzatát<sup>1</sup>. 2005 októberében az ECOFIN Tanács az Etikai Kódex módosítását is jóváhagyta, mely kitér a paktum végrehajtására vonatkozó eljárási szabályokra és irányelvekre. Az Európai Bizottság és a megfelelő EU fórumok az egész év során foglalkoztak a megújított paktummal kapcsolatos eljárási és módszertani kérdések kidolgozásával.

A paktum többek között abban változott, hogy lehetővé teszi, hogy az országspecifikus közép-távú költségvetési célkitűzéseket olyan korrekciós pályával módosítsák, amely a gazdasági szempontból jó időszakokban a konszolidációs erőfeszítésekre helyezi a fő hangsúlyt. Ez a változás a paktum megelőzéssel kapcsolatos részét érinti. Továbbá változtak a túlzottdeficit-eljárás keretei is, azaz a paktum korrekciós része. A

<sup>1</sup> Két új tanácsi rendeletet fogadtak el 2005. június 27-én: a költségvetési egyenleg felügyeletének megerősítéséről és a gazdaságpolitikák felügyeletéről és összehangolásáról szóló 1466/97/EK számú tanácsi rendeletet módosító 1055/2005/EK számú tanácsi rendeletet, illetve a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról szóló 1467/97/EK tanácsi rendeletet módosító 1056/2005/EK számú tanácsi rendeletet.

gazdaság komoly visszaesését, amely felment egy adott országot a túlzottdeficit-eljárás alól, most negatív éves reál-GDP-növekedési rátaként határozták meg, illetve a kibocsátás akkumulált veszteségeként egy olyan időszakra levetítve, amikor a potenciális növekedéshez képest hosszabb időn keresztül az éves reál-GDP-növekedés meglehetősen alacsony volt. Továbbá, amennyiben a hiány a GDP 3%-ában meghatározott referenciaérték körül marad és a hiány átmeneti, más releváns tényezőt is figyelembe lehet venni annak megállapításakor, hogy a hiány túlzott-e és hogy mi legyen az első határidő a korrekcióra. A túlzott hiány megszüntetését célzó korrekciós pályát annak megfelelően lehet meghatározni, hogy az ország ciklikusan korrigált mérlege a GDP 0,5%-val évente minimálisan növekedett-e, nem számítva az egyszeri és átmeneti intézkedéseket. A határidőt akkor lehet módosítani, ha a Tanács új ajánlást vagy értesítést ad ki amiatt, hogy váratlan negatív gazdasági események a költségvetésre számottevően kedvezőtlenül hatnak, feltéve, hogy az érintett tagállam hatékony intézkedéseket tett. Ezen kívül számos eljárási határidőt is meghosszabbítottak. Az irányítással kapcsolatban a megreformált paktum szorosabb együttműködést szorgalmaz a tagállamok, az Európai Bizottság és az EU-Tanács között, illetve azt, hogy a tagok jobban támogassák és ösztönöz-

zék egymást. A paktum ezenkívül a nemzeti költségvetési szabályok fejlesztésére is felszólít, valamint arra, hogy az új kormányok is átvegyék a költségvetési célkitűzéseket és a nemzeti parlamentek nagyobb részt vállaljanak az átfogó európai fiskális keretrendszer kialakításában. Végül a paktum azt is hangsúlyozza, hogy a fiskális keretrendszer végrehajtása és hitelessége elsősorban a makrogazdasági előrejelzések realitásától és a költségvetési statisztikák megbízhatóságától függ (lásd 2. fejezet 4.3 pont).

Az EKB nem írta alá a Stabilitási és Növekedési Paktumot és nincsen hivatalos szerepe a paktum eljárásainak meghatározásában és végrehajtásában. Ugyanakkor az EKB részt vett a reformról szóló vitában és folyamatosan hangoztatja a GMU keretein belüli megalapozott fiskális politika kialakításának szükségességét, melynek célja a fiskális fegyelem. Az EKB szerint a paktum eredeti formájában megfelelő volt, és nem tartja indokoltnak a jogi szövegek megváltoztatását a paktum korrekciós részében. Az EKB azt is hangsúlyozta, hogy a paktum korrekciós részén lehetne javítani. Az EKB Kormányzótanácsa 2005 márciusában közleményt adott ki a reformmegállapodásról, és 2005 júniusában véleményezte az Európai Bizottság jogalkotási javaslatát (lásd 12. keretes írás).

## 12. keretes írás

### AZ EKB KÖZLEMÉNYEI A STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM REFORMJÁRÓL

#### A Kormányzótanács 2005. március 21-i közleménye

„A Kormányzótanács komolyan aggódik a stabilitási és növekedési egyezményben javasolt változtatások miatt. El kell kerülni, hogy a korrektív ágban eszközözendő változtatások aláássák az Európai Unió fiskális keretrendszerébe és az euroövezetbeli tagállamok államháztartásának fenntarthatóságába vetett bizalmat. Ami az egyezmény preventív ágát illeti, a Kormányzótanács konstatálja azt a néhány változtatási javaslatot, amely összhangban áll a preventív ág lehetséges megerősítésével. A fegyelmezett fiskális politika és az árstabilitásra irányuló monetáris politika alapvetően fontos a Gazdasági és Monetáris Unió sikeréhez, egyben előfeltétele az euroövezet makrogazdasági stabilitásának, gazdasági növekedésének és kohéziójának. Elsőrendű fontosságú, hogy a tagállamok, az Európai Bizottság és az Európai Unió Tanácsa szigorúan és következetesen, a józan fiskális politikát elősegítve alkalmazza az átalakított rendszert. A jelen-

legi körülmények között még inkább elengedhetetlen, hogy minden érintett fél teljesítse a maga kötelességét. A nyilvánosság és a piacok bizhatnak abban, hogy az EKB Kormányzótanácsa szilárdan kitart megbízatásának – az árstabilitás fenntartásának – teljesítése mellett.”

### **Részlet az EKB-nak a Tanács módosított szabályzatával kapcsolatos véleményéből (2005. június 3.)**

„A fegyelmezett fiskális politika elengedhetetlen a Gazdasági és Monetáris Unió eléréséhez, mivel a makrogazdasági stabilitás, a növekedés és a kohézió alapja az euroövezetben. A szerződésben és a Stabilitási és Növekedési Paktumban lefektetett fiskális keretrendszer a GMU alapfeltétele és így a fiskális fegyelem letéteményese. Ennek a szabályokon alapuló keretrendszernek, melynek célja, hogy fenntartható állami finanszírozást biztosítson miközben a kibocsátás ingadozását is kiegyenlíti az automatikus stabilizálási mechanizmusok működésének segítségével, egyértelműnek, egyszerűnek és érvényesíthetőnek kell lennie. Ezeknek az elveknek a betartása növeli a keretrendszer megvalósításának átláthatóságát és az egyenlő megítélést.”

A Stabilitási és Növekedési Paktum reformja lehetővé teszi az olyan megalapozott fiskális politika végrehajtása és érvényesítése melletti elkötelezettség megerősítését, amely mind a rövid távú, mind a hosszú távú költségvetési kihívásoknak megfelel. Az azonban nagyon lényeges, hogy a tagállamok, az Európai Bizottság és az EU-Tanács a megalapozott fiskális politikát elősegítő, szigorú és következetes módon hajtsa végre a módosított keretrendszert.

#### **A LISSZABONI STRATÉGIA**

2005 márciusában az Európai Tanács befejezte a lisszaboni stratégia, azaz az EU széleskörű gazdasági, társadalmi és környezetvédelmi reformjára irányuló program középtávú felülvizsgálatát. A felülvizsgálatra 2000 (a jóváhagyás éve) és 2010 között félideben került sor, mivel 2010-re tűzték ki azt a célt, hogy az EU „a legdinamikusabb és legversenyképesebb tudásalapú gazdasággá váljon a világon és a fenntartható gazdasági növekedést több és jobb munkahellyel és nagyobb társadalmi kohézióval valósítsa meg”. Az ambiciózus célkitűzések és az eddig viszonylag rossz teljesítés miatt 2005 tavaszán az Európai Tanács úgy döntött, hogy újraindítja a stratégiát, és a fő hangsúlyt a növekedésre és a foglalkoztatásra helyezi. Továbbá új irányítási keretrendszert hagyott jóvá a reformok bevezetésének javítása érdekében.

A stratégia tartalma nagyrészt változatlan maradt. Ugyanakkor a stratégia gazdasági, társadalmi és környezetvédelmi célkitűzéseinek megőrzése mellett az állam- és kormányfők és az Európai Bizottság elnöke négy általános politikai kérdésnek tulajdonított nagy jelentőséget a reformok szempontjából: a tudás és újítások elősegítése, az EU vonzóvá tétele a befektetők és a dolgozók számára, a növekedés és a foglalkoztatottság támogatása társadalmi kohézió és fenntartható fejlesztés alapján.

Mivel a lisszaboni stratégia legfőbb hiányossága a strukturális reformok nem megfelelő végrehajtása, az Európai Tanács nagyobb hangsúlyt helyezett a stratégia irányítási keretrendszerének javítására. Ezért a stratégia kialakítását és végrehajtását szabályozó előírásokat és eljárásokat változtatta meg azzal a céllal, hogy a politikák koordinációs folyamatait időben, valamint politikai területek és az EU és a tagállamok között jobban összehangolja. Ennek az új irányítási keretrendszernek másik célja, hogy a nemzeti programok, a jelentések és az értékelések konzisztensebbek legyenek.

Gyakorlati szempontból ezek a változások azt jelentik, hogy az általános gazdasági politikai irányelvek és a foglalkoztatási irányelvek egy programcsomagba kerülnek „A növekedési és foglalkoztatási integrált irányelvek” címmel. Az



első programcsomagot 2005 júniusában fogadták el és általános elveiben három évig érvényben marad (2005–2008). 2005 őszén a tagállamok az integrált irányelvek alapján nemzeti reformprogramokat fogadtak el és magas rangú kormánytisztviselőket neveztek ki nemzeti lisszaboni koordinátornak, akiknek az a feladata, hogy a stratégiával kapcsolatos intézkedések belső koordinálását elősegítsék. A programok 2008-ig részletesen leírják a tagállamok reformpolitikáját, figyelembe véve sajátos igényeiket és helyzetüket. Magukba foglalják a reformok végrehajtásának módját is egy dokumentumba összefoglalva többek között a termék- és tőkepiacokon végbemenő foglalkoztatásról és strukturális reformokról szóló nemzeti jelentéseket (a „Cardiffi jelentések”). Ezen kívül az Európai Bizottság 2005 júliusában jóváhagyta a közösségi lisszaboni programot, amely magába foglal minden, a lisszaboni stratégiával kapcsolatosan a közösség szintjén az elkövetkező három év során végrehajtandó intézkedést. A fejlődést integráltabb módon értékelik, a Bizottság éves fejlődési jelentése keretében. Az Európai Bizottság az első ilyen jelentést 2006 januárjában fogadta el. A jelentés üdvözölte a nemzeti reformprogramokat, valamint felszólított pontos végrehajtásukra.

Az új irányítási keretrendszer legfontosabb jellemzője, hogy nagy hangsúlyt fektet a nemzeti felelősségérzet növelésére a reformok végrehajtása terén. Ez kulcsfontosságú a stratégia sikere szempontjából, mivel a strukturális reformok és még ennél is nagyobb mértékben azok végrehajtása nagyrészt a tagállamok előjoga. Ezért a tagállamoknak teljes mértékben el kell kötelezniük magukat az általuk nemzeti és EU szinten jóváhagyott politika mellett és nemzeti szinten konzultálniuk kell ezen politika megalkotóival és végrehajtóival (pl. a saját parla-

mentjükkal és társadalmi partnereikkel), mint ahogy ezt a nemzeti reformprogramjuk esetében tették. Az a tény, hogy a végrehajtandó reformokat a nemzetek „sajátjuk”-nak érzik, javíthatja a tagállamok teljesítési eredményeit is.

Az EKB nagy jelentőséget tulajdonít a lisszaboni stratégia végrehajtásának, és azzal kíván hozzájárulni a végrehajtás sikeréhez, hogy stabilitásközpontú monetáris politikát folytasson. Az EKB mindig is hangsúlyozta a strukturális reformok előnyeit és üdvözli azokat az erőfeszítéseket, amelyeket a kormányok és társadalmi partnerek ezzel kapcsolatban tesznek. Amennyiben a tagállamok komolyan elkötelezik magukat a lisszaboni célkitűzések végrehajtása mellett, virtuális reformciklust indíthatnak el. Az áruk és szolgáltatások piacán, valamint a munkaerő- és tőkepiacokon a jól megtervezett strukturális reformok a stratégia szándékai szerint rugalmasabbá tehetik az euroövezet gazdaságait, miáltal azok a gazdasági sokkokkal szemben ellenállóbbá válhatnak. Ez végül azt eredményezi, hogy a hosszú távú növekedési ráta fenntarthatósága és a foglalkoztatottság szintje is javul. A közép-távon végrehajtott felülvizsgálat fontos lépés volt a stratégia újjászületésében. Mivel a végrehajtás ez idáig általában vegyes eredményeket hozott, nagyobb erőfeszítéseket kell tenni azoknak a céloknak az eléréséért, amelyek segítenek megbirkózni a globalizáció, a technológiai változások és a lakosság öregedése által okozott kihívásokkal.

## 1.2 INTÉZMÉNYI KÉRDÉSEK

### AZ EURÓPAI ALKOTMÁNY

Azt követően, hogy az állam- és kormányfők 2004. október 29-én Rómában aláírták azt a szerződést, amely létrehozta az Európai Alkot-



mányt, a tagállamok ratifikálni kezdték azt saját nemzeti eljárásrendjüknek megfelelően. Eddig 15 tagállam, az EU lakosságának több mint 50%-a ratifikálta az Európai Alkotmányt vagy nagyon közel áll a hivatalos befejezéshez: Belgium, Németország, Észtország, Görögország, Spanyolország, Olaszország, Ciprus, Lettország, Litvánia, Luxemburg, Magyarország, Málta, Ausztria, Szlovénia és Szlovákia.

Franciaországban és Hollandiában az Európai Alkotmány ratifikálását népszavazásra bocsátották (Franciaország esetében a népszavazás kötelező érvényű volt, míg Hollandiában nem). A francia népszavazáson az alkotmány elfogadásához szükséges többséget nem sikerült elérni (mintegy 5 százalékponttal volt kisebb a támogatottság), míg Hollandiában 12 százalékponttal. Azóta számos tagország felfüggesztette a ratifikálási eljárást.

A fentieket figyelembe véve az Európai Tanács 2005. június 16-17-i ülésén újratárgyalta az alkotmány ratifikálásának kérdését, mely során az állam- és kormányfők nyilatkozatot fogadtak el arról, hogy az alkotmány „célja, hogy megfelelően biztosítani tudja a kibővült Európai Unió demokratikusabb, átláthatóbb és hatékonyabb működését”. A francia és a holland népszavazások eredményeire reagálva az Európai Tanács szerint az eredmények nem kérdőjelezték meg a polgárok Európa kibővítése melletti elkötelezettségét. Ugyanakkor felfedték a polgárok aggályait, és indokoltá tettek egy olyan időszak beiktatását, amely alatt általános viták folyhatnak minden tagállamban. Az európai intézményeket meghívták, hogy vegyenek részt ezekben a vitákban. Bár az Európai Tanács beleegyezett abba, hogy a ratifikálás ütemezését az egyes tagállamokban megváltoztassa, ha szükséges, nem hiszi, hogy ezek a fejlemények alááshatják a ratifikálási folyamat folytatásának szükségességét. Az Európai Tanács 2006 első felében vissza kíván térni erre a kérdésre, hogy világosabb távlatokat alakítson ki a jövőre nézve és megállapodjon a továbblépés módját illetően.

Az EKB véleménye szerint az Európai Alkotmány részletesen leírja az EU jogi és intézmé-

nyi struktúráját és elősegíti az uniót abban, hogy mind európai, mind nemzetközi szinten jobban működjön, miközben megerősíti a jelenlegi monetáris keretrendszert is. Ezért az EKB teljes mértékben támogatja az alkotmányt. Azt azonban hangsúlyozni kell, hogy az alkotmány ratifikációs folyamata nem lesz hatással a monetáris unió működésére és nem fogja befolyásolni az euro stabilitását sem. Attól függetlenül, hogy az EKB a jelenlegi szerződés vagy az Európai Alkotmány alapján működik, továbbra is őrzi az euro értékét és a növekedést és foglalkoztatást elősegítő, inflációmentes makrogazdasági környezet kialakítására törekszik.

### **1.3 AZ EU-HOZ CSATLAKOZÓ ÉS CSATLAKOZNI KÍVÁNO ORSZÁGOKBAN ZAJLÓ FOLYAMATOK ÉS A VELÜK FENNTARTOTT KAPCSOLATOK**

Az EU-hoz csatlakozó országok központi bankjaival kapcsolatban az EKB legfőbb célkitűzése az, hogy elősegítse zökkenőmentes monetáris integrációjukat a szerződés eljárásainak megfelelően. Következésképpen az EKB és ezeknek az országoknak a központi bankjai közötti kapcsolatok természetesen az országoknak az EU-tagsághoz való általános közeledésével párhuzamosan erősödik.

Mivel Bulgária és Románia 2005. április 25-én Luxemburgban aláírta a csatlakozási szerződést, e két ország központi bankjainak kormányzói az EKB Általános Tanácsa ülésein megfigyelőként vettek részt, míg a két központi bank szakemberei a KBER bizottságainak ülésein jelentek meg megfigyelőként (lásd 7. fejezet 1.4 pont).

Az EKB tovább erősítette kétoldalú kapcsolatát Bulgária és Románia központi bankjaival annak érdekében, hogy a KBER-be zökkenőmentesen integrálódjanak az EU-csatlakozást követően. Az eurorendszer egésze az EU által finanszírozott ikerprogramok keretében technikai segítségnyújtási projektekkel tovább támogatja felkészülésüket. Ezek a tevékenységek elsősorban a statisztikával, jogi kérdésekkel, fizetési rendszerekkel, a monetáris politikával

és működési kérdésekkel kapcsolatosak, de érintettek más területeket is, mint például a pénzügyi stabilitás és felülvizsgálat, bankjegyek, belső ellenőrzés és számítástechnika.

Bulgária és Románia EU-csatlakozásának időpontja 2007. január 1. A csatlakozási szerződésben azonban szerepel egy „biztonsági záradék”, amely lehetővé teszi, hogy a csatlakozást egy évvel elhalasszák abban az esetben, ha egyértelműen bebizonyosodik, hogy a csatlakozási előkészületek nem megfelelően haladnak ahhoz, hogy teljesítsék az EU-tagság elvárásait. 2005 októberében az Európai Bizottság kiadott egy állapotjelentést, amelyben jelezte, hogy a fejlődés ellenére néhány terület fejlettségi szintje komoly aggodalomra ad okot. Ilyen például a korrupció elleni harc és a belső piac működésével és az EU biztonságával kapcsolatos kérdések (pl. az élelmiszerek biztonságossága és a külső határok ellenőrzése). Az Európai Bizottság továbbra is intenzív figyelemmel kíséri a Bulgáriában és Romániában zajló folyamatokat és várhatóan 2006 tavaszán teszi meg végleges ajánlását. Az Európai Tanács ezt követően, az ajánlás alapján dönti majd el az EU-csatlakozás időpontját.

Az Európai Tanács 2004. decemberi döntésének megfelelően 2005. október 3-án Törökország csatlakozásáról is megkezdődtek a tárgyalások, miután a tárgyalások kereteit elfogadta az EU-Tanács. Az EKB folytatta régóta megkezdett magas szintű politikai párbeszédét Törökország központi bankjával, ideértve az Igazgatóság éves összejegyzeteit. Ennek keretében az alelnök EKB-küldöttséget vezetett Törökországba 2005 júliusában. A tárgyalások fő témája Törökország makrogazdasági stabilizálása és strukturális reformfolyamatai, a török központi bank monetáris és devizapolitikája, az euroövezet gazdasági helyzete, valamint a központi banknak a pénzügyi stabilitás biztosításában játszott szerepe volt.

2004. december 13-án az Európai Tanács úgy döntött, hogy Horvátországgal csatlakozási tárgyalásokat kezd 2005. március 17-én azzal a feltétellel, hogy Horvátország teljes mértékben

együttműködik a volt Jugoszláviával foglalkozó nemzetközi büntetőtörvényszékkel (ICTY). Mivel az együttműködést nem találta megfelelőnek, az EU elhalasztotta a csatlakozási tárgyalások megkezdését. 2005. október 3-án az EU úgy ítélte meg, hogy a horvát hatóságok immár teljes mértékben együttműködnek az ICTY-vel és úgy határozott, hogy elkezdje a csatlakozási tárgyalásokat. Az EKB tovább erősítette kétoldalú kapcsolatait a horvát nemzeti bankkal: az EKB első hivatalos látogatására Igazgatósági szinten 2005 márciusában került sor. Kétoldalú találkozókra ezentúl évente kerül majd sor Frankfurtban, amíg Horvátország alá nem írja a csatlakozási szerződést.

## 2 NEMZETKÖZI KÉRDÉSEK

### 2.1 A NEMZETKÖZI MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI RENDSZER LEGFONTOSABB FOLYAMATAI

#### A VILÁGGAZDASÁG MAKROGAZDASÁGI POLITIKÁJÁNAK ELLENŐRZÉSE

Mivel az euroövezet gazdaságilag és pénzügyileg a világgazdaság része, az eurorendszer szigorúan figyelemmel kíséri és elemzi az euroövezeten kívüli országok makrogazdasági politikáját és fejlődési folyamatait. Részt vesz a nemzetközi intézmények és fórumok által végzett nemzetek feletti ellenőrzésben is, amely elsősorban az IMF, a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD), és a G7, G10, G20 pénzügyminisztereinek és központi bankelnökeinek ülésein történik, valamint a Nemzetközi Fizetések Bankja által kéthavonta szervezett központi bankelnöki találkozón. Bizonyos intézményekben és fórumokon az EKB vagy tagként (pl. a G20 esetében), vagy megfigyelőként (pl. IMF) vesz részt. Az EKB a szilárd makrogazdasági környezet és a megalapozott makrogazdasági politika biztosítása érdekében nyomon követi a nemzetközi gazdaságpolitikai folyamatokat.

2005-ben a nemzetközi gazdasági környezetet a folyó fizetési mérleg egyensúlyhiányának növekedése jellemezte. Az év folyamán az Egyesült Államok jelentős folyó fizetésimérleg-hiánya tovább növekedett. Ezzel egyidejűleg Ázsia folyó fizetésimérleg-aktívuma továbbra is számottevő maradt, s a világ GDP-jének mintegy 0,8%-át tette ki, mivel Kína aktívumának nagymértékű növekedése kiegyenlítette a feltörekvő Ázsia többi részében és Japánban tapasztalható visszaesést. Az olajárak emelkedése következtében az olajexportőr országok szintén jelentősen hozzájárultak a világgazdasági egyensúlyhiányhoz. Ezeknek az országoknak a 2005. évi folyó fizetésimérleg-aktívuma, ami a világ GDP-jének mintegy 1%-át tette ki, felülmúlta az ázsiai mértéket is. Az ázsiai és az olajexportőr gazdaságok ezen kívül jelentős országtartalékokat is felhalmoztak. A tartalékfelhalmozás mértéke különösen jelentős, 200 milliárd dollár (165 milliárd euro) körüli volt Kína esetében.

Az eurorendszer több alkalommal is hangsúlyozta az egyensúlytalanságok fennmaradása által okozott kockázatok és bizonytalanságok jelentőségét, és továbbra is az együttműködő magatartást támogatta ebben a kérdésben, melynek során minden gazdaság hozzájárulna a meglévő egyensúlyhiány rendezéséhez. Ez a nemzetközi gazdaságpolitikai tervezet magában foglalja a hiánnyal küzdő országokban a megtakarítás növelését, a viszonylag alacsony potenciális növekedéssel rendelkező országokban a strukturális reformok bevezetését és az árfolyamrugalmasság fejlesztését azokban a főbb országokban és régiókban, ahol ez hiányzik. Ezért az EKB örömmel üdvözölte a kínai hatóságok döntését 2005 júliusában, melynek értelmében áttérnek egy új, irányított lebegő árfolyamra. Az EKB a nagyobb rugalmasságra történő áttérést kívánatosnak tartja a világgazdaság jobb működése szempontjából, és úgy gondolja, hogy az új, irányított lebegő árfolyamrendszer hozzájárul majd a nemzetközi pénzügyi stabilitáshoz.

A feltörekvő gazdaságok piacaira irányuló tőkebeáramlás, amelyet az EKB folyamatosan figyelemmel kísér a nemzetközi pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatása miatt, 2005-ben erőteljes maradt, hasonlóan ezen országok átlagos gazdasági teljesítményéhez. Ebben a folyamatban a kedvező külső finanszírozási feltételek, az exportárak magas nemzetközi ára, valamint az Egyesült Államok és Kína jelentős reál-GDP-növekedése játszotta a fő szerepet. A szigorodó belső gazdaságpolitika, az akkomodatív finanszírozási feltételek és a nemzetközi befektetők nagyobb érdeklődése lehetővé tette, hogy egyes feltörekvő piaci hitelfelvevők betörjenek a nemzetközi kötvénypiacra, először bocsátva ki értékpapírt helyi devizanemben. Miután áprilisban a feltörekvő piacok kötvényeinek kamatkülönbözete átmenetileg kiszélesedett, többek között az Egyesült Államok inflációnövekedéstől való félelme és a befektetők kockázatkerülő magatartása következtében, amely utóbbit egyes egyesült államokbeli vállalatok értékelésének lefelé történő módosítása eredményezett, az év hátralévő részében újra historikusan alacsony szintre tért vissza.



Végül az euroövezet magát is megvizsgálták a nemzetközi politika ellenőrzési gyakorlatának részeként. Mind az IMF, mind az OECD lefolytatta az euroövezet rendszeres felülvizsgálatát is az egyes euroövezeti országok felülvizsgálataán kívül. Ennek során az euroövezet monetáris, pénzügyi és gazdasági politikáját vizsgálták. Az IMF IV. cikk alapján folytatott konzultációi és az OECD Gazdasági és Fejlesztési Felülvizsgálati Bizottságának áttekintése hasznos véleménycserét tett lehetővé ezen nemzetközi szervezetek, az EKB, az Eurocsoport elnöksége és az Európai Bizottság között. E tárgyalásokat követően mind az IMF, mind az OECD készített egy-egy jelentést az euroövezet gazdaságpolitikájának értékeléséről.<sup>2</sup>

### **NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI SZERKEZET**

Az IMF jelenleg stratégiai áttekintést tart, amelyet nemcsak az IMF-en belül tárgyalnak meg, hanem számos más nemzetközi fórumon is, mint például a G7 és a G20 ülésein. A KBER figyelemmel kíséri és segíti ezeket a megbeszéléseket. A stratégiai áttekintés célja, hogy meghatározza az IMF munkájának középtávú mérföldköveit. Az áttekintés fontos területei az IMF ellenőrző szerepe, az IMF szerepe a feltörekvő gazdaságokban, valamint a szavazat és képviselő.

Az IMF vezetője külön is kiemelte az IMF szerepét abban, hogy a tagok meg tudjanak küzdeni a globalizáció kihívásaival. Az ezt követő nemzetközi gazdaságpolitikai megbeszéléseken a tagok kiemelték, hogy az IMF-nek nagyobb

hangsúlyt kell helyeznie az árfolyammal kapcsolatos kérdésekre, valamint a nemzeti gazdaságpolitikai intézkedések nemzetközi kihatásaira. A nemzetközi fórumokon, és különösen az IMF-ben történő megfelelő szavazat és képviselő kérdését széles körben tárgyalták az elmúlt év során. Néhány IMF-tagország, főképp Ázsia, úgy érezte, hogy szavazati arányuk nem tükrözi a világgazdaságban betöltött növekedő szerepét. A szavazatok és képviselő kérdését az IMF következő éves ülésére – mely 2006 szeptemberében lesz Szingapúrban – készített stratégiai áttekintés egyéb szempontjaival párhuzamosan kell megvitatni. Az IMF a kvóták tizenharmadik általános áttekintését is most végzi, amely lehetőséget nyújt annak felmérésére, hogy a kvóták IMF-tagok közötti jelenlegi megoszlása összhangban van-e a tagországok megegyezés szerint mért relatív gazdasági és pénzügyi súlyával. Az áttekintés 2008 januárjára készül el.

A válságkezelés kérdése több éve kiemelt helyen szerepel a nemzetközi közösség napirendjén. A KBER folytatta a válságkezelés kérdésének megvitatását, különös tekintettel arra, hogy a magánszektor milyen részt vállaljon a pénzügyi válságok megoldásában. Bár számos lépést tettek már a magánszektor bevonásának érdekében, továbbra is vannak fontos kihívások, például az összes részvényest érintő lépések időbeli diagnosztizálásának ügye. Ezeknek a kihívásoknak a felmérése érdekében a KBER

<sup>2</sup> IMF: „Euro Area Policies: Staff Report”, 2005. augusztus; OECD: „Economic Survey of the Euro Area”, 2005. július.

központi bankjai jelentést készítettek a magán-szektor részvételéről, amely leírja a múltbeli tapasztalatokat és kijelöli a válságkezelés lehetséges javításának területeit. A jelentés<sup>3</sup> azt gondolja, hogy a válságkezelési folyamatok előreláthatóságának javulása – melyet az adósok, hitelezők és a hivatalos szektor magatartásának irányítása eredményez – csökkentheti a pénzügyi válságok összköltségét, és az általános jólét szempontjából a jelenleginél sokkal megfelelőbb költségmegosztást eredményez.

#### **AZ EURO NEMZETKÖZI SZEREPE**

2005-ben az euro nemzetközi valutaként játszott szerepe tovább szélesedett bizonyos szegmensekben. Az eurót egyre gyakrabban használják a nemzetközi hitelt megtestesítő értékpapírok piacán, mint viszonyítási alap és intervenciók valuta, valamint mint letéti valuta harmadik országban. Az euro viszonyítási alapként és intervenciók valutaként történő használatának növekedése főként az új EU-tagállamokban, EU csatlakozó országokban és egyéb EU-val szomszédos területeken történt. 2006. január 1-jén az euro szerepe a különleges lehívási jogok esetén 29%-ról 34%-ra nőtt, miután erről az IMF 2005 decemberében döntött. Az SDR-ek kamatlábainak eurokomponensét, a háromhavi EURIBOR-t a háromhavi EUREPO kamatláb helyettesítette.

A többi piacokon, mint például a nemzetközi hitelek és letétek piaca, a devizapiacok és a kötelező tartalékok piaca, valamint a nemzetközi kereskedelem terén az euro használata stabil maradt.

Az EKB tovább bővítette statisztikai elemzéseit, amely az euro nemzetközi szerepének figyelemmel kísérése és elemzése szempontjából fontos. Például az euroövezeti fizetési mérlegekben és nemzetközi befektetési pozíciókban előforduló hitelt megtestesítő értékpapírok devizanemek szerinti megoszlásáról újonnan gyűjtött adatok elősegítették az euro tőkepiacokon történő nemzetközi használatának követését (ld. 2. fejezet, 4.2 rész). Az EKB kutatást kezdett az euro nemzetközi kereskedelemben történő használatát meghatározó tényezőkről is.

#### **2.2 EGYÜTTMŰKÖDÉS EU-N KÍVÜLI ORSZÁGOKKAL**

Az eurorendszer tovább építi kapcsolatait az EU-n kívüli központi bankok közösségével, elsősorban szemináriumok és műhelyek szervezésével, illetve technikai segítségnyújtással, ami fontos eszközzé vált az intézmények kiépítésében, valamint az európai és nemzetközi standardok megfelelően hatékony betartásában. Ezen kapcsolatok célja, hogy információt gyűjtson és véleményt cseréljen a világ különböző területein végbemenő olyan gazdasági és monetáris folyamatokról, amelyek a világgazdaság helyzetére és az euroövezetre hatással lehetnek. Az eurorendszer fenntartja az öt körülvevő országok központi bankjainak tett együttműködési ajánlatát és nyitott egy kis és állandó technikai segítségért felelős részleget.

Az eurorendszer az Orosz Föderáció központi bankjával másodszor tartott kétoldali magas szintű szemináriumot 2005 októberében Szentpéterváron. A szeminárium fő témája az orosz monetáris és árfolyam-politika volt, illetve azok a bankszektor stabilitásával szembeni kihívások, amelyek többek között abból keletkeztek, hogy rohamosan nőnek a banki és nemzetközi hitelek. A betétek biztosításának kérdése szintén felmerült. Hasonló rendszeres rendezvényeket tervez az EKB, melyek közül a következő az eurorendszer szemináriumára lesz 2006-ban Drezdában, a Deutsche Bundesbank támogatásával.

A „Központi bankok szakembereinek továbbképzése III” elnevezésű projekt, amely az eurorendszer technikai segítségnyújtási programja az orosz központi bank részére a banki felülvizsgálatok területén, 2005. október 31-én fejeződött be. A projekt, amit az EU finanszírozott, 2003 novemberében kezdődött a Technikai Támogatás a Független Államok Közösségek számára program (TACIS) keretében. Az eurorendszer programját az EKB kilenc euroövezeti tagállam központi bankjával és három nem központi banki EU felügyelővel közösen hajtotta

<sup>3</sup> „Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors”, EKB Műhelytanulmányok 32, 2005. július.

vége.<sup>4</sup> A kétéves továbbképzési program célja az volt, hogy segítsen az orosz központi banknak abban, hogy növelje szerepét a bankok ellenőrzésében azáltal, hogy az EU banki ellenőrei által alkalmazott jól bevált gyakorlatról szerzett tudást elsajátítja. Egy általánosabb cél pedig az volt, hogy elősegítse az orosz bankrendszer stabilitását. A projektet elsősorban oroszországi tanfolyamokon és szemináriumokon keresztül valósították meg, melyeken az orosz központi bank 800 ellenőre vett részt. A „Banki ellenőrzés: európai tapasztalatok és orosz gyakorlat” című kiadvány<sup>5</sup>, ami angolul és oroszul jelent meg, fontos része volt a programnak, mivel elősegítette a „know-how” terjedését.

A második és harmadik magas szintű, az eurorendszer által az EU euro-mediterrán partnerek központi bankjainak kormányzói részére szervezett szemináriumot 2005. február 9-én Cannes-ban, illetve 2006. január 25-én Nafplionban tartották. A szeminárium fő témája többek között a központi bankok függetlensége és az utalványozás (Cannes) és a tőkeszámlák liberalizációs folyamata, valamint a monetáris politika működési kereteinek modernizációs folyamata volt (Nafplion).

Az eurorendszer azt a feladatot is magára vállalta, hogy támogassa az egyiptomi központi bankot a banki ellenőrzés felállításában az ország pénzügyi szektorának általános reformjának keretében. Az EKB és négy euroövezeti nemzeti központi bank (a Deutsche Bundesbank, a Görög Központi Bank, a Banque de France és a Banca d'Italia) elkötelezték magukat egy kétéves technikai támogatási program mellett, amit az EU Egyiptomba kinevezett küldöttsége a mediterrán támogatási program (MEDA) keretében alapított. Ez a technikai támogatási program 2005. december 1-jén kezdődött. 2005 októberében az EKB az IMF égisze alatt technikai támogatást nyújt az egyiptomi központi banknak a monetáris politika működési keretének megreformálásában.

Az EKB tovább mélyítette kapcsolatait a nyugat-balkáni országokkal, mivel potenciális EU

jelölt országok (Macedónia Volt Jugoszláv Köztársaság 2005 decemberében megkapta a jelölt státuszt). Az EKB képviselői ellátogattak a Macedón Köztársaság nemzeti bankjába és az albán központi bankba 2005-ben. Miután az EU elfogadta a kétvágányos megoldást Szerbia és Montenegró csatlakozási tárgyalásaival kapcsolatban, az EKB szakemberei ellátogattak a Montenegrói központi bankba is.

Közép-Keleten az EKB továbbfejlesztette kapcsolatait az Öböl Együttműködési Tanács (GCC) főtitkárával és a GCC tagállamainak monetáris ügynökségeivel és központi bankjaival tekintettel arra, hogy ők is egységes valutát kívánnak bevezetni a GCC-tagállamokban<sup>6</sup> 2010-ig.

2005. február 28-án az EKB regionális találkozón vett részt a Dél-Afrikai Fejlesztési Közösség (SADC)<sup>7</sup> központi banki kormányzóinak bizottságával annak érdekében, hogy a regionális integráció és monetáris integrációs folyamatok során szerzett tapasztalatait megossza velük.

Az EKB megerősítette közvetlen kapcsolatait az ázsiai központi bankokkal is: a Bank Indonéziával közösen magas szintű szemináriumot szervezett, amelyre a Kelet-Afrika és Csendes Óceáni Központi Bankok (EMEAP) 11 kormányzóját és az EKB Kormányzótanácsának tagjait meghívta. A 2005 novemberében az EKB-ban megrendezett szeminárium résztvevői megvitatták, hogy hogyan lehetne kiegyensúlyozni

4 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (a finn pénzügyi felügyeleti hatóság), Finansinspektionen (a svéd pénzügyi felügyeleti hatóság) és Financial Services Authority (az Egyesült Királyság pénzügyi felügyeleti hatósága).

5 Ezt a kiadványt az EKB honlapján lehet elérni a 2005. október 13-i sajtóközlemény linkjén: „Completion of central banking training project in Russia” címmel.

6 A GCC hat tagállama: Bahrain, Kuvait, Omán, Katar, Szaúd-Arábia és a Egyesült Arab Emírátsok.

7 A SADC egy regionális tömörülés, amely a következő országokat foglalja magába Afrika déli részén: Angola, Botswana, a Kongói Demokratikus Köztársaság, Lesotho, Madagaszkár, Malawi, Mauritius, Mozambik, Namíbia, Dél-Afrika, Szváziföld, Tanzánia, Zambia és Zimbabwe.

lyozottabb világgazdasági növekedési mintákat követni, áttekintették az eurorendszerben és az ázsiai-csendes-óceáni régióban a közelmúltban lezajlott folyamatokat és az idevágó politikai kérdéseket. A két régió szakemberei tapasztalatot cseréltek a többoldalú makrogazdasági és pénzügyi ellenőrzés kérdéseiben, valamint a határokat átszelő pénzügyi integrációval kapcsolatban világgazdasági szinten, illetve mind az ázsiai-csendes-óceáni, mind az euroövezeti régióban.

A latin-amerikai országokkal fenntartott intézményi kapcsolatokat illetően az EKB megfigyelőként jelen volt az Inter-American Development Bank éves közgyűlésén, amelyet Okinawában április elején tartottak. Mint a Latin-Amerikai Monetáris Tanulmányok közreműködő tagja, az EKB továbbra is részt vesz ennek az intézménynek több rendezvényén is. Ilyen volt például az a két, központi banki kormányzók részére kétévenként megtartott ülés, melyet Cartagénában áprilisban, illetve Washington D.C.-ben szeptemberben tartottak, vagy a Mexikóvárosban októberben megtartott szeminárium a munkások utalványozásáról Latin-Amerikában. Az EKB továbbra is erőfeszítéseket tesz, hogy erősítse a kétoldalú kapcsolatokat a latin-amerikai régió monetáris és más hivatalos intézményeivel (pl. ellátogatott Mexikóba, Brazíliába és Argentínába). 2005 folyamán az EKB Frankfurtban is vendégül látott számos Latin-Amerikából érkező hivatalos küldöttséget.





**Készítő**

David Farrell

**Cím**

Ballynultagh, 2000, (az „Innocent Landscapes” sorozatból)

**Anyag**

Fénykép

**Méret**

100 x 100 cm

© A készítő



# ELSZÁMOLTATHATÓSÁG

# 1 ELSZÁMOLTATHATÓSÁG A KÖZVÉLEMÉNY, VALAMINT AZ EURÓPAI PARLAMENT FELÉ

Az elmúlt néhány évtizedben a központi bankok függetlensége az árstabilitást előtérbe helyező monetáris rendszerek nélkülözhetetlen elemévé vált. Ugyanakkor a modern democráciák egyik alapelve, hogy a köz érdekében működő minden független intézmény tevékenységéről elszámoljon a polgárok és demokratikusan megválasztott képviselőik felé. Egy független központi bank esetében az elszámoltathatóság azt a kötelezettséget jelenti, hogy a bank megindokolja az európai polgároknak és választott képviselőiknek az általa hozott döntéseket, lehetővé téve a központi bank felelős működésének vizsgálatát céljai elérése tekintetében.

Megalakulása óta az EKB mindig elismerte, hogy a monetáris politikai döntéseivel kapcsolatos elszámoltathatósági kötelezettsége alapvető fontosságú, és rendszeres párbeszédet folytatott az európai polgárokkal és az Európai Parlamenttel. Az EKB e téren vállalt elkötelezettségét többek között az is mutatja, hogy 2005-ben számos kiadványt megjelentetett és a Kormányzótanács tagjai az év során nagyszámú előadást tartottak (lásd a 6. fejezet 2. pontját).

A szerződés részletesen taglalja az EKB beszámolási kötelezettségeit a negyedéves jelentésen, a heti pénzügyi beszámolón át az éves jelentés publikálásáig. Az EKB gyakorlatilag többet is teljesít, mint a törvény által előírt követelményei, mivel nemcsak negyedéves beszámolót, hanem havi jelentéseket is készít, havonta sajtótájékoztatókat tart, valamint havi rendszerességgel teszi közzé a Kormányzótanács egyéb döntéseit is, nemcsak a kamatlábra vonatkozókat.

Az EKB elszámoltathatóságát illetően, intézményi szinten, a szerződés rendkívül fontos szerepet szán az Európai Parlamentnek. A szerződés 113. cikkének rendelkezései értelmében az elnök terjesztette az EKB 2004. évi éves jelentését az Európai Parlament plenáris ülése elé 2005-ben. Ezenkívül az elnök továbbra is rendszeresen, negyedévente beszámol a Parlament Gazdasági és Monetáris Bizottságnak (ECON) az EKB monetáris politikájáról és más feladataink a teljesítéséről.

Az Igazgatóság több tagját is meghívták, hogy az Európai Parlament előtt számos alkalommal beszámolót tartson. 2005 áprilisában az alelnök átadta az ECON-nak az EKB 2004. évi éves jelentését is. Októberben a Bizottság eszmecserére hívta meg Lorenzo Bini Smaghit az IMF stratégiai felülvizsgálatával kapcsolatban (lásd a 4. fejezet 2.1 pontját).

A kialakult gyakorlatnak megfelelően, az ECON tagjainak küldöttsége meglátogatta az EKB-t, hogy az Igazgatóság tagjaival különböző kérdésekben véleményt cseréljen. Ezenkívül tárgyalások folytak az Európai Parlament tagjaival az EU-országok értékpapír-elszámolásával kapcsolatban, valamint az euróra vonatkozó kommunikációs kérdésekről különös tekintettel azokra az új EU-tagállamokra, akik az euro bevezetését tervezik. Az EKB továbbra is követi azt az önként vállalt gyakorlatot, hogy megválaszolja az Európai Parlament képviselői által az EKB kompetenciája alá eső írásban benyújtott kérdéseket.

Végül a szerződés 112. cikkének rendelkezése értelmében az Európai Parlament véleményezi az Igazgatóságba jelölt személyeket, mielőtt kineveznék őket. Megbízásának előkészítéseként az Európai Parlament meghívta Lorenzo Bini Smaghit, hogy jelenjen meg az ECON előtt, ismertesse nézeteit és válaszoljon a Bizottság tagjainak kérdéseire. E meghallgatást követően az Európai Parlament jóváhagyta kinevezését.

## 2 AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL FOLYTATOTT MEGBESZÉLÉSEKEN MEGVITATOTT EGYES TÉMÁK

Az EKB és az Európai Parlament közötti véleménycserék folyamán számos kérdés merült fel, melyek közül a monetáris politika szerepelt központi témaként, amikor az elnök megjelent az Európai Parlament előtt. Az ezenkívül felmerült témákat az alábbiakban vázoljuk fel.

### A STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM REFORMJA

Az Európai Parlament és az EKB közötti véleménycserék nagyrészt az állami finanszírozás alakulására és a Stabilitási és Növekedési Paktum reformjára irányultak. A 2005 februárjában elfogadott, a GMU országainak állami finanszírozására vonatkozó határozatában az Európai Parlament arra figyelmeztetett, hogy „a túlzott állami kiadások veszélyeztetik az árstabilitást, az alacsony kamatlábakat és az állami beruházások szintjét, továbbá csökkentik annak a lehetőségét, hogy a demográfiai változások által okozott kihívásokat kezelni lehessen”. A Stabilitási és Növekedési Paktummal kapcsolatban a Parlament üdvözölte a paktum megelőző rendelkezéseit és azt, hogy az adósságszintre és a lisszaboni célkitűzésekre több figyelem irányul. Ugyanakkor kifejezte aggályát azzal kapcsolatban, hogy a paktum javító rendelkezései nem teljesen világosak és sajnálatát fejezte ki amiatt, hogy nem sikerült megerősíteni az Európai Bizottság szerepét.

Az EKB elnöke üdvözölte azt a tényt, hogy a két intézmény véleménye ebben a kérdésben nagyrészt egybeesik. A Gazdasági és Monetáris Bizottság előtti megjelenései alkalmával az elnök hangsúlyozta, hogy a GMU sikeréhez elengedhetetlen a megalapozott fiskális politika. Ebből következően jelezte, hogy a paktum reformja lehetővé teszi a megalapozott fiskális politika iránti elkötelezettség megerősítését, feltéve, hogy módosított keretrendszerét szigorúan és következetesen betartják (lásd a 4. fejezet 1.1. pontját).

### A LISSZABONI STRATÉGIA KÖZÉPTÁVÚ FELÜLVIZSGÁLATA

Az EKB és az Európai Parlament a lisszaboni stratégia középtávú felülvizsgálatát is rendszeresen megvitatta. Az ezzel kapcsolatos határozataiban a Parlament üdvözölte az EU

Tanácsának és az Európai Bizottságnak azon szándékát, hogy új lendületet vigyen a lisszaboni stratégiába és támogatta az új irányítási keretrendszert. A parlament azt is hangsúlyozta, hogy „növekedésorientált, fenntartható makrogazdasági feltételeket kell biztosítani ahhoz, hogy (...) a gazdasági, társadalmi és környezetvédelmi célkitűzések elérhetőek legyenek”. A Parlament sajnálatát fejezte ki amiatt, hogy az Európa Tanács nem fogadta el a Wim Kok elnökletével megalakult magas rangú csoport azon javaslatát, hogy az Európai Bizottság éves kimutatásokat készítsen arról, hogy a tagállamok milyen ütemben haladnak a lisszaboni célkitűzések elérése felé.

Az EKB elnöke szerint a módosított lisszaboni stratégia jó alapul szolgálhat Európa növekedési és foglalkoztatási potenciáljának kiaknázásához. Továbbá egyetértett a Parlament azon nézetével, hogy a növekedés biztosításának és a foglalkoztatottság javításának alapfeltétele a kiegyensúlyozott makrogazdasági környezet kialakítása. Azt is hangsúlyozta, hogy a strukturális reformok végrehajtásához szükség van európai szintű referenciaértékek felállítására és egymás támogatására (lásd a 4. fejezet 1.1. pontját).

### AZ EURÓVAL ÉS A GMU-VAL KAPCSOLATOS KOMMUNIKÁCIÓ

2005-ben az Európai Parlament részletesen átgondolta, hogy milyen kommunikációt folytat a jelenlegi és jövőbeni euroövezeti országok polgárai tekintetében az euróval és a GMU-val kapcsolatban. Márciusban az Európai Parlament erre a kérdésre irányuló jelentéssel megbízott képviselője ellátogatott az EKB-hoz, hogy véleményt cseréljen José Manuel González-Szel, az Igazgatóság tagjával, és néhány EKB szakemberrel. Az Európai Parlament az euróval és a GMU-val kapcsolatos tájékoztatási és kommunikációs stratégiájának végrehajtására vonatkozó határozatában üdvözölte a GMU által nyújtott előnyöket és az eurót „valószínűleg az eddigi legsikeresebb európai projektnek” nevezte. Az egységes közös valuta támogatásának érdekében és azért, hogy az euroövezet jövőbeni tagjait felkészítsék az euro zökkenő-

mentes bevezetésére, az Európai Parlament koherens, igényes és hosszútávú kommunikációs stratégiát sürgetett az euróval és a GMU-val kapcsolatban. Többek között az Európai Parlament azt javasolta, hogy az EKB évente végezzen mennyiségi elemzést arról, hogy a polgárok számára milyen előnyökkel jár a közös valuta bevezetése.

Az Európai Parlament előtti megjelenése alkalmával az elnök hangsúlyozta, hogy az EKB minden alkalmas eszközt fontolóra vesz, amely a közös valuta előnyeit hangsúlyozná. Kifejtette, hogy az euro előnyeinek széleskörű mennyiségi elemzését módszertani problémák és adatkorlátozások nehezíthetik. Az Európai Parlamentnek írt levelében azt is aláhúzta, hogy egy ilyen elemzés olyan kérdéseket vetne fel, amelyek már túlmutatnának a központi bank kompetenciáján.

#### **PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ ÉS SZABÁLYOZÁS**

A pénzügyi integrációval és szabályozással összefüggő kérdések ismét az EKB és az Európai Parlament közötti véleménycsere fő témái között szerepeltek. Az Európai Parlament különösen nagy figyelmet szentelt a KBER-nek, valamint az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottságának (CESR) az értékpapír-elszámolás és -kiegyenlítés területén folytatott tevékenységével kapcsolatban. Az ezzel a kérdéssel kapcsolatos, 2005 júliusában jóváhagyott határozatában az Európai Parlament leszögezte, hogy a KBER-CESR-standardok (lásd a 3. fejezet 4.3 pontját) nem determinálhatják az EU jogalkotását, valamint szorgalmazta a kérdésben érintett felek széleskörű és nyitott párbeszédét.

Az elnök hangsúlyozta, hogy a standardok az értékpapír-elszámolás és -kiegyenlítés biztonságos és integrált infrastruktúrájának kialakításában fontos szerepet játszottak és a KBER és a CESR döntéseiket nyitott és átlátható módon hozták a piaci résztvevőkkel folytatott széleskörű konzultációt követően. Azt is elmondta, hogy a KBER-CESR standardok nem ragadták magukhoz a jogalkotást és nem zárták ki annak lehetőségét sem.

#### **EUROÉRMÉK ÉS BANKJEGYEK**

2005-ben felmerült a nagyon kis címletű eurobankjegyek kiadásának lehetősége is. Azonkívül, hogy erről írásban kérdéseket intézett az elnökhöz, az Európai Parlament nyilatkozatot fogadott el, amely arra szólította fel az Európai Bizottságot, az EU- Tanácsot és az EKB-t, hogy ismerje el a €1 és €2 címletű bankjegyek kiadásának szükségességét.

2004-ben a Kormányzótanács úgy döntött, hogy nem vezeti be a nagyon kis címletű eurobankjegyeket, mivel a bevezetés ellen több érv szólt, mint mellette. A Kormányzótanács döntését azzal indokolta, hogy a nagyon kis címletű bankjegyek kiadását a lakosság nagy része nem támogatta, hogy ezen bankjegyek bevezetése harmadik fél részére gyakorlati problémákat vet fel és hogy a nyomtatás és a kezelés költsége magas lenne. Az elnök elmondta, hogy mivel nem merültek fel újabb érvek, a Kormányzótanács nem változtatta meg álláspontját.



**Készítő**

Natividad Bermejo

**Cím**

Duérmete niño, 2000

**Anyag**

Grafit, papír

**Méret**

145 x 212 cm

© EKB és a készítő



**6. FEJEZET**

# **KÜLSŐ KOMMUNIKÁCIÓ**



# 1 KOMMUNIKÁCIÓS POLITIKA

A kommunikáció fontos szerepet játszik az EKB monetáris politikájában és egyéb feladatainak teljesítésében. Két alapelv, a nyitottság és az átláthatóság határozza meg az EKB kommunikációs tevékenységét. Mindkét elv hozzájárul ahhoz, hogy az EKB monetáris politikája hatékony, eredményes és hiteles legyen, és elősegíti az EKB-nak azt a törekvését is, hogy számot adjon minden tevékenységéről, mint arról az 5. fejezetben részletesen írtunk.

Az EKB monetáris politikájának, értékeléseinek és döntéseinek 1999-ben bevezetett valós idejű, rendszeres és részletes magyarázata egyedülállóan nyitott és átlátható központi banki kommunikációt jelent. A monetáris politikával kapcsolatos döntéseket közvetlenül a Kormányzótanács döntést meghozó ülése után megtartott sajtókonferencián indokolják meg. Egy részletes bevezető nyilatkozat után az elnök és alelnök a média rendelkezésére állnak, válaszolnak a kérdésekre. 2004 decembere óta a kamatpolitikai döntéseken túl a kormányzótanácsi döntésekről is minden hónapban közlemény jelenik meg az eurorendszer központi bankjainak honlapjain.

Az EKB jogszabályait az EU húsz hivatalos nyelvére le kell fordítani, hasonlóan az eurorendszer konszolidált pénzügyi jelentéseihez. A törvény által előírt egyéb kiadványokat (az Éves jelentést, a Havi jelentés negyedévenkénti kiadásait és a Konvergenciajelentést) az EU 20 hivatalos nyelve közül 19 nyelvre kell lefordítani.<sup>1</sup> Az EKB, annak érdekében, hogy Európa polgáraival és választott képviselőivel szembeni beszámolási kötelezettségét teljesítse és az átláthatóságot biztosítsa, egyéb dokumentációt is kiad minden hivatalos nyelven. Ilyenek például a monetáris politikai döntésekről szóló sajtóközlemények, szakértők makrogazdasági prognózisa és a közvéleményt érintő más politikai állásfoglalások. Az EKB főbb kiadványainak nemzeti nyelven megjelenő változatainak elkészítése, kiadása és terjesztése az NKB-kal szorosan együttműködve történik.

<sup>1</sup> A máltai nyelv ez alól ideiglenesen kivétel.

## 2 KOMMUNIKÁCIÓS TEVÉKENYSÉG

Az EKB-nak különböző hallgatóságokat kell megszólítani (pl. pénzügyi szakembereket, a médiát, kormányokat, parlamenteket és a közvéleményt), akiknek a pénzügyi és közgazdasági ismeretei igen eltérőek. Ezért feladatait és monetáris politikai döntéseit különböző kommunikációs eszközök segítségével és változatos tevékenységeken keresztül indokolja meg, melyeket folyamatosan finomítanak a hatékonyabb informálás érdekében.

Az EKB számos tanulmányt és jelentést készít. Az Éves jelentés az EKB előző évi tevékenységéről ad képet és ezzel segít abban, hogy az EKB tevékenységét számon lehessen kérni. A Havi jelentés az EKB-nak a gazdasági és monetáris folyamatok alakulásáról szóló legfrissebb értékelését tartalmazza, illetve a döntéseit megalapozó részletes információkat. Az EKB a Füzetek és Műhelytanulmányok megjelentetésével, illetve tudományos konferenciák, szemináriumok és műhelyek megrendezésével a kutatások eredményeinek közlését is elősegíti.

2005-ben az EKB az euroövezet nemzeti központi bankjaival együttműködésben egy oktatási segédeszközt készített tizenéves fiatalok és tanáraik számára. Ennek az új tájékoztató anyagnak az a célja, hogy széles és közérthető áttekintést nyújtson arról, miért fontos az árstabilitás a hosszú távú fejlődés biztosítása szempontjából és hogyan alakítja az EKB monetáris politikáját e cél elérése érdekében. Az euroövezet nyelvein elkészített és az euroövezet mintegy 50 000 középiskolájába eljuttatandó információs csomag tartalmaz egy nyolcperces filmet, a tanulók számára rövid tájékoztatókat és az oktatók számára egy könyvecskét. A csomag az EU összes hivatalos nyelvén letölthető az EKB honlapjáról.

Az EKB módszertani fejlesztéseket is végrehajtott. Az egyik a monetáris politikai döntései kommunikációját, a másik a bejelentéseinek a nyilvánosság számára történő hozzáférését illeti. 2005 februárja óta a havonta megtartott sajtókonferenciákat élőben közvetítik az EKB honlapján keresztül. Emellett a kapcsolódó kép-



és hanganyagok röviddel a tájékoztatót követően a közvélemény rendelkezésére állnak.

Az EKB a BIS-szel és a G10 központi bankjaival közösen új kiadványt jelentetett meg „International Journal of Central Banking” címmel, melynek első negyedéves száma 2005. május 19-én jelent meg. Ez a kiadvány az EKB politikájához kapcsolódó cikkeket tartalmaz a központi bankok elméleti és gyakorlati kérdéseiről, különös tekintettel a monetáris politikával és a pénzügyi stabilitással kapcsolatos kutatásokra.

A Kormányzótanács minden tagja közvetlenül is tájékoztatja a közvéleményt az EKB feladatairól és politikájáról oly módon, hogy felszólal az Európai Parlamentben és a nemzeti parlamentekben, nyilvános beszédeket tart és megjelenik a médiában. 2005-ben a Kormányzótanács tagjai mintegy 220 beszédet tartottak és számos interjút adtak, illetve cikkeket jelentettek meg folyóiratokban, magazinokban és újságokban.

Az euroövezet nemzeti központi bankjai szintén fontos szerepet játszanak abban, hogy nemzeti szinten is tájékoztassák a közvéleményt és az érdekelt feleket az euróról és az eurorendszer tevékenységéről. Saját nyelvükön és környeze-

tükben is megszólítják a különböző regionális és nemzeti közönségeket.

Az EKB látogatócsoportokat is fogad frankfurti székhelyén. 2005-ben mintegy 8 000 látogató kapott első kézből tájékoztatást az EKB szakemberei által megtartott előadások és prezentációk keretében. A látogatók többsége egyetemi hallgató vagy pénzügyi szakember.

Az EKB által kiadott minden dokumentum és az EKB különböző tevékenységei megtalálhatók az EKB honlapján. 2005-ben különböző csatornákon mintegy 65 000 kérdés érkezett és került feldolgozásra.

Az EKB évente Kulturális Napok programot rendez, melynek célja, hogy az EU-tagállamok kulturális sokszínűségét és élénkségét közelebb hozza az emberekhez és az EKB saját dolgozóihoz is. 2005-ben a Kulturális napok programja Magyarországra koncentrált, míg 2003-ban Portugáliára és 2004-ben Lengyelországra. A kulturális programot a Magyar Nemzeti Bankkal szoros együttműködésben bonyolította le az EKB november 2. és 28. között.



**Készítő**

Pedro Proença

**Cím**

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

**Anyag**

Akril vásznon

**Méret**

200 x 150 cm

© EKB és a készítő



**INTÉZMÉNYRENDSZER,  
SZERVEZETI FELÉPÍTÉS ÉS  
ÉVES BESZÁMOLÓK**



# 1 AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ SZERVEI ÉS IRÁNYÍTÁSI RENDSZERE

## 1.1 AZ EUORENDSZER ÉS A KÖZPONTI BANKOK EURÓPAI RENDSZERE



Az eurorendszer az euroövezet központi bankjainak rendszere. Tagjai az Európai Központi Bank és annak a 12 tagállamnak a nemzeti központi bankjai, amelyek pénzneme az euro. A Kormányzótanács azért vezette be az „eurorendszer” fogalmát, hogy megkönnyítse az euroövezeti központi banki tevékenység megértését. A kifejezés a közös identitást, a tagok közötti csapatmunkát és együttműködést hangsúlyozza. Az EKB és az euroövezeti nemzeti központi bankok 2005. januárban nyilatkozatot tettek közzé honlapjukon az eurorendszer küldetéséről, valamint azokról a stratégiai célokról és szervezeti alapelvekről, amelyeket az eurorendszer funkcióinak teljesítése az összes tagországtól megkíván.

A KBER az EKB-ból és az EU összes tagállamnak nemzeti központi bankjából áll (jelenleg 25),

azaz azon tagállamok nemzeti központi bankjait is magában foglalja, amelyek még nem vezették be az eurót. Amíg vannak olyan tagállamok, amelyek nem vezették be az eurót, meg kell különböztetni az eurorendszert és a KBER-t.

Az EKB a nemzetközi közjog értelmében jogi személyiséggel rendelkezik. Az eurorendszer és a KBER alapintézményeként jött létre azzal a feladattal, hogy a két rendszert a saját vagy a nemzeti központi bankok tevékenységén keresztül működtesse.

Minden NKB saját országa nemzeti jogrendszerének megfelelően jogi személyiséggel rendelkezik. Az eurorendszer szerves részét képező euroövezetbeli nemzeti központi bankok az EKB döntéshozó szervei által megállapított sza-



bályoknak megfelelően az eurorendszer számára meghatározott feladatokat teljesítik. A nemzeti központi bankok ezenkívül az eurorendszer és a KBER munkájához is hozzájárulnak azáltal, hogy részt vesznek a két rendszer különféle bizottságaiban (lásd 1.5). Saját felelősségükre az eurorendszerhez nem kapcsolódó feladatokat is elláthatnak, de csak abban az esetben, ha a Kormányzótanács szerint ezek nem ütköznek az eurorendszer céljaival és feladataival.

Az eurorendszert és a KBER-t a Kormányzótanács és az Igazgatóság, az EKB döntéshozó szervei irányítják. Az Általános Tanács az EKB harmadik döntéshozó szerve és mindaddig működik, amíg vannak olyan EU-tagállamok, amelyek még nem vezették be az eurót. A döntéshozó szervek működését a szerződés, a KBER alapokmánya és a vonatkozó eljárási szabályzat rendelkezései szabályozzák.<sup>1</sup> Az eurorendszerben és a KBER-ben a döntéshozatal központosított. Az EKB és az euroövezetbeli nemzeti központi bankok azonban együttesen hozzájárulnak ahhoz, hogy stratégiai és működési szempontból teljesíteni tudják a közös célokat, miközben a KBER alapokmányának megfelelően a decentralizáció elvét is tiszteletben tartják.

## 1.2 A KORMÁNYZÓTANÁCS

A Kormányzótanács az EKB Igazgatóságának tagjaiból és azon országok nemzeti központi bankjainak elnökeiből áll, amelyek bevezették az eurót. A szerződés értelmében a Kormányzótanács fő feladatai:

- az eurorendszerre ruházott feladatok ellátásához szükséges iránymutatások elfogadása és döntések meghozatala;
- az euroövezet monetáris politikájának kialakítása. Ide tartoznak a közbülső monetáris célokra, az irányadó kamatokra és az eurorendszerben a jegybanki tartalékképzésre vonatkozó döntések, továbbá a végrehajtásukhoz szükséges iránymutatások meghatározása.

A Kormányzótanács rendszerint havonta kétszer ülésezik az EKB németországi, majna-frankfurti székhelyén. A hónap első ülésén mélyrehatóan elemzi egyebek közt a monetáris és gazdasági folyamatokat, és döntéseket hoz velük kapcsolatban, míg a második ülésen általában az EKB és az eurorendszer más feladataira és kötelezettségeire vonatkozó kérdéseket tárgyal. 2005-ben két ülést Frankfurton kívül tartottak: az egyiket a Deutsche Bundesbank szervezte Berlinben, a másikat a Bank of Greece Athénban.

Amikor a Kormányzótanács tagjai monetáris politikára, illetve az EKB és az eurorendszer más feladataira vonatkozó döntést hoznak, a tagok nem nemzetük képviselőjeként, hanem teljesen független személyként döntenek. Ezt támasztja alá az „egy tag, egy szavazat” elv is, amelyet a Kormányzótanács alkalmaz.

<sup>1</sup> Az EKB eljárási szabályzatával kapcsolatban lásd az EKB/2004/2 határozatot (2004. február 19.) az Európai Központi Bank eljárási szabályzatának elfogadásáról, HL L 80., 2004.3.18., 33. o.; az EKB/2004/12 határozatot (2004. június 17.) az EKB Általános Tanácsa eljárási szabályzatának elfogadásáról, HL L 230., 2004.6.30., 61. o.; és az EKB/1999/7 határozatot (1999. október 12.) az EKB Igazgatóságának eljárási szabályzatáról, HL L 314., 1999. 12. 8., 34. o. Ezek a szabályzatok az EKB honlapján is megtalálhatók.

## A KORMÁNYZÓTANÁCS



### Hátsó sor (balról jobbra):

Lorenzo Bini Smaghi,  
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

### Középső sor (balról jobbra):

Jaime Caruana, Vítor Constâncio,  
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,  
John Hurley, Guy Quaden

### Jean-Claude Trichet

az EKB elnöke

### Lucas D. Papademos

az EKB alelnöke

### Lorenzo Bini Smaghi (2005. június 1-jétől)

az EKB Igazgatóságának tagja

### Jaime Caruana

a Banco de España elnöke

### Vítor Constâncio

a Banco de Portugal elnöke

### Vincenzo Desario

(2005. december 20-tól 2006. január 15-ig)

a Banca d'Italia megbízott elnöke

### Mario Draghi (2006. január 16-tól)

a Banca d'Italia elnöke

### Antonio Fazio (2005. december 19-ig)

a Banca d'Italia elnöke

### Nicholas C. Garganas

a Bank of Greece elnöke

### José Manuel González-Páramo

az EKB Igazgatóságának tagja

### John Hurley

a Central Bank and Financial Services Authority of  
Ireland elnöke

### Otmar Issing

az EKB Igazgatóságának tagja

### Klaus Liebscher

az Oesterreichische Nationalbank elnöke

### Erkki Liikanen

a Suomen Pankki – Finlands Bank elnöke

### Yves Mersch

a Banque centrale du Luxembourg elnöke

### Christian Noyer

a Banque de France elnöke

### Tommaso Padoa-Schioppa (2005. május 31-ig)

az EKB Igazgatóságának tagja

### Guy Quaden

a Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique elnöke

### Gertrude Tumpel-Gugerell

az EKB Igazgatóságának tagja

### Axel A. Weber

a Deutsche Bundesbank elnöke

### Nout Wellink

a De Nederlandsche Bank elnöke

### I.3 AZ IGAZGATÓSÁG

Az Igazgatóság az EKB elnökéből, alelnökéből és az euroövezetbeli tagországok állam-, illetve kormányfőinek közös megegyezése alapján kinevezett négy további tagból áll. A rendszerint hetente egyszer ülésező Igazgatóság fő feladatai a következők:

- előkészíti a Kormányzótanács üléseit;
- megvalósítja az euroövezet monetáris politikáját a Kormányzótanács iránymutatásainak és döntéseinek megfelelően, ennek

keretében megfelelő utasításokkal látja el az euroövezet nemzeti központi bankjait;

- ellátja az EKB aktuális ügyviteli feladatait;
- gyakorolja a Kormányzótanács által ráruházott hatásköröket, ideértve néhány szabályozási hatáskört is.

Az Irányító Bizottság, amelynek elnöki tisztét az Igazgatóság egyik tagja látja el, az Igazgatóságnak ad tanácsot és nyújt segítséget az EKB gazdálkodásával, üzleti terveivel és éves költségvetési folyamataival kapcsolatban.

**Hátsó sor (balról jobbra):**  
Lorenzo Bini Smaghi,  
José Manuel González-Páramo,  
Otmar Issing

**Első sor (balról jobbra):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet  
(az EKB elnöke),  
Lucas D. Papademos  
(az EKB alelnöke)



**Jean-Claude Trichet**

az EKB elnöke

**Lucas D. Papademos**

az EKB alelnöke

**Lorenzo Bini Smaghi** (2005. június 1-jétől)

az EKB Igazgatóságának tagja

**José Manuel González-Páramo**

az EKB Igazgatóságának tagja

**Otmar Issing**

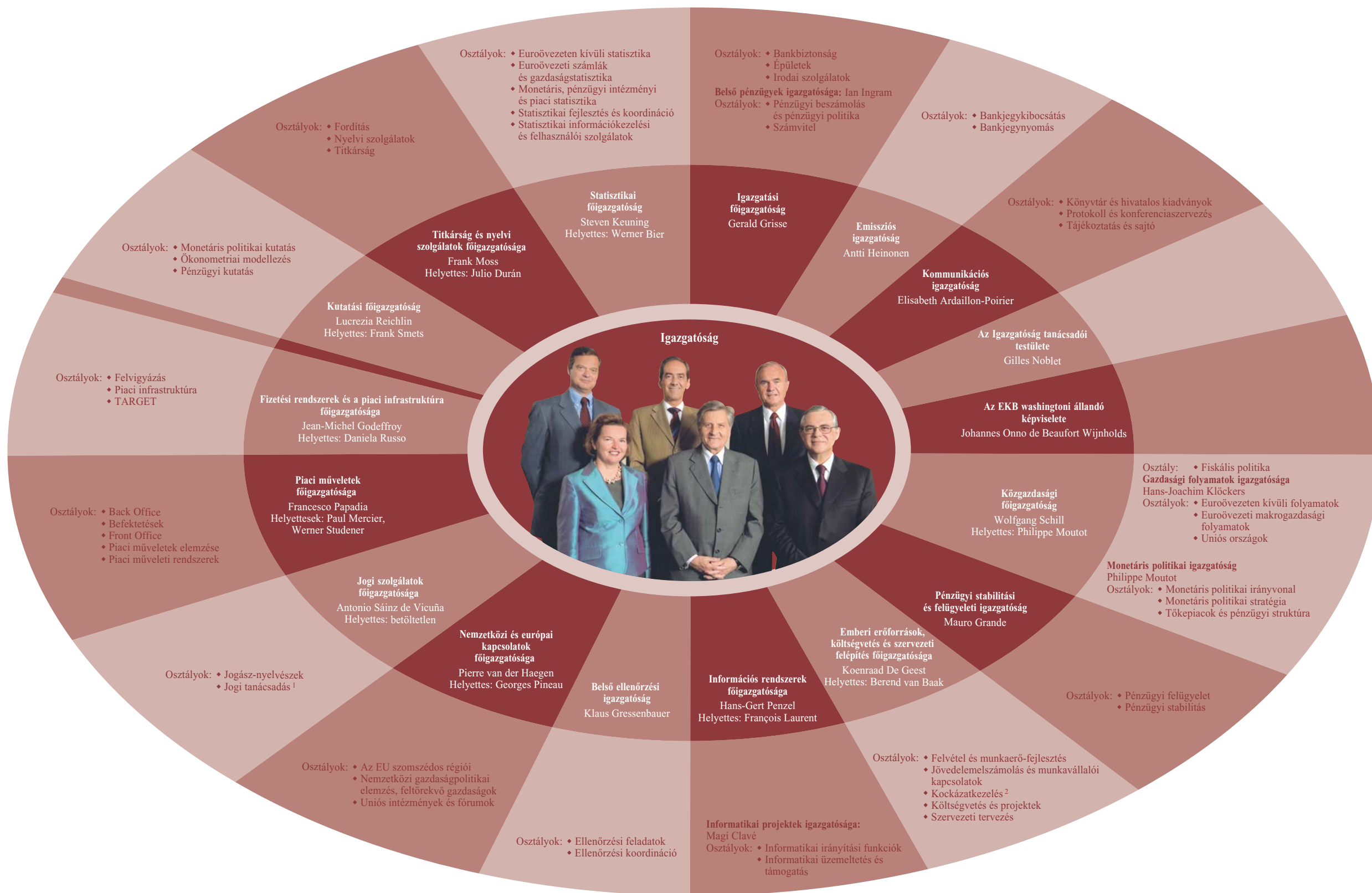
az EKB Igazgatóságának tagja

**Tommaso Padoa-Schioppa** (2005. május 31-ig)

az EKB Igazgatóságának tagja

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

az EKB Igazgatóságának tagja



**Igazgatóság**

Hátsó sor (balról jobbra): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing  
 Elülső sor (balról jobbra): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (elnök), Lucas D. Papademos (alelnök)

<sup>1</sup> Idetartozik az adatvédelmi funkció.  
<sup>2</sup> Közvetlenül az Igazgatóságnak számol be.

#### I.4 AZ ÁLTALÁNOS TANÁCS

Az Általános Tanács az EKB elnökéből, alelnökéből és az összes EU-tagállam nemzeti központi bankjainak elnökeiből áll.

Elsősorban azokat a feladatokat végzi, amelyeket az Európai Monetáris Intézettől azért vett át az EKB, mert még nem minden tagállam vezette be az eurót. 2005-ben az Általános Tanács négy alkalommal ült össze. 2005 márciusában az Általános Tanács úgy döntött, hogy attól a nap-

tól fogva, hogy Bulgária és Románia aláírta a csatlakozási szerződést, meghívja a két ország központi bankjának elnökét mint megfigyelőt az üléseire. A döntés összhangban volt azzal a 2003-as gyakorlattal, amelyet az akkori csatlakozó országok központi bankjainál alkalmaztak, és célja hogy a KBER-tagság előkészítéseként erősítsék az együttműködést a csatlakozó országok központi bankjaival. 2005. június 16-án a bolgár és román központi bankok elnökei első ízben vettek részt megfigyelőként az Általános Tanács ülésén.



##### Hátsó sor (balról jobbra):

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

##### Középső sor (balról jobbra):

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Járαι

##### Első sor (balról jobbra):

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersen, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden

Megjegyzés: Mervyn King és Ivan Šramko nem volt jelen azon az ülésen, amelyen a fénykép készült.

**Jean-Claude Trichet** az EKB elnöke  
**Lucas D. Papademos** az EKB alelnöke  
**Bodil Nyboe Andersen** (2005. október 31-ig)  
a Danmarks Nationalbank elnöke  
**Leszek Balcerowicz**  
a Narodowy Bank Polski elnöke  
**Nils Bernstein** (2005. november 1-jétől)  
a Danmarks Nationalbank elnöke  
**Michael C. Bonello**  
a Central Bank of Malta elnöke  
**Jaime Caruana** a Banco de España elnöke  
**Christodoulos Christodoulou**  
a Central Bank of Cyprus elnöke  
**Vítor Constâncio** a Banco de Portugal elnöke  
**Vincenzo Desario**  
(2005. december 20-tól 2006. január 15-ig)  
a Banca d'Italia megbízott elnöke  
**Mario Draghi** (2006. január 16-tól)  
a Banca d'Italia elnöke  
**Antonio Fazio** (2005. december 19-ig)  
a Banca d'Italia elnöke  
**Nicholas C. Garganas**  
a Bank of Greece elnöke  
**Mitja Gaspari** a Banka Slovenije elnöke  
**Lars Heikensten** (2005. december 31-ig)  
a Sveriges Riksbank elnöke  
**John Hurley**  
a Central Bank and Financial Services  
Authority of Ireland elnöke

**Stefan Ingves** (2006. január 1-jétől)  
a Sveriges Riksbank elnöke  
**Zsigmond Járαι** a Magyar Nemzeti Bank elnöke  
**Mervyn King** a Bank of England elnöke  
**Vahur Kraft** (2005. június 6-ig)  
az Eesti Pank elnöke  
**Klaus Liebscher**  
az Oesterreichische Nationalbank elnöke  
**Erkki Liikanen**  
a Suomen Pankki – Finlands Bank elnöke  
**Andres Lipstok** (2005. június 7-től)  
az Eesti Pank elnöke  
**Yves Mersch**  
a Banque centrale du Luxembourg elnöke  
**Christian Noyer** a Banque de France elnöke  
**Guy Quaden**  
a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique elnöke  
**Ilmārs Rimšēvičs**  
a Latvijas Banka elnöke  
**Reinoldijus Šarkinas**  
a Lietuvos bankas Igazgatóságának elnöke  
**Ivan Šramko**  
a Národná banka Slovenska elnöke  
**Zdeněk Tůma**  
a Česká národní banka elnöke  
**Axel A. Weber** a Deutsche Bundesbank elnöke  
**Nout Wellink**  
a De Nederlandsche Bank elnöke

## 1.5 AZ EUORENDSZER/KBER SZAKBIZOTTSÁGAI, A KÖLTSÉGVETÉSI BIZOTTSÁG ÉS AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK KONFERENCIÁJA



Az eurorendszer/KBER-szakbizottságok továbbra is nagy segítséget nyújtanak az EKB döntéshozó szerveinek munkájuk elvégzésében. Mind a Kormányzótanács, mind az Igazgatóság felkérésére a bizottságok szakterületükön szerzett tapasztalataikkal elősegítik a döntési folyamatot. A bizottságok tagjai rendszerint kizárólag az eurorendszer központi bankjainak munkatársai közül kerülhetnek ki. Az eurót még be nem vezető tagállamok nemzeti központi bankjai azonban részt vesznek a bizottságok ülésein, ha ott az Általános Tanács kompetenciája alá eső kérdéseket tárgyalnak. Amikor ez indokolt, más érintett szervezetet is meghívunk, mint például a Bankfelügyeleti Bizottság esetében a nemzeti felügyeleti szervezetet. Bulgária és Románia EU-csatlakozási szerződésének 2005. áprilisi aláírása óta a két ország központi bankjainak szakértő megfigyelőit is meghívják a

KBER-szakbizottságok üléseire, ha ott az Általános Tanács hatáskörébe tartozó kérdéseket tárgyalnak. Ez az eljárás összhangban van az Általános Tanács döntésével, miszerint a két nemzeti bank elnökét meghívják a tanács üléseire. Jelenleg 12 eurorendszer/KBER-szakbizottság működik, valamennyi az EKB Működési Szabályzatának 9. cikke alapján.

A Költségvetési Bizottság, amely az EKB Működési Szabályzatának 15. cikke alapján jött létre, az EKB költségvetésével kapcsolatos kérdésekben nyújt segítséget az Általános Tanácsnak.

2005 novemberében a Kormányzótanács a Működési Szabályzat 9a cikke alapján létrehozta az Emberi Erőforrások Konferenciáját (lásd e fejezet 2. részét).

## 1.6 IRÁNYÍTÁSI RENDSZER

A döntéshozó szerveken kívül az EKB irányítási rendszeréhez tartozik még számos külső és belső ellenőrzési szint, valamint azok az előírások, amelyek a nyilvánosság hozzáférését szabályozzák az EKB dokumentumaihoz.

### KÜLSŐ ELLENŐRZÉSI SZINTEK

A KBER alapokmánya két külső ellenőrzési szintet ír elő: a külső könyvvizsgálót<sup>2</sup>, aki az EKB éves beszámolóit auditálja (a KBER alapokmányának 27.1. cikke) és az Európai Számvevőszéket, amely az EKB ügyvezetésének működési hatékonyságát vizsgálja (27.2. cikk). Az Európai Számvevőszék éves jelentése és az EKB arra adott válasza megtalálható az EKB honlapján, illetve az Európai Unió Hivatalos Lapjában.

2002 augusztusában a Kormányzótanács úgy döntött, hogy a közvéleményt leginkább azzal győzheti meg az EKB külső könyvvizsgálójának függetlenségéről, ha a könyvvizsgáló cégek váltják egymást ebben a pozícióban. Ezt a szempontot azóta is érvényesítik az EKB külső könyvvizsgálójának kijelölésekor.

### BELSŐ ELLENŐRZÉSI SZINTEK

Az EKB belső ellenőrzési rendszere funkcionális megközelítésen alapul. A belső ellenőrzésért és hatékonyságért az egyes szervezeti egységek (osztály, főosztály, igazgatóság vagy főigazgatóság) saját maguk felelősek. Ennek érdekében saját felelősségi körükön belül operatív ellenőrzési eljárásrendet állítanak fel, és meghatározzák a kockázat elfogadható szintjét. Például egy szabályokból és eljárásokból álló rendszer – az ún. kínai fal – hivatott megelőzni, hogy adott esetben a monetáris politika végrehajtásáért felelős területekről bennfentes információk jussanak el az EKB devizatartalék- és sajtóttőke-portfóliójának kezeléséért felelős területekhez. Az egyes szervezeti egységek által gyakorolt ellenőrzési mechanizmusokon kívül az Emberi erőforrások, költségvetés és szervezeti felépítés főigazgatóságának osztályai is figyelemmel kísérik az ellenőrzés folyamatát, és az EKB egészét tekintve javaslatokat tesznek

a kockázatok meghatározásának, megítélésének és csökkentésének hatékonyabb módozataira.

Az EKB ellenőrzési és kockázatkövető rendszerétől függetlenül az Igazgatóság felügyelete alatt a Belső ellenőrzési igazgatóság is hajt végre könyvvizsgálói feladatokat. A belső ellenőrök, akik mandátumát az EKB Ellenőrzési Chartájában<sup>3</sup> fogalmazták meg, szűrőpróbaszerűen mérik fel és értékelik az EKB belső felügyeleti rendszerének alkalmasságát és hatékonyságát, valamint azt, hogy az EKB a rábízott feladatokat milyen minőségben teljesíti. Ezek az ellenőrzések „A belső ellenőrzések szakmai gyakorlatának nemzetközi normái”-ra épülnek, amelyeket a Belső Könyvvizsgálati Intézet írt elő.

Az eurorendszer/KBER bizottságai közül az EKB és a nemzeti központi bankok belső könyvvizsgáló osztályainak vezetőiből álló Belső Könyvvizsgáló Bizottságnak a feladata, hogy koordinálja az eurorendszer/KBER közös projektjeinek és működési rendszereinek ellenőrzését.

Az EKB-n belül két magatartási kódex van érvényben. Az első a Kormányzótanács tagjaira vonatkozik és azt tükrözi, hogy felelősséggel tartoznak az eurorendszer integritásának és hírnevének megőrzéséért, valamint hatékony működésének fenntartásáért<sup>4</sup>. A magatartási kódex útmutatást nyújt és etikai irányelveket állít fel a Kormányzótanács tagjai és helyettesei számára, ha azok a Kormányzótanács tagjaként látják el funkcióikat. A Kormányzótanács kinevezett egy tanácsadót is, aki a szakmai magatartást érintő kérdésekben segíti a tanács tagjait. Az EKB másik magatartási kódexe útmutatást nyújt és irányelveket állít fel az intézmény alkalmazottai és az Igazgatóság

2 2002-ben, tenderezési eljárást követően a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft céget nevezték ki az EKB külső könyvvizsgálójának, melynek mandátuma öt évre, a 2003 és 2007 közötti pénzügyi évekre szól.

3 Ez a Charta az EKB-nál zajló könyvvizsgálási folyamatok átláthatóságának megkönnyítése érdekében az EKB honlapján is megtalálható.

4 Lásd a Kormányzótanács tagjaira vonatkozó Magatartási kódexet, HL C 123., 2002.5.24., 9. o. és az EKB honlapját.

tagjai számára. A fent említett személyektől kivétel nélkül elvárható, hogy munkájuk során példamutató szakmai etikával járjanak el.<sup>5</sup>

Az EKB bennfentes kereskedelem ellen irányuló szabályzata értelmében az EKB alkalmazottai és az Igazgatóság tagjai számára tilos a számukra hozzáférhető belső információk hasznoszerzés céljából történő akár közvetlen, akár közvetett felhasználása magánjellegű pénzügyi tevékenység során, sem saját kockázatra és számlára, sem pedig harmadik fél kockázatára és számlájára.<sup>6</sup> Az Igazgatóság által megbízott etikai tanácsadó feladata ezen szabályzat következetes értelmezése.

### CSALÁSELLENES INTÉZKEDÉSEK

1999-ben az Európai Parlament és az EU Tanácsa elfogadott egy rendeletet<sup>7</sup> (az ún. „OLAF-rendeletet”) az Európai Csalásellenes Bizottság által lefolytatott vizsgálatokról, a csalásokkal, a korrupcióval, valamint a Közösségek pénzügyi érdekeit sértő jogellenes cselekedetekkel szembeni küzdelem fokozására. A jogszabály egyebek között felhatalmazza az OLAF-ot, hogy a közösségi intézményekben, szervezetekben, hivatalokban és ügynökségeken csalás gyanúja alapján belső vizsgálatokat folytasson.

Az OLAF-rendelet előírja a fenti intézményeknek, hogy hozzanak határozatot, melynek alapján az OLAF náluk is le tudja folytatni ezeket a vizsgálatokat. 2004 júniusában a Kormányzótanács határozatot<sup>8</sup> hozott az Európai Csalásellenes Bizottság az Európai Központi Bankban lefolytatandó vizsgálatának feltételeiről. A határozat 2004. július 1-jén lépett életbe.

### AZ EKB DOKUMENTUMAINAK HOZZÁFÉRHETŐSÉGE

2004 márciusában az EKB határozatot hozott dokumentumainak hozzáférhetőségéről.<sup>9</sup> E határozat célja, hogy az EKB jogi keretrendszere összhangban legyen azokkal a célkitűzésekkel és előírásokkal, amelyeket a többi közösségi intézmény dokumentumai hozzáférhetőségével kapcsolatban alkalmaz. Elősegíti az átláthatóságot, ugyanakkor figyelembe veszi az EKB és a nemzeti központi bankok függetlenségét, valamint biztosítja az EKB feladataival

kapcsolatos bizonyos speciális információk titkosságát. 2005-ben továbbra is csak korlátozott számban érkeztek hozzáférhetőséggel kapcsolatos kérelmek.

5 Lásd az Európai Központi Bank magatartási kódexét, az Európai Központi Bank ügyrendjének 11.3. cikkével összhangban, HL C 76., 2001.3.8., 12. o. és az EKB honlapját.

6 Lásd az EKB személyzeti szabályzatának 1.2. részét, amely tartalmazza a példamutató szakmai magatartás és titoktartás szabályait, HL C 92., 2004.4.16., 31. o. és az EKB honlapját.

7 Az Európai Parlamentnek és Tanácsnak az Európai Csalásellenes Bizottság vizsgálatáról szóló (OLAF) 1073/1999/EK rendelete (1999. május 25.), HL L 136., 1999.5.31., 1. o.

8 Az Európai Csalásellenes Bizottságnak az Európai Központi Bankot érintő, a csalás, a korrupció és az Európai Közösségek pénzügyi érdekeit sértő bármely más jogellenes tevékenység megelőzésével kapcsolatos vizsgálatának szabályairól, valamint az EKB munkatársai alkalmazási feltételeinek módosításáról szóló Határozat (EKB/2004/11). Ezt a Határozatot az Európai Bíróság 2003. július 10-i ítéletére adott válaszként fogadták el, amelyet a Bizottság kontra az Európai Központi Bank ügyben hoztak (Case C-11/00).

9 HL L 80., 2004.3.18., 42. o.



## 2 SZERVEZETI VÁLTOZÁSOK

### 2.1 EMBERI ERŐFORRÁSOK

#### AZ EKB ALKALMAZOTTJAI

2005-ben az EKB költségvetése összesen 1369,5 teljes munkaidős állást irányzott elő, szemben a 2004-es 1362,5-del. 2005 végén az EKB-nak 1360 állandó vagy határozott időszakra, de legalább egy évre szóló szerződés alapján dolgozó alkalmazottja volt, ami 1351 teljes munkaidős állásnak felelt meg.<sup>10</sup> 2005. május 15-e óta az EKB az Európai Unióhoz csatlakozó két újabb ország, Bulgária és Románia állampolgárainak jelentkezését is elfogadja. A teljes munkaidős állásba, bankon kívülről felvett vezetői és tanácsadói pozíciókba határozott idejű, öt évre szóló szerződést, a többi újonnan felvett alkalmazottal pedig ugyancsak határozott idejű, de három évre szóló szerződést kötöttek.

2005-ben az EKB 106 egy évnél rövidebb időre szóló szerződést kötött az átmeneti munkaerőhiány kiküszöbölésére (a gyermekgondozási, szülői vagy fizetés nélküli szabadságon levő alkalmazottak helyettesítésére). 2004-ben 123 ilyen szerződés született.

Az eurorendszer egyik szervezeti elvével összhangban, miszerint „támogatni kell az alkalmazottaknak, a know-how-nak és a tapasztalatoknak az eurorendszer minden tagja által és között létrejövő cseréjét”, az EKB az NKB-k, valamint a Bulgarian National Bank és a Banca Națională a României 80 szakemberét alkalmazta rövidebb, háromtól tizenegy hónapig terjedő időszakokra. Ezek a rövid megbízások mind az EKB, mind az NKB-k szakembereinek rendkívül hasznos lehetőséget teremtettek arra, hogy tanuljanak egymás tapasztalataiból, ezzel is elősegítve a KBER-szintű csapatszellem kialakulását. A megbízások az EU további bővítésének, valamint a Bulgarian National Bank és a Banca Națională a României KBER-be történő integrációjának előkészületeihez is hozzájárultak.

2005-ben az EKB 158, nagyrészt közgazdasági, statisztikai, menedzserképzési, jogi és fordítói háttérrel rendelkező egyetemi hallgatót és vég-

zett diplomást fogadott gyakornokként. A 158 gyakornok közül 10 képzése a Posztgraduális Kutatási Program keretében zajlott, melynek célja, hogy a kiemelkedően tehetséges kutató hallgatókat doktorátusi tanulmányaik előrehaladott szakaszában segítse.

A Vendégkutatói Program keretében, amely a monetáris politika területén speciális, magas szintű kutatói projektekre összpontosít, az EKB 19 vendégkutatót fogadott 2005-ben, eggyel többet, mint egy évvel korábban.

Az EKB 2005-ben széles körű képzettséggel rendelkező, nemrég végzett hallgatók részére hirdetett posztgraduális programot. A közzétett felhívásra 2006-ban várja az első résztvevőket.

#### BELSŐ MOBILITÁS

A belső mobilitás lehetőséget ad az alkalmazottaknak arra, hogy bővítsék szakismereteiket, és valamennyi szervezeti egységben hozzájárul az együttműködésből fakadó előnyök jobb kihasználásához. A munkatársak szakértelmének bővítésére a régebbinél nagyobb súlyt fektető belső toborzási politika ezért arra törekszik, hogy elősegítse az alkalmazottak belső mobilitását. Ennek fokozására más kezdeményezések is történnek. Ilyen például a szakembercseré vagy a munkatársak ideiglenes áthelyezése más munkakörbe, hogy helyettesítsék távollevő kollégáikat. 2005-ben több mint 100 alkalmazott váltott munkahelyet az EKB-n belül.

#### KÜLSŐ MOBILITÁS

Az alkalmazottak két hónaptól egy évig terjedő időszakokban továbbra is dolgozhattak NKB-kban és más releváns nemzetközi és európai intézményekben (például az Európai Bizottságnál vagy a Nemzetközi Valutaalpnál). 2005-ben összesen 15 alkalmazott szerzett ily módon külső munkatapasztalatokat. Az EKB továbbra is elfogadja azoknak az alkalmazottaknak a legfeljebb három évi fizetés nélküli szabadságra vonatkozó kérelmét, akik valamelyik NKB-nál vagy más erre alkalmas pénzügyi szervezetnél

<sup>10</sup> 2004 végén az EKB-nak 1314 állandó vagy határozott időszakra szóló szerződés alapján dolgozó alkalmazottja volt, ami 1309 teljes munkaidős állásnak felelt meg.

szeretnének munkát vállalni. 2005-ben 14 munkatárs használta ki ezt a lehetőséget.

### **AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK FEJLESZTÉSE**

Az emberi erőforrások 2004-ben elfogadott új stratégiájának megvalósítása 2005-ben is folytatódott. A stratégia a mobilitás, beleértve a vezetők rotációjának elősegítése mellett az EKB vezetésének fejlesztésére irányul. A vezetők készségeket továbbra is képzés, egyéni felkészítés, valamint a különféle forrásokból érkező visszajelzéseket feldolgozó gyakorlat keretében fejlesztik. Ezen az évente megrendezett gyakorlaton, melyen minden vezetőknek kötelező részt vennie, elemzik a vezetők teljesítményére vonatkozó munkatársi értékeléseket, a levont következtetések pedig bekerülnek az EKB vezetőinek éves teljesítményértékelésébe. A Vezetői Továbbképző Programot kiterjesztették a munkatársak teljesítményének ösztönzésére és a szervezeti változások irányítására.

Az EKB a 2004-ben meghatározott hat közös értékét (szakértelem, eredményesség és hatékonyság, feddhetetlenség, csapatszellem, átláthatóság és elszámoltathatóság, Európa ügyének előmozdítása) fokozatosan beépítette emberi erőforrások politikájába. A bank arra törekszik, hogy ezek az értékek a munkatársak mindennapi magatartásában és teljesítményében is érvényesüljenek, ezért első lépésként ösztönözte azokat a kezdeményezéseket, amelyek az értékek konkrét viselkedési normákban való kifejezésére irányultak, és beépítette az értékeket a munkatársak teljesítményének minősítésébe.

A készségek fejlesztése és a szakértelem folyamatos bővítése az EKB emberi erőforrás stratégiájának egyik legfontosabb szempontja. Alapelv, hogy a munkatársak tanulása és szakmai fejlődése közös felelősség. Az EKB biztosítja a képzés pénzügyi feltételeit és kereteit, a vezetők meghatározzák, hogy munkatársaiknak milyen képzésben kell részt venniük a jelenlegi munkakörük betöltéséhez szükséges szaktudás és készségek magas szinten tartásához, az elsődleges felelősség azonban a munkatársaké, hogy tanuljanak és képezzék magukat. A munkatársak és a vezetők a számtalan házon belüli kép-



zési lehetőség mellett azokat a külső lehetőségeket is kihasználhatják, amelyekkel egyéni, különleges, szűkebb szakterületükre vonatkozó képzési igényeiket kielégíthetik. Részt vehetnek azokon a képzéseken is, amelyeket a KBER vagy az NKB-k szerveznek.

A Bővített Képzési Program keretében az EKB 19 munkatársát támogatja abban, hogy a jelenlegi munkakörének betöltéséhez szükséges szaktudáson felül is bővítse szakmai ismereteit.

### **AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK KONFERENCIÁJA ÉS AZ EURORENDSZER KÜLDETÉSI NYILATKOZATÁNAK MEGVALÓSÍTÁSA**

Az eurorendszeren/KBER-en belül, az emberi erőforrások kezelése területén megnyilvánuló együttműködés és csapatszellem erősítése érdekében a Kormányzótanács létrehozta az Emberi Erőforrások Konferenciáját (HRC), ami hivatalossá tette az EU központi bankjai személyzeti vezetői közt régóta folyó együttműködést. A Kormányzótanács az NKB-k és az EKB emberi erőforrások terén meglévő kizárólagos hatáskörének veszélyeztetése nélkül felhatalmazta a HRC-t az emberi erőforrások politikájával és annak gyakorlati megvalósításával kapcsolatos tapasztalatok, szakismeretek és információk cseréjének előmozdítására. A HRC többek között hozzájárul a közös képzés lehetőségeinek meghatározásához és a szakembercserét elősegítő intézkedések meghozatalához, valamint összehangolja az emberi erőforrások területén közös érdeklődésre számot tartó tevékenységeket.

2005. szeptember 1-jén a Kormányzótanács számos konkrét intézkedésről döntött, hogy elősegítse az eurorendszer 2005 januárjában nyilvánosságra hozott küldetési nyilatkozatának megvalósítását. A HRC-t és az eurorendszer/KBER kommunikációs bizottságát ezután megbízták a jóváhagyott intézkedések végrehajtá-

sával. Az eurorendszer munkatársai számára folyamatosan konkretizálják, hogy napi munkájukban hogyan érvényesítsék a küldetési nyilatkozatban foglaltakat.

### **A VÁLTOZATOSSÁG KIAKNÁZÁSA**

Az alkalmazottak közötti különbségek kihasználásával olyan produktív és kölcsönös tiszteleten alapuló munkakörnyezet jön létre, amelyben a tehetséget teljes mértékben kibontakoztatják és a szervezeti célokat elérik. Mivel az alkalmazottak az EU 25 tagállamából és a két csatlakozó országból érkeztek, fontos, hogy az EKB kiaknázza ezt a változatosságot. Az EKB ezért napi ügymenetébe is integrálta ezt a tevékenységet, hogy elismerhesse és teljes mértékben hasznosíthassa munkatársainak egyéni szakértelmét, ami a feladatainak eléréséhez elengedhetetlen magas szintű teljesítmény feltétele. 2005-ben a bank továbbfejlesztette a változatossággal kapcsolatos általános politikáját, a munka közbeni méltósághoz való jog érvényesítésének politikáját és a változatossággal összefüggő kérdések nyomon követésére vonatkozó javaslatát.

### **2.2 AZ EKB EREDMÉNYESSÉGÉNEK ÉS HATÉKONYSÁGÁNAK ÁTTEKINTÉSE**

Az EKB mint közintézmény elkötelezetten törekszik arra, hogy a legkisebb ráfordítással a legmagasabb színvonalú szolgáltatásokat nyújtsa. A bank ezért elhatározta, hogy az e törekvésének megvalósulását folyamatosan ellenőrző belső és külső mechanizmusok mellett az alapoktól kiindulva felméri tevékenységének eredményességét és hatékonyságát. A felmérés, amelyben a munkatársak és a vezetők is tevékeny részt vállaltak, az EKB szervezeti rendszerének valamennyi területére kiterjedt: mindenütt megvizsgálták a munkatársak és vezetők teljesítményét, valamint tevékenységük eredményességét és hatékonyságát.

A felmérés eredményei alapján az Igazgatóság úgy döntött, hogy sok állást meg kell szüntetni, az érintett munkatársakat azonban nem kell elbocsátani. 2005-ben néhány hónapra átmeneti

létszámstopot rendeltek el, mialatt megvizsgálták, hogyan lehet a munkatársakat az intézményen belül más munkakörbe átirányítani. Az Igazgatóság az EKB különféle egységein belül és az egész intézményt tekintve számos egyéb szervezeti intézkedést is hozott. Például az Igazgatási főigazgatóságon belül létrehozta a Központi beszerzési irodát, a Tervezési és kontrolligazgatóság és az Emberi erőforrások igazgatósága összevonásával kialakította az Emberi erőforrások, költségvetés és szervezeti felépítés főigazgatóságát, tisztázta az Informatikai rendszerek főigazgatóságát és az EKB más szervezeti egységei közötti informatikai munkamegosztást, valamint megerősítette a működési kockázat kezelésének funkcióját.

### **2.3 AZ EKB ÚJ KÖZPONTJA**

A Kormányzótanács 2005. január 13-án döntést hozott az EKB jövőbeli székházának terveivel kapcsolatos kérdésekben. A pályázati követelmények alapos áttekintése és megvitatása után a nemzetközi várostervezési és építészeti pályázat győztese, a COOP HIMMELB(L)AU építészének tervkoncepciója mellett döntött. A Kormányzótanács ezzel párhuzamosan optimalizálási szakaszt indított el azzal a céllal, hogy a funkcionális, térbeli és műszaki követelmények áttekintésével a költségeket a lehető legkisebbre csökkentsék és gondoskodjanak az erőforrások optimális felhasználásáról.

A Kormányzótanács 2005. december 15-én elfogadta a COOP HIMMELB(L)AU optimalizált tervkoncepcióját, amely teljes mértékben megfelel az EKB követelményeinek, és az előirányzott építési költségek jóval az előirányzott 500 millió eurós kereten belül vannak.

Az új központ építési költségeibe az építkezés, a műszaki infrastruktúra, a tereprendezés, valamint az EKB mint modern jegybank megfelelő működésének biztosításához szükséges egyéb, a felhasználó egyedi igényeit kielégítő elemek költsége tartozik. A beruházás teljes költségkerete azonban nem csak az építési költségeket, hanem a kivitelezéshez szükséges összes ráfor-



dítást tartalmazza. Utóbbi kategóriába tartozik a vásárcsarnok telkének vételára, a telek további előkészítésével, fejlesztésével kapcsolatos ráfordítások, a tervezői díjak és egyéb, az építési engedélyekhez, az épületek berendezéséhez és az informatikai rendszerekhez kapcsolódó kiadások. Utóbbiak becsült összértéke 350 millió euro, ebből 80 millió euro már kifizetésre került a telekvásárlás, előkészítés, fejlesztés és a tervezői pályázat során. A beruházás tehát az építési költséget és az egyéb ráfordításokat figyelembe véve összesen körülbelül 850 millió euróba kerül. A költségbecslések a hasonló beruházásoknál alkalmazott módszertan alapján készültek, és a 2005-ös változatlan árszinten alapulnak.

Az optimalizálási szakasz során a tervjavaslaton több módosítást eszközöltek. Egyrészt beiktattak egy új épületelemet, amely a Nagyvásárcsarnokot (Grossmarkthalle) keresztülzelve összeköti a csarnokot a toronyépületekkel, és jellegzetes bejáratot teremt a székház északi oldalán. Másik módosítás, hogy a vásárcsarnok erősebb hangsúlyt kapott a tervjavaslatban, és déli irányból jobb a rálátás az épületre. Az optimalizálás során nem változtat-

tak a toronyépületek építészeti aspektusain, alapvető feladatuk továbbra is irodai terek biztosítása.

2005. december 15-i ülésén a Kormányzótanács a tervezési szakasz 2006. márciusi elindításáról is döntött. Az elképzelés szerint az építkezés 2007 végén kezdődik el, és előreláthatólag 2011 végén fejeződik be.

A Kormányzótanács 2006. február 16-án elfogadta az új székház tervezési szakaszának irányítási, szervezési, ellenőrzési és auditálási keretkoncepcióját, ideértve a beszerzést és operatív kockázatkezelést.

Az épületben információs és emlékhelyet is kialakítanak, amellyel a Nagyvásárcsarnoknak a zsidó polgárok deportálásában játszott szerepére kívának emlékezni. Az emlékhely kialakítására kiírandó nemzetközi pályázat előkészítésére Frankfurt városa, a frankfurti zsidó közösség és az EKB képviselőiből álló munkacsoportot hoztak létre. A pályázatot várhatóan 2006 első felében írják ki.

### 3 A KBER TÁRSADALMI DIALÓGUSA

A KBER Társadalmi Dialógusa olyan konzultációs fórum, amelyben az EKB és a KBER összes központi bankjának alkalmazottjai és az európai szakszervezetek szövetségeinek képviselői vesznek részt. Azzal a céllal jött létre, hogy információt szolgáltatson és megvitassa azokat a kérdéseket, amelyek a nemzeti központi bankok munkavállalóinak helyzetére számottevő hatással lehetnek.

2005-ben a KBER Társadalmi Dialógusának keretében három találkozót rendeztek. A rendszeresen napirenden levő témák, azaz a bankjegyek előállításának és forgalomba hozatala, a fizetési rendszerek (TARGET2) és a pénzügyi felügyelet mellett megtárgyalták az eurorendszer küldetési nyilatkozatát, stratégiai célkitűzéseit és szervezeti elveit, valamint ezek hatásait az eurorendszer alkalmazottjainak mindennapi munkájára.

A Kormányzótanács teljesítette az alkalmazottak képviselőinek kívánságát, hogy részt vehessenek a küldetési nyilatkozat munkavállalókat érintő további következményeinek megtárgyalásán, és konzultált velük, mielőtt számos olyan kezdeti intézkedésről döntött, amely a küldetési nyilatkozat megvalósítását szolgálta. Az első, 2005 májusában megrendezett találkozón azt javasolták az euroövezet NKB-inak, hogy helyi szinten, decentralizált konzultációt tartsanak az alkalmazottak képviselőivel. E kezdeményezés nyomán a Társadalmi Dialógus 2005. júliusi találkozója keretében folytattak konzultációt az alkalmazottak képviselői. Ugyanezen a találkozón az európai szakszervezeti szövetségek képviselői közös nyilatkozatban foglalták össze az eurorendszer küldetési nyilatkozatával, stratégiai célkitűzéseivel és szervezeti elveivel kapcsolatos álláspontjukat.

Az EKB a találkozók között továbbra is hírleveleket adott ki, amelyekben tájékoztatta az alkalmazottak képviselőit a fenti témákkal kapcsolatos legújabb fejleményekről. A 2005-ös találkozónak abban is megállapodtak, hogyan fejlesszék tovább a KBER Társadalmi Dialógusát, és hogyan vonják be abba még inkább a tíz új tagállam nemzeti központi bankjai alkalmazottainak képviselőit és szakszervezeteit.

## 4 AZ EKB ÉVES BESZÁMOLÓJA

# VEZETŐI JELENTÉS A 2005. DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRULÓ ÉVRŐL

## 1 ALAPTEVÉKENYSÉGEK

Az EKB 2005. évi tevékenységét részletesen az *Éves jelentés* megfelelő fejezetei mutatják be.

## 2 PÉNZÜGYI BESZÁMOLÓ

A Központi Bankok Európai Rendszere alapokmányának 26.2 cikke értelmében az EKB éves beszámolóját az Igazgatóság készíti el a Kormányzótanács által lefektetett alapelveknek megfelelően. A beszámolót a kormányzótanácsi elfogadást követően hozzák nyilvánosságra.

## 3 DEVIZAÁRFOLYAM-, KAMATLÁB- ÉS ARANYÁRKOCKÁZATRA KÉPZETT CÉLTARTALÉK

Míthogy az EKB a legtöbb eszközét és kötelezettségét bizonyos időközönként átértékeli az aktuális devizapiaci árfolyamok és értékpapír-árfolyamok alapján, az EKB jövedelmezőségét erősen befolyásolják az árfolyamkockázatok és, kisebb mértékben, a nyitott kamatpozíciók. Ez a kockázati kitettség elsősorban az EKB USA-dollárban, japán jenben és aranyban tartott devizatartalék-eszközeiből ered, amelyeket elsősorban kamatozó instrumentumokba fektet be.

Az EKB fenti kockázatoknak való jelentős kitettséget és az átértékelési számlák jelenlegi nagyságát figyelembe véve a Kormányzótanács úgy döntött, hogy létrehoz egy devizaárfolyam, kamatláb- és aranyárokázattal kapcsolatos céltartalékot. 2005. december 31-én 992 millió eurót különítettek el ebben a céltartalékban, aminek következtében az EKB éves nettó nyeresége pontosan nullára csökkent.

Ezt a céltartalékot a realizált és nem realizált veszteségek, különösen az átértékelési számlák által nem fedezett értékelési veszteségek fedezésére fordítják, nagyságát évről évre felülvizsgálják.

## 4 PÉNZÜGYI EREDMÉNY

A devizaárfolyam-, kamatláb- és aranyárokázatra képzett céltartalék nélkül az EKB 2005-ben 992 millió eurós nettó nyereséget ért volna el, szemben a 2004. évi 1636 millió eurós nettó veszteséggel.

A 2004-es veszteség főként annak volt betudható, hogy az euro felértékelődése miatt le kellett értékelni az EKB USA-dollárban tartott eszközeinek euroértékét, amit az eredménykimutatásban számoltak el. Az EKB könyveiben USA-dollárban denominált eszközök és kötelezettségek átlagos beszerzési értékét szintén hozzáigazították az év végi árfolyamhoz.

2005-ben az euro az USA-dollárral és az arannyal szembeni gyengülése következtében jelentősen megnőtt a megfelelő átértékelési számlák értéke, az eredménykimutatást azonban ez a folyamat nem befolyásolta. Az EKB és az eurorendszer harmonizált számviteli politikája, amelyet az éves beszámoló egyik fejezete részletesen bemutat, elsősorban az óvatosság elvén alapul. Kiemelendő a számviteli politikának az az előírása, hogy az eszközök és kötelezettségek átértékeléséből származó nem realizált nyereséget nem szabad bevételként kimutatni, tehát nem tekinthető felosztandó nyereségnek. Ugyanakkor az átértékelésekből származó nem realizált veszteségeket el kell számolni az eredménykimutatásban az év végén.

2005-ben a nettó kamatbevétel elsősorban a dollárkamatok növekedése miatt emelkedett, miután 2004-ben a belföldi és nemzetközi kamatlábak történelmi összehasonlításban is alacsony szinten álltak. A nettó kamatbevételek magukban foglalják az EKB-nak a forgalomban levő bankjegyek utáni 868 millió eurós bevételét.

Az EKB teljes igazgatási költségei, beleértve az értékesítéskorrekciót, a 2004. évi 374 millió euróról 7%-kal, 348 millió euróra csökkentek 2005-ben. A személyi költségek csökkenése elsősorban annak tudható be, hogy megváltoztak az EKB nyugdíjrendszere és a volt munkatársaknak fizetett egyéb juttatások kapcsán keletkező és a

nettó aktuáriusi nyereségek vagy veszteségek elszámolására vonatkozó számviteli szabályok. A nyugdíjköltség 2004-ben jóval nagyobb volt, mert a felmerülés évében teljes egészében elszámolták a 23,7 millió euro összértékű nettó aktuáriusi veszteséget. 2005-től kezdve a nettó aktuáriusi nyereség és veszteség egy előre meghatározott szint feletti részét a résztvevő alkalmazottak várhatóan hátralevő munkaviszonyára elosztva írják le.

A személyi költségek csökkenését azonban részben ellensúlyozta a teljes munkaidős dolgozói létszám növekedése.

Szintén csökkentek az egyéb igazgatási költségek, aminek háttérében a tanácsadói és szakértői díjak csökkenése állt.

2005-ben az Igazgatóság javadalmazása összesen 2,1 millió eurót tett ki (ugyanannyit, mint egy évvel korábban).

## 5 BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉG, KOCKÁZATKEZELÉS

Az EKB devizatartalék-portfóliója azokból a devizatartalék-eszközökből, illetve ezek kamataiból áll, amelyeket az eurorendszer NKB-i a KBER alapokmánya 30. cikkének értelmében az EKB-nak átadtak. A portfólió célja az EKB devizapiaci műveleteinek finanszírozása a szerződésben meghatározott esetekben.

Az EKB saját vagyonalap-portfóliója a befizetett tőkéből, az általános tartalékalapból és a portfólió múltban felhalmozott jövedelméből származó befektetéseket tartalmazza. Azért van rá szükség, hogy az EKB-nak legyen miből fedeznie az esetleges jövőbeli veszteségeit.

Az EKB befektetési tevékenységéről és a kapcsolódó kockázatok kezeléséről a 2. fejezet ír részletesebben.

## 6 AZ EKB SZERVEZETI IRÁNYÍTÁSA

Az EKB szervezeti irányításával az *Éves jelentés* 7. fejezete foglalkozik.

## 7 ALKALMAZOTTAK

Az EKB átlagos dolgozói létszáma 2005-ben 1331 volt, szemben az egy évvel korábbi 1261-gyel. A dolgozói létszámmal kapcsolatos további információkat és az EKB emberierőforrás-stratégiáját a 7. fejezet „Az eredményki-mutatás sorait leíró, részletező adatok” című 2. része ismerteti.



## A MÉRLEG A 2005. DECEMBER 31-I FORDULÓNAPON

ESZKÖZÖK	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2005 €	2004 €
<b>Aranykészletek és aranykövetelések</b>	<b>1</b>	<b>10 064 527 857</b>	<b>7 928 308 842</b>
<b>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések</b>	<b>2</b>		
Az IMF-fel szembeni követelések		170 162 349	163 794 845
Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euroövezeten kívüli hitelek és egyéb euroövezeten kívüli eszközök		31 062 557 242	26 938 993 980
		<b>31 232 719 591</b>	<b>27 102 788 825</b>
<b>Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések</b>	<b>2</b>	<b>2 908 815 389</b>	<b>2 552 016 565</b>
<b>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések euróban</b>	<b>3</b>		
Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, hitelek		13 416 711	87 660 507
<b>Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb követelések euróban</b>	<b>4</b>	<b>25 000</b>	<b>25 000</b>
<b>Eurorendszeren belüli követelések</b>	<b>5</b>		
Az eurobankjegy-elosztással kapcsolatos követelések		45 216 783 810	40 100 852 165
Egyéb eurorendszeren belüli követelések (nettó)		5 147 038 409	3 410 918 324
		<b>50 363 822 219</b>	<b>43 511 770 489</b>
<b>Egyéb eszközök</b>	<b>6</b>		
Tárgyi eszközök		175 237 902	187 318 304
Egyéb pénzügyi eszközök		6 888 490 580	6 308 075 905
Aktív időbeli elhatárolások		1 091 945 157	770 894 480
Egyéb tételek		4 397 807	6 933 022
		<b>8 160 071 446</b>	<b>7 273 221 711</b>
<b>Tárgyévi veszteség</b>		<b>0</b>	<b>1 636 028 702</b>
<b>Eszközök összesen</b>		<b>102 743 398 213</b>	<b>90 091 820 641</b>

FORRÁSOK	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2005 €	2004 €
Forgalomban lévő bankjegyek	7	45 216 783 810	40 100 852 165
Egyéb euroövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	8	1 050 000 000	1 050 000 000
Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	9	649 304 896	137 462 706
Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	10	0	4 967 080
Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek Betétek, egyenlegek és egyéb kötelezettségek	10	855 933 000	1 254 905 957
Eurorendszeren belüli kötelezettségek Devizatartalék-átadás mértékének megfelelő kötelezettségek	11	39 782 265 622	39 782 265 622
Egyéb források	12		
Passzív időbeli elhatárolások		1 331 685 870	1 136 708 542
Egyéb tételek		632 012 224	265 799 279
		<b>1 963 698 094</b>	<b>1 402 507 821</b>
Céltartalékok	13	1 027 507 143	52 396 126
Átértékelési számlák	14	8 108 628 098	1 921 117 190
Saját tőke	15		
Tőke		4 089 277 550	4 089 277 550
Tartalékok		0	296 068 424
		<b>4 089 277 550</b>	<b>4 385 345 974</b>
<b>Források összesen</b>		<b>102 743 398 213</b>	<b>90 091 820 641</b>

## EREDMÉNYKIMUTATÁS A 2005. DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRÓDÓ ÉVRŐL

	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2005 €	2004 €
Devizatartalékok utáni kamatbevételek		889 408 789	422 418 698
Eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztásából származó kamatbevételek		868 451 848	733 134 472
Egyéb kamatbevételek		1 794 267 421	1 456 650 188
<i>Kamatbevételek</i>		<i>3 552 128 058</i>	<i>2 612 203 358</i>
Az NKB-k devizatartalék-átadással kapcsolatos követelése után fizetett kamat		(710 160 404)	(693 060 433)
Egyéb kamatráfordítások		(1 572 338 709)	(1 229 369 015)
<i>Kamatráfordítások</i>		<i>(2 282 499 113)</i>	<i>(1 922 429 448)</i>
<b>Nettó kamatbevételek</b>	<b>18</b>	<b>1 269 628 945</b>	<b>689 773 910</b>
Pénzügyi műveletekből származó realizált nyereség/veszteség	19	149 369 135	136 045 810
Pénzügyi eszközök és pozíciók értékvesztése	20	(97 494 081)	(2 093 285 109)
Deviza- és egyéb árfolyamkockázattal kapcsolatos céltartalékképzés ill. céltartalék-felszabadítás		(992 043 443)	0
<b>Pénzügyi műveletek, értékvesztés és kockázati céltartalékképzés nettó eredménye</b>		<b>(940 168 389)</b>	<b>(1 957 239 299)</b>
<b>Díjak és jutalékok nettó ráfordításai</b>	<b>21</b>	<b>(182 373)</b>	<b>(261 517)</b>
<b>Egyéb bevételek</b>	<b>22</b>	<b>18 281 961</b>	<b>5 956 577</b>
<b>Nettó bevételek összesen</b>		<b>347 560 144</b>	<b>(1 261 770 329)</b>
Személyi jellegű ráfordítások	23	(153 048 314)	(161 192 939)
Igazgatási költségek	24	(158 457 219)	(176 287 651)
Tárgyi eszközök értékcsökkenése		(31 888 637)	(33 655 824)
Bankjegy-előállítási költségek	25	(4 165 974)	(3 121 959)
<b>Tárgyévi nyereség/(veszteség)</b>		<b>0</b>	<b>(1 636 028 702)</b>

Majna-Frankfurt, 2006. március 7.

EURÓPAI KÖZPONTI BANK

Jean-Claude Trichet  
elnök

# AZ EKB SZÁMVITELI POLITIKÁJA<sup>1</sup>

## A PÉNZÜGYI BESZÁMOLÓ MEGJELENÍTÉSE ÉS FELÉPÍTÉSE

Az Európai Központi Bank (EKB) pénzügyi beszámolójának valós, megbízható képet kell adnia az EKB pénzügyi helyzetéről és működésének eredményéről. A pénzügyi beszámoló az alábbi – a Kormányzótanács megítélése szerint a központi banki tevékenység sajátosságainak megfelelő – számviteli elvekkel<sup>2</sup> összhangban került összeállításra.

## SZÁMVITELI ELVEK

Az alkalmazott főbb számviteli elvek: valódiság, világosság, óvatosság, teljesség, lényegesség, időbeli elhatárolás elve, folytonosság, következetesség és összehasonlíthatóság.

## AZ ELSZÁMOLÁS ALAPJA

A beszámoló készítésénél az EKB a beszerzési értéken alapuló elszámolást alkalmazza, azzal a módosítással, hogy a forgalomképes értékpapírok, aranykészletek és egyéb más mérlegben szereplő és mérlegben kívüli devizaeszközök és -források piaci értéken kerülnek kimutatásra. A pénzügyi eszközöket és forrásokat érintő gazdasági események az üzletkötés napjával kerülnek a könyvekbe.

## ARANY- ÉS DEVIZAESZKÖZÖK ILLETVE -FORRÁSOK

A devizában denominált eszközök és kötelezettségek euróra történő átváltása a mérlegkészítés napján érvényes árfolyamon történik. A bevételek és a ráfordítások az ügyletkötés napján érvényes árfolyamon kerülnek átváltásra. A devizaeszközök és -kötelezettségek átértékelése devizanemenként történik mind a mérlegben szereplő, mind a mérlegben kívüli instrumentumok esetében.

A devizaeszközök és -források piaci értékelését, az árfolyamváltozás miatti átértékeléstől elkülönítve kell kezelni.

Az aranyat az év végén érvényes piaci árfolyamon kell kimutatni. Az arany esetében nincs megkülönböztetve az ár és az árfolyam szerinti átértékelésből adódó különbözet. Ehelyett az arany értékelése az arany unciánkénti euroára alapján történik, amelyet a 2005. december

31-ével záruló évre a 2005. december 30-án érvényes euro/dollár árfolyamból számítanak.

## ÉRTÉKPAPÍROK

Minden forgalomképes értékpapírt és hasonló eszközt értékpapíronként külön-külön a mérlegkészítés időpontjában érvényes piaci középárfolyamon kell értékelni. A 2005. december 31-ével záruló évben a 2005. december 30-án érvényes középárfolyamokat alkalmaztuk. A nem forgalomképes értékpapírok bekerülési értéken kerültek kimutatásra.

## AZ EREDMÉNYELSZÁMOLÁS SZABÁLYAI

A bevételeket és a ráfordításokat a keletkezés illetve a felmerülés időszakában kell kimutatni. A deviza-, arany- és értékpapír-eladáson realizált nyereség és veszteség az eredménykimutatásban kerül elszámolásra. Ezt a realizált nyereséget/veszteséget az adott eszköz átlagos bekerülési értékének figyelembevételével kell kiszámítani.

A nem realizált nyereség nem kerül bevételként elszámolásra, hanem közvetlenül egy átértékelési számlára van átvezetve.

A nem realizált veszteséget abban az esetben kell az eredménykimutatásba átvezetni, ha értéke meghaladja a megfelelő átértékelési számlán nyilvántartott korábbi átértékelési nyereséget. A valamely értékpapírból, devizából vagy aranyból származó nem realizált veszteséget nem nettósítják a más értékpapírból, devizából vagy aranyból származó nem realizált nyereséggel szemben. Amennyiben az év végén bármely tétel esetében nem realizált veszteség áll fenn, az adott tétel átlagos bekerülési értéke az év végi deviza- és/vagy piaci árfolyamra csökken.

A megvásárolt értékpapírokon keletkező ázsíót, illetve diszázsíót a kamatbevétel részeként kell

<sup>1</sup> Az EKB számviteli politikája részletesen az EKB Kormányzótanácsának 2002. december 5-i EKB/2002/11-es módosított határozatában található. HL L 58, 2003.3.3., 38–59. o.

<sup>2</sup> Az elvek összhangban állnak a KBER alapokmánya 26.4 cikkének rendelkezéseivel, amelyek az eurorendszer műveleteire vonatkozó számviteli és pénzügyi beszámolók szabályainak harmonizált megközelítését rendelik el.

kiszámítani és szerepeltetni, és a lejáratig hátralévő futamidő alatt kell az eredményben elszámolni.

### **PENZIÓS ÜGYLETEK**

A penziós ügyletek olyan műveletek, amelyekkel az EKB visszavásárlási megállapodás alapján eszközöket vásárol vagy ad el, vagy biztosíték fedezete mellett hitelműveleteket végez.

A visszavásárlási megállapodás (repoügylet) keretében értékpapírok eladására kerül sor készpénzfizetés ellenében azzal az egyidejű megállapodással, hogy az értékpapírokat a partnertől egy meghatározott jövőbeli időpontban a megegyezés szerinti áron visszavásárolják. A visszavásárlási megállapodások a mérlegben a forrásoldalon fedezeti biztosítékkal ellátott fogadott betétként, az eredménykimutatásban pedig a kamatráfordítások között szerepelnek. A megállapodás keretében eladott értékpapírok az EKB mérlegében maradnak.

A passzív visszavásárlási megállapodás értelmében értékpapírok vételére kerül sor készpénzfizetés ellenében azzal az egyidejű megállapodással, hogy az értékpapírokat egy meghatározott jövőbeli időpontban a megegyezés szerinti áron újra eladják a partnernek. A passzív visszavásárlási megállapodások fedezett hitelként a mérleg eszközoldalán szerepelnek, de nem képezik az EKB értékpapír-állományának részét; az eredménykimutatásban pedig kamatbevételeként jelennek meg.

Az automatizált értékpapír-kölcsönzési program (automated security lending programme – ASLP) alapján lebonyolított penziós ügyletek (ideértve az értékpapír-kölcsönügyleteket) csak akkor szerepelnek a mérlegben, ha a művelet futamidejére az EKB készpénzfedezetet kap. 2005-ben az EKB nem kapott készpénzfedezetet egyetlen ilyen tranzakció futamideje alatt sem.

### **MÉRLEGEN KÍVÜLI INSTRUMENTUMOK**

A devizainstrumentumokat, nevezetesen a határidős devizaügyleteket, a devizaswapügyletek határidős lábát és más olyan devizaeszkö-

zöket, amelyek egyik devizának egy későbbi időpontban egy másikra történő átváltását foglalják magukba, a devizanyereségek és veszteségek számítása céljából a nettó devizapozíció részének kell tekinteni. Az egyes kamatlábak változásától függő instrumentumok átértékelése tételről tételre történik. A tőzsdei határidős kamatláb változásától függő instrumentumok állományát a mérlegben kívül kell kimutatni. A változó letét napi ingadozásaiból származó eredményt az eredménykimutatásban kell elszámolni.

### **MÉRLEGFORDULÓNAP UTÁNI GAZDASÁGI ESEMÉNYEK**

Az eszközöket és kötelezettségeket azon eseményekkel kell korrigálni, amelyek a mérlegforduló napja és a közé az időpont közé esnek, amikor a Kormányzótanács a pénzügyi kimutatókat elfogadja, ha az események lényegesen befolyásolják az eszközöknek és kötelezettségeknek a mérlegforduló napján fennálló állapotát.

### **KBER-EN/EURORENDSZEREN BELÜLI KÖVETELÉSEK/KÖTELEZETTSÉGEK**

A Központi Bankok Európai Rendszerén belüli ügyletek olyan határon átnyúló tranzakciók, amelyek két uniós központi bank között jönnek létre. A tranzakciók elsősorban a TARGET-en, vagyis a Transzeurópai automatizált valós idejű bruttó elszámolási rendszeren keresztül kerülnek feldolgozásra, és a TARGET-hez kapcsolódó uniós központi bankok között bilaterális számlaegyenlegek létrejöttét eredményezik. A kétoldalú számlaegyenlegeket naponta átadják az EKB-nak, végül az egyes NKB-k csak az EKB-val szemben rendelkeznek egyetlen nettó bilaterális pozícióval. Az EKB könyveiben ez a pozíció az egyes NKB-knak a KBER-rel szemben fennálló nettó követelését vagy kötelezettségét mutatja.

Az euroövezetbeli NKB-k EKB-nál vezetett KBER-en belüli ügyleteinek eredményeképpen létrejövő követeléseit illetve kötelezettségeit (az EKB tőkéjének és a devizatartalék átadásából eredő pozíciók kivételével) az eurorendszeren belüli követelésnek, illetve kötelezettségnek számítanak, és nettó követelés, illetve kötele-

zettség pozícióként szerepelnek az EKB mérle-  
gében.

Azok az eurorendszeren belüli egyenlegek,  
amelyek az eurobankjegyek eurorendszeren be-  
lüli elosztásából származnak, „Az eurobankje-  
gyek eurorendszerbeli elosztásával kapcsolatos  
követelések” soron egyetlen nettó eszközként  
szerepelnek (lásd a számviteli politikáról szóló  
fejezet „Forgalomban levő bankjegyek” című  
pontját).

Az euroövezeten kívüli NKB-knak (Danmarks  
Nationalbank, Sveriges Riksbank és a Bank of  
England) az EKB-nál vezetett KBER-en belüli  
ügyletek eredményeképpen létrejött követelé-  
seit és kötelezettségeit az „Euroövezeten kívüli  
rezidensekkel szembeni kötelezettségek euró-  
ban” soron kell kimutatni.

#### **A TÁRGYI ESZKÖZÖKKEL KAPCSOLATOS ELSZÁMOLÁSOK**

A tárgyi eszközöket a telek kivételével az érték-  
csökkenéssel csökkentett bekerülési értéken  
kell kimutatni. A föld bekerülési értéken kerül  
kimutatásra. Az értékcsökkenés a beszerzést  
követő negyedévtől kezdődően a tárgyi eszköz  
várható élettartama alatt lineáris módszerrel  
kerül kiszámításra az alábbi módon:

Számítógép, kapcsolódó hardver, szoftver, gépjármű	4 év
Berendezési tárgyak, bútorok, üzemi felszerelések	10 év
Aktivált épületfenntartási és karbantartási költségek	25 év
10 000 eurónál kisebb bekerülési értékű tárgyi eszközök	A beszerzés évében leírva

Az EKB jelenlegi épületein végzett épületfenntartási és karbantartási munkák aktivált költsé-  
gének hasznos élettartamát csökkentették annak  
érdekében, hogy ezek az eszközök teljesen leír-  
ódnak, mielőtt az EKB az új központba he-  
lyezi át székhelyét.

#### **AZ EKB SAJÁT NYUGDÍJRENDSZERE ÉS A VOLT MUNKATÁRSNAK FIZETETT EGYÉB JUTTATÁSOK**

Az EKB járadékkal meghatározott nyugdíj-  
rendszert működtet munkatársai számára. A  
rendszert a hosszú távú munkatársi juttatások

alapjából finanszírozza. Az EKB 2005. január  
1-jei hatállyal módosította a számviteli szabá-  
lyait. A változás a következők szerint érinti a  
pénzügyi kimutatásokat:

#### **Mérleg**

A járadékkal meghatározott nyugdíjrendszerek-  
kel kapcsolatos, mérlegben kimutatott kötele-  
zettség a mérleg fordulónapján fennálló, meg-  
határozott összegű járadékfizetési kötelezettség  
jelenértékének, valamint a kötelezettség finan-  
szírozását szolgáló, el nem számolt aktuáriusi  
nyereségekkel és veszteségekkel kiigazított esz-  
közök valós értékének különbségével egyezik  
meg.

A meghatározott összegű járadékfizetési köte-  
lezettséget évről évre független aktuáriusok szá-  
mítják ki a halmozott jogosultságok (projected  
unit credit) módszerével. A meghatározott  
összegű járadékfizetési kötelezettség jelenérté-  
két a jövőbeni cash flow becslült értékének disz-  
kontálásával olyan jó besorolású, euróban deno-  
minált vállalati kötvények kamatlábát  
alkalmazva határozzák meg, amelyek lejáratu-  
kat tekintve hasonlítanak az adott nyugdíjfi-  
zetési kötelezettséghez.

Aktuáriusi nyereségek és veszteségek tapaszta-  
laton alapuló kiigazításokból (a tényleges fejle-  
mények eltérnek a korábbi feltételezésektől) és  
az aktuáriusi feltételezések megváltozásából  
fakadhatnak.

Az EKB 2005-ig külön tüntette fel a meghatá-  
rozott összegű járadékfizetési kötelezettséget és  
a rendszer eszközeinek valós értékét (bruttó  
kimutatás). Minden aktuáriusi nyereség és vesz-  
teség annak az évnek az eredménykimutatásá-  
ban szerepelt, amelyben elszámolták. Ennek  
következtében a 2004-es összehasonlító ada-  
tokat átsorolták, hogy összhangba hozzák őket  
a megváltozott számviteli irányelvekkel. Mint-  
hogy korábban az összes aktuáriusi nyereséget  
és veszteséget a felmerülés évében számolták  
el, ebből a szempontból nem volt szükség év-  
eleji kiigazításra.

### **Eredménykimutatás**

Az eredménykimutatásban szereplő nettó összeg a következő tételekből áll:

- (a) az év folyamán felhalmozódó szolgálati költség;
- (b) a meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség diszkontrátán számított kamata;
- (c) a rendszer eszközeinek várható megtérülése;
- (d) az eredménykimutatásban a „10%-os sáv” módszerével elszámolt aktuáriusi nyereségek és veszteségek.

### **„10%-os sáv” módszere**

Azokat az el nem számolt nettó aktuáriusi nyereségeket és veszteségeket, amelyek 10%-kal meghaladják (a) a meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettséget vagy – amennyiben ez nagyobb – (b) a rendszer eszközeinek valós értékét, a résztvevő alkalmazottak várhatóan hátralevő élettartamára elosztva írják le.

### **Az Igazgatóság tagjainak nyugdíja és egyéb nyugdíjjellegű kötelezettségek**

Az Igazgatóság tagjainak nyugdíját és a munkatársak rokkantsági nyugdíját nem alapszerű társadalombiztosítási rendszerekből fedezik. A juttatások várható költségeinek fedezete az igazgatósági tagok/munkatársak hivatali vagy alkalmazási ideje alatt halmozódik fel, a járadékkal meghatározott rendszereknél alkalmazott módszerhez hasonlóan. Az aktuáriusi nyereségeket és veszteségeket a korábban ismertetett módon számolják el.

Ezeket a kötelezettségeket évről évre független aktuáriusok értékelik, hogy a pénzügyi kimutatásokban megfelelő adatot tüntessenek fel.

### **FORGALOMBAN LÉVŐ BANKJEGYEK**

Az eurorendszer tagjai, nevezetesen az EKB és az euroövezet 12 nemzeti központi bankja, eurobankjegyeket bocsát ki.<sup>3</sup> A forgalomban levő bankjegyek összértékét egy elosztási kulcs<sup>4</sup>

alapján, a hónap utolsó munkanapján osztják ki az eurorendszer NKB-inak.

Az EKB-nak a forgalomban levő bankjegyek összértékének 8%-a jár, ez a mérleg forrásoldalon a „Forgalomban levő bankjegyek” soron szerepel. Az EKB részesedése a teljes eurobankjegy-kibocsátásból az NKB-kal szembeni követelések által realizálódik. Ezeket a kamatozó követeléseket<sup>5</sup> az „Eurorendszeren belüli követelések” soron belül „Az eurobankjegyelosztással kapcsolatos követelések” altételben kell feltüntetni (lásd a számviteli politikáról szóló fejezetben a „KBER-en/euroövezeten belüli követelések/kötelezettségek” című pontot). A fenti követelések kamatbevétele a „Nettó kamatbevételek” soron szerepel. A Kormányzótanács 2002-es döntése értelmében ezeket a bevételeket külön, az egyes negyedévek végén előzetes kifizetés formájában osztják szét az NKB-k között.<sup>6</sup> A bevételek végül teljes mértékben elosztásra kerülnek, kivéve, ha az EKB tárgyévi nettó nyeresége alacsonyabb, mint a forgalomban levő bankjegyekből származó bevételei, és akkor is, ha a Kormányzótanács úgy határoz, hogy átutalásokat eszközöl a devizaárfolyam, kamatláb- és aranyárkockázattal kapcsolatos céltartalékba, illetve ha a Kormányzótanács úgy dönt, hogy az eurobankjegyek kibocsátásából és kezeléséből az EKB-ra háruló költségekkel csökkenti a forgalomban levő bankjegyekből származó bevételt.

3 Módosított EKB/2001/15-ös határozat (2001. december 6) (HL L 337, 2001.12.20., 52–54. o.).

4 „Bankjegyelosztási kulcs”: az a százalékos arány, amely az EKB bankjegy-kibocsátási részesedésének levonását követően a tőkejegyzési kulcs alapján határozza meg az egyes NKB-k részesedési arányát az eurobankjegyek kibocsátásában.

5 Módosított EKB/2001/16 határozat (2001. december 6.) a résztvevő tagállamok nemzeti központi bankjainak a 2002. pénzügyi évből származó monetáris jövedelmének elosztásáról (HL L 337, 2001.12.20., 55–61. o.).

6 Módosított EKB/2002/9-es határozat (2002. november 21.) az Európai Központi Banknak a forgalomban levő eurobankjegyekből származó jövedelmének elosztásáról a résztvevő tagállamok nemzeti központi bankjai között (HL L 323, 2002.11.28., 49–50. o.). A határozatot hatályon kívül helyezte az EKB/2005/11-es határozat (HL L 311, 2005.11.26., 41. o.), amely 2005. november 18-án lépett hatályba. 2006-tól kezdődően ilyen jellegű jövedelemelosztás kizárólag az év végén esedékes.

## **EGYÉB KÉRDÉSEK**

Figyelembe véve az EKB központi banki szerepét, az Igazgatóság úgy véli, hogy egy cash flow-kimutatás közzlése nem juttatná a pénzügyi beszámoló olvasóit további érdemleges információkhoz.

A KBER alapokmánya 27. cikkével összhangban, valamint a Kormányzótanács ajánlása alapján az Európai Unió Tanácsa elfogadta a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft független könyvvizsgálói kinevezését öt éves időtartamra, a 2007-es pénzügyi év végéig.



## A MÉRLEGSOROKAT LEÍRÓ, RÉSZLETEZŐ ADATOK

### 1 ARANYKÉSZLETEK ÉS ARANYKÖVETELÉSEK

2005. december 31-én az EKB tulajdonában 23,1 millió uncia arany volt (2004-ben 24,7 millió uncia). A csökkenés azoknak az aranyeladásoknak a következménye, amelyeket az aranyra vonatkozó, 2004. szeptember 27-én az EKB által is aláírt központi bankok közötti megállapodás alapján hajtottak végre. Az aranyállomány összértéke 2004 végéhez képest növekedett, mert az aranyár 2005-ben jelentős mértékben emelkedett (lásd a számviteli politikáról szóló fejezetben „Az arany- és devizaeszközök, illetve -források” című pontot).

### 2 AZ EUROÖVEZETEN KÍVÜLI ÉS EUROÖVEZETBELI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖVETELÉSEK

#### *Az IMF-fel szembeni követelések*

Ez a tétel az EKB SDR-állományának 2005. december 31-i értékét mutatja. A követelés a Nemzetközi Valutaalappal (IMF) fennálló kétirányú SDR adásvételi megállapodásból ered, amelynek értelmében az IMF fel van hatalmazva, hogy az EKB nevében SDR-t adjon el és vásároljon euróért egy minimális és maximális állományszint között. Az SDR egy valutakosár, értékét a négy főbb valuta (euro, jen, font sterling, USD) árfolyamának súlyozott összege adja. A számviteli kimutatásokban az SDR-t valutaként kezelik (lásd a számviteli politikáról szóló fejezetben „Az arany- és devizaeszközök, illetve -források” című pontot).

#### *Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euroövezeten kívüli hitelek és egyéb euroövezeten kívüli eszközök Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések*

A követelések bankokkal szembeni követelésekből, devizahitelekből, USA-dollárban, illetve jenben denominált értékpapír-befektetésekből állnak a következők szerint:

<i>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések</i>	2005 €	2004 €	Változás €
Folyószámlák	5 149 756 962	2 682 171 017	2 467 585 945
Pénzpiaci betétek	1 182 580 317	848 227 002	334 353 315
Passzív repoügyletek	1 306 216 228	2 408 046 989	(1 101 830 761)
Értékpapír-befektetések	23 424 003 735	21 000 548 972	2 423 454 763
Összesen	31 062 557 242	26 938 993 980	4 123 563 262

<i>Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni követelések</i>	2005 €	2004 €	Változás €
Folyószámlák	25 019	26 506	(1 487)
Pénzpiaci betétek	2 908 790 370	2 547 022 979	361 767 391
Passzív repoügyletek	0	4 967 080	(4 967 080)
Összesen	2 908 815 389	2 552 016 565	356 798 824

A fenti pozíciók 2005-ben tapasztalható növekedésének hátterében elsősorban az EKB USA-dollárban denominált eszközeinek év végi átértékelése áll (lásd a számviteli politikáról szóló fejezetben az „Arany- és devizaeszközök, illetve -források” című pontot).

### 3 EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖVETELÉSEK EURÓBAN

2005. december 31-én ezek a követelések az euroövezeten kívüli rezidenseknél elhelyezett bankbetétekből álltak.

### 4 EUROÖVEZETBELI HITELINTÉZETEKSEL SZEMBENI EGYÉB KÖVETELÉSEK EURÓBAN

2005. december 31-én ezek a követelések az euroövezetbeli rezidenseknél elhelyezett bankbetétekből álltak.

## 5 EUORENDSZEREN BELÜLI KÖVETELÉSEK

### *Az eurobankjegy-elosztással kapcsolatos követelések*

Ez a tétel az EKB-nak az euroövezetbeli NKB-kkal szemben az eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztása miatti követeléseit tartalmazza (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban levő bankjegyek” című pontját).

### *Egyéb eurorendszeren belüli követelések (nettó)*

A tétel az euroövezet NKB-inak az EKB-val szembeni TARGET-egyenlegeit, valamint a bankjegyekből származó EKB-bevételek évközi elosztásához kapcsolódó összegeket tartalmazza. 2005. december 31-én az euroövezetbeli NKB-k által fizetendő összeg 634 millió euro volt a bankjegyekből származó EKB-bevételek évközi szétosztásához kapcsolódóan (2004-ben 536 millió euro). Ez a tétel az említett bevételekből az euroövezet NKB-inak az első három negyedévben kiosztott, de később visszahívásra került összegeket jelenti (lásd a „Forgalomban levő bankjegyek” című pontot a számviteli politikáról szóló fejezetben, valamint a „Nettó kamatbevételek” című 18. pontot).

	2005 €	2004 €
Euroövezetbeli NKB-k által fizetendő, a TARGET-hez kapcsolódóan	75 906 443 905	64 024 554 579
Euroövezetbeli NKB-knak fizetendő, a TARGET-hez kapcsolódóan	(71 393 877 603)	(61 149 859 140)
TARGET nettó pozíciója	4 512 566 302	2 874 695 439
Az euroövezetbeli NKB-knak/NKB-k által fizetendő összeg a bankjegyekből származó EKB-bevételek évközi szétosztásához kapcsolódóan	634 472 107	536 222 885
Egyéb eurorendszeren belüli követelések (nettó)	5 147 038 409	3 410 918 324

## 6 EGYÉB ESZKÖZÖK

### *Tárgyi eszközök*

2005. december 31-én az alábbi fő tételeket sorolták a fenti kategóriába:

	Könyv szerinti nettó érték 2005. december 31-én €	Könyv szerinti nettó érték 2004. december 31-én €	Változás €
Ingatlanok	128 986 932	135 997 016	(7 010 084)
Számítógépes hardver és szoftver	30 751 165	43 089 388	(12 338 223)
Berendezések, bútorok, üzemi felszerelések, gépjárművek	2 929 688	3 809 292	(879 604)
Folyamatban levő beruházások	11 576 491	3 215 050	8 361 441
Egyéb tárgyi eszközök	993 626	1 207 558	(213 932)
Összesen	175 237 902	187 318 304	(12 080 402)

A tétel elsősorban amiatt csökkent, hogy 2004-től eltérően 2005-ben nem történtek jelentős ingatlan-, valamint számítógépes hardver- és szoftvervásárlások.

A „Folyamatban levő beruházások” tétel növekedése elsősorban az EKB új központjával függ össze. Az ebben a kategóriában szereplő eszközök használatba vételük után kerülnek át a megfelelő tárgyi eszközök közé.

### *Egyéb pénzügyi eszközök*

E tétel fő komponensei a következők:

	2005 €	2004 €	Változás €
Értékpapírok euróban	5 710 256 343	5 399 222 333	311 034 010
Passzív repoügyletek euróban	1 136 043 600	869 977 933	266 065 667
Egyéb pénzügyi eszközök	42 190 637	38 875 639	3 314 998
Összesen	6 888 490 580	6 308 075 905	580 414 675

- (a) Az „Értékpapírok euróban” és a „Passzív repoügyletek euróban” sorok alkotják az EKB saját vagyonalapjának befektetését (lásd még az „Egyéb források” című 12. pontot).
- (b) 2004 végén az EKB nyugdíjalapjához kapcsolódó 120,2 millió eurós befektetési portfóliót ennél a tételnél tüntették fel. Ezt a portfóliót most átsorolták az „Egyéb források” alatt feltüntetett, nyugdíjrendszerrel kapcsolatos nettó kötelezettségek közé (lásd a számviteli politikájáról szóló fejezet „Az EKB saját nyugdíjrendszere és a volt munkatársaknak fizetett egyéb juttatások” című pontját).
- (c) 2005-ben az EKB 211 újabb részvényt szerzett a Nemzetközi Fizetések Bankjában (BIS). Ezzel az EKB BIS-részvényeinek száma 3211-re növekedett. A részvények 41,8 millió eurós bekerülési költségen vannak elszámolva.

#### **Aktív időbeli elhatárolások**

2005-ben ez a sor azt a felhalmozódott kamatkövetelést is magában foglalta, amely az EKB-nak az eurobankjegyek eurorendszerbeli elosztásához kapcsolódó követeléséből származott az utolsó negyedévben (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontját).

A sor tartalmazza az értékpapírokon és egyéb pénzügyi eszközökön felhalmozódott kamatot is.

#### **Egyéb tételek**

Idetartozik az a Német Szövetségi Pénzügyminisztériummal szembeni követelés, amely a kifizetett, de visszatérítendő áfához és egyéb közvetett adókhoz kapcsolódik. Az Európai Közösségek kiváltságairól és mentességeiről szóló jegyzőkönyv 3. cikkének értelmében az ilyen adónemek visszatérítendőek. Ez a szabály a KBER-alapokmány 40. cikke szerint az EKB-ra is alkalmazandó.

## **7 FORGALOMBAN LÉVŐ BANKJEGYEK**

Ez a forrástétel az EKB részesedését tartalmazza a teljes forgalomban lévő eurobankjegy-állományból (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontját).

## **8 EGYÉB EUROÖVEZETBELI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖTELEZETTSÉGEK EURÓBAN**

Ez a tétel az Euro Bankszövetség (Euro Banking Association – EBA) tagjai által elhelyezett betétekből áll, amelyek fedezetként szolgálnak az EKB számára az EBA által végrehajtott fizetési megbízások TARGET-ben történő teljesítéséhez.

## **9 EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖTELEZETTSÉGEK EURÓBAN**

Ezek a kötelezettségek elsősorban azokat az EKB-nál vezetett számlákat tartalmazzák, amelyek az euroövezeten kívüli NKB-knak a TARGET-ben végrehajtott tranzakcióiból adódnak (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „KBER-en/eurorendszeren belüli követelések/kötelezettségek” című pontját).

## **10 EUROÖVEZETBELI ÉS EUROÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖTELEZETTSÉGEK**

Az euroövezetbeli és euroövezeten kívüli rezidensekkel végrehajtott repoügyletekből adódó, az EKB devizatartalék-kezelési tevékenységével kapcsolatos kötelezettségek a következők:

Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek	2005 €	2004 €	Változás €
Visszavásárlási megállapodások	0	4 967 080	(4 967 080)

<i>Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek</i>	2005 €	2004 €	Változás €
Visszavásárlási megállapodások	855 933 000	1 254 905 957	(398 972 957)

## 11 EUORENDSZEREN BELÜLI KÖTELEZETTSÉGEK

Ezek azok az euroövezetbeli NKB-kal szembeni kötelezettségek, amelyek abból származnak, hogy az NKB-k az euroövezethez való csatlakozáskor devizatartalékok megtestesítő eszközöket adtak át az EKB-nak. 2004-ben kétszer kiigazítást hajtottak végre ezekben az egyenlegekben, hogy tükrözzék (a) az EKB tőkejegyzési kulcsának 2004. január 1-jei ötéves korrekcióját és (b) a tíz új tagállam 2004. május 1-jei csatlakozását, ami szintén megváltoztatta az EKB tőkejegyzési kulcsának súlyozását. A két kiigazítás együttes hatására 40,5 milliárd euróról 39,8 milliárd euróra csökkentek az egyenlegek. 2005-ben nem került sor további kiigazításokra.

Az egyenlegek kamatozását az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveletének legfrissebb rendelkezésre álló, az aranykomponens nulla hozama alapján kiigazított marginális kamatlába határozza meg (lásd a „Nettó kamatbevételek” című 18. pontot).

	Tőkejegyzési kulcs %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11 761 707 508
Bank of Greece	1,8974	1 055 840 343
Banco de España	7,7758	4 326 975 513
Banque de France	14,8712	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513 006 858
Banca d'Italia	13,0516	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87 254 014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1 157 451 203
Banco de Portugal	1,7653	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717 118 926
<b>Összesen</b>	<b>71,4908</b>	<b>39 782 265 622</b>

## 12 EGYÉB FORRÁSOK

Ezt a tételt jórészt az NKB-knak fizetendő kamat alkotja, amelyet az EKB az átadott devizatartalékok után fizet (lásd az „Eurorendszeren belüli kötelezettségek” című 11. pontot). Az egyenleg szintén tartalmazza (a) az egyéb időbeli elhatárolásokat, valamint a fennálló repoügyleteknek egy 556 millió eurós, az EKB saját vagyonalapjának kezeléséhez kapcsolódó állományát (lásd az „Egyéb eszközök” című 6. pontot), és (b) az EKB nyugdíjrendszerrel kapcsolatos nettó kötelezettségeit.

### *Az EKB saját nyugdíjrendszere és a volt munkatársaknak fizetett egyéb juttatások*

Az EKB nyugdíjfizetési kötelezettségeivel összefüggésben a mérlegben a következő tételeket számolják el (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Az EKB saját nyugdíjrendszere és a volt munkatársaknak fizetett egyéb juttatások” című pontját):

	2005 millió €	2004 millió €
Kötelezettségek jelenértéke	223,5	178,5
Eszközök valós értéke	(161,2)	(120,2)
El nem számolt aktuáriusi nyereség/(veszteség)	6,5	0
Mérlegben elszámolt kötelezettség	68,8	58,3

A kötelezettségek jelenértéke tartalmazza az Igazgatóság tagjainak nyugdíjával és a munkatársak rokkantsági nyugdíjával kapcsolatos, 30,4 millió euro értékű, nem alapszerű kötelezettségeket (2004-ben 23,0 millió euro).

A 2005-ös eredménykimutatásban elszámolt összegek, illetve azok az összegek, amelyek 2004-ben „Folyó szolgáltatási költség”, „Kötelezettségek kamata” és „A rendszer eszközeinek várható megtérülése” cím alatt kerültek volna feltüntetésre, a következők:

	2005 millió €	2004 millió €
Folyó szolgáltatási költség	24,6	17,6
Kötelezettségek kamata	6,2	4,8
A rendszer eszközeinek várható megtérülése	(5,2)	(4,2)
Elszámolt éves nettó aktuáriusi (nyereség)/veszteség	0	23,7
Összesen a személyi jellegű ráfordításokban	25,6	41,9

A meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség jelenértéke a következőképpen változott:

	2005 millió €	2004 millió €
Meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség nyitó értéke	178,5	123,4
Szolgáltatási költség	24,6	17,6
Kamatköltség	6,2	4,8
Nyugdíjrendszer résztvevőinek hozzájárulásai	9,3	8,4
Egyéb nettó változások a nyugdíjrendszer résztvevőinek hozzájárulásait megtestesítő forrásokban	6,1	1,8
Kifizetett juttatások	(2,2)	(1,0)
Aktuáriusi (nyereség)/veszteség	1,0	23,5
Meghatározott összegű járadékfizetési kötelezettség záró értéke	223,5	178,5

Az eszközök valós értéke a következőképpen változott:

	2005 millió €	2004 millió €
Eszközök nyitó valós értéke	120,2	91,8
Várható megtérülés	5,2	4,2
Aktuáriusi nyereség/(veszteség)	7,5	(0,2)
Munkáltató hozzájárulásai	14,7	14,6
Nyugdíjrendszer résztvevőinek hozzájárulásai	9,3	8,4
Kifizetett juttatások	(1,8)	(0,4)
Egyéb nettó változások a nyugdíjrendszer résztvevőinek hozzájárulásait megtestesítő eszközökben	6,1	1,8
Eszközök záró valós értéke	161,2	120,2

Az e pontban említett értékelések elkészítésekor az aktuáriusok olyan feltételezésekből indultak ki, amelyeket az Igazgatóság elszámolás és közzététel céljára elfogadott.

A munkatársaknak fizetendő járadékok összegének kiszámításánál az aktuáriusok a következőkben ismertetett fő feltételezésekből indulnak ki. A rendszer eszközeinek várható megtérülési rátáját az eredménykimutatásban elszámolt éves összeg kiszámítására használják.

	2005 %	2004 %
Diszkontráta	4,10	4,50
A rendszer eszközeinek várható megtérülése	6,00	6,00
Jövőbeni fizetésemelések	2,00	3,75
Jövőbeni nyugdíjemelések	2,00	2,25

### 13 CÉLTARTALÉKOK

Az EKB devizaárfolyam-, kamatláb- és aranyárkockázatoknak való jelentős kitétségét és az átértékelési számlák jelenlegi nagyságát figyelembe véve a Kormányzótanács szükségesnek látta, hogy létrehozson egy céltartalékot a fenti kockázatokra. 2005. december 31-én egy 992 millió eurós összeget helyeztek el ebbe a céltartalékba, így a nettó nyereség pontosan nulla csökkent.

Ezt a kockázati céltartalékot a jövőbeni realizált és nem realizált veszteségek, különösen az átértékelési számlák által nem fedezett értékelési veszteségek finanszírozására fordítják. A céltartalék nagyságát és további szükségességét évről évre annak fényében vizsgálják felül, hogy az EKB hogyan értékeli a devizaárfolyam, kamatláb- és aranyárkockázatoknak való várható kitétségét. Az értékelés a pénzügyi kockázatok becslésének általánosan elfogadott módszerein alapul.

Ez a tétel tartalmazza azt céltartalékot, amelyet az EKB azon szerződésbeli kötelezettségének teljesítésére képzett, hogy a végleges EKB-központba való átköltözéskor a jelenleg használt

épületeket eredeti állapotukba visszaállítsa, valamint néhány más céltartalékot.

## 14 ÁTÉRTÉKELÉSI SZÁMLÁK

Ezek a számlák az átértékelési tartalékot foglalják magukban, amely az eszközökön és forrásokon nem realizált nyereségből adódik.

	2005 €	2004 €	Változás €
Arany	4 362 459 301	1 853 957 106	2 508 502 195
Deviza	3 737 934 137	0	3 737 934 137
Értékpapírok	8 234 660	67 160 084	(58 925 424)
Összesen	8 108 628 098	1 921 117 190	6 187 510 908

Az év végi átértékeléshez a következő devizaárfolyamokat használták fel:

Árfolyam	2005	2004
USD/euro	1,1797	1,3621
jen/euro	138,90	139,65
euro/SDR	1,2099	1,1396
euro/uncia arany	434,856	321,562

## 15 SAJÁT TŐKE

### Tőke

Az EKB jegyzett tőkéje 5,565 milliárd euro. A befizetett tőke 4,089 milliárd eurót tesz ki. Az euroövezet NKB-i teljes mértékben befizették tőkerészesedésüket, melynek 3,978 milliárd eurós összege az alábbiak szerint oszlik meg (2005-ben nem történt változás):<sup>7</sup>

	Tőkejegyzési kulcs %	€
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141 910 195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1 176 170 751
Bank of Greece	1,8974	105 584 034
Banco de España	7,7758	432 697 551
Banque de France	14,8712	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51 300 686
Banca d'Italia	13,0516	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8 725 401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115 745 120
Banco de Portugal	1,7653	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71 711 893
<b>Összesen</b>	<b>71,4908</b>	<b>3 978 226 562</b>

A 13 euroövezeten kívüli tagállam NKB-ja köteles befizetni jegyzett tőkéjének egy minimális százalékát, amellyel hozzájárul az EKB működési költségeihez. 2004-ben ez az érték 5%-ról 7%-ra emelkedett. A tíz új euroövezeten kívüli EU-tagállam NKB-inak befizetéseivel együtt ez a hozzájárulás összesen 111 050 988 eurót tett ki 2004 végén. 2005-ben nem történt változás. Az euroövezetbeli NKB-kal ellentétben az euroövezeten kívüli NKB-k nem részesülhetnek az EKB felosztható nyereségéből – beleértve az eurobankjegyek eurorendszerbeli szétosztásából származó bevételt –, ugyanakkor nem kötelesek finanszírozni az EKB veszteségeit.

Az euroövezeten kívüli NKB-k a következő összegeket fizették be:

<sup>7</sup> A táblázatban euróra kerekített összegek találhatóak. Emiatt az „Összesen” sorokon pontatlanságok adódhatnak.

	Tőkejegyzési kulcs %	€
Česká národní banka	1,4584	5 680 860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6 101 159
Eesti Pank	0,1784	694 916
Central Bank of Cyprus	0,1300	506 385
Latvijas Banka	0,2978	1 160 011
Lietuvos bankas	0,4425	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5 408 191
Central Bank of Malta	0,0647	252 024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20 013 889
Banka Slovenije	0,3345	1 302 967
Národná banka Slovenska	0,7147	2 783 948
Sveriges Riksbank	2,4133	9 400 451
Bank of England	14,3822	56 022 530
<b>Total</b>	<b>28,5092</b>	<b>111 050 988</b>

## MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK

### 16 AUTOMATIZÁLT ÉRTÉKPAPÍR-KÖLCSÖNZÉSI PROGRAM

Az EKB saját vagyonalapjához kötődően automatizált értékpapír-kölcsönzési programmegállapodást kötött, amelynek értelmében egy kijelölt megbízott EKB nevében eljárva értékpapír-kölcsönzési ügyletet kezdeményezhet több, az EKB által kijelölt ügyfélkörbe tartozó partnerrel. A megállapodás értelmében kötött penziós ügyletek 2005. december 31-én fennálló állománya 0,9 milliárd euro volt (2004-ben 1 milliárd euro) (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Penziós ügyletek” című részét).

### 17 TŐZSDEI HATÁRIDŐS KAMATLÁBÜGYLETEK

2005-ben az EKB devizatartalékainak kezelése keretében tőzsdei határidős deviza kamatlábügyleteket hajtott végre. 2005. december 31-én a fennálló tranzakciók állománya a következő volt:

Tőzsdei határidős deviza kamatlábügyletek	A kontraktus értéke €
Vétel	5 021 586 677
Eladás	100 873 103

# AZ EREDMÉNYKIMUTATÁS SORAIT LEÍRÓ, RÉSZLETEZŐ ADATOK

## 18 NETTÓ KAMATBEVÉTELEK

### *Devizatartalékok utáni kamatbevételek*

Ez a tétel a devizában denominált eszközök és források utáni kamatbevételeknek a kamatráfordításokkal csökkentett értékét foglalja magában:

	2005 €	2004 €	Változás €
Folyószámla- betétek kamata	7 519 063	3 744 188	3 774 875
Pénzpiaci betétekből származó bevétel	124 214 410	49 854 512	74 359 898
Passzív repoügyletek	153 568 329	63 759 141	89 809 188
Értékpapírokból származó nettó bevétel	641 956 243	317 073 827	324 882 416
<b>A deviza- tartalékok utáni kamatbevétel összesen</b>	<b>927 258 045</b>	<b>434 431 668</b>	<b>492 826 377</b>
Folyószámlabeté- tekkel kapcsolatos kamatráfordítás	(221 697)	(32 020)	(189 677)
Visszavásárlási megállapodások	(37 562 595)	(11 947 990)	(25 614 605)
Egyéb (nettó) kamatráfordítások	(64 964)	(32 960)	(32 004)
<b>A deviza- tartalékok utáni (nettó) kamatbevétel</b>	<b>889 408 789</b>	<b>422 418 698</b>	<b>466 990 091</b>

2005-ben az USA-dollárban denominált eszközök kamatlábának növekedése következtében jelentősen emelkedtek a kamatbevételek.

### *Eurobankjegyek eurorendszeren belüli elosztásából származó kamatbevételek*

Ez a tétel az EKB-nak a teljes eurobankjegykibocsátásban vállalt 8%-os részesedéséhez kapcsolódó kamatbevételből áll. Ez a kamat az EKB bankjegykibocsátásból való részesedése miatti követeléseivel kapcsolódik, számítása az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveletének legfrissebb rendelkezésre álló marginális kamatlába szerint történik. A kamatbevétel felosztásra kerül az NKB-k között a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontjában foglaltak szerint.

Az EKB-nak a 2005-re vonatkozó várható pénzügyi eredménye fényében a Kormányzótanács 2005 decemberében úgy döntött, hogy:

- (a) visszahívja az NKB-któl az első három negyedéves előzetes kifizetést, melynek összértéke 634 millió euro;
- (b) visszatartja az utolsó negyedéves előzetes kifizetést, melynek értéke 234 millió euro.

### *Az NKB-knak az átadott devizatartalék- eszközökkel kapcsolatos követelése után fizetett kamat*

Ebben a tételben azt a kamatot kell kimutatni, amely az euroövezetbeli NKB-knak az általuk, a KBER alapokmányának 30.1. cikke alapján átadott devizatartalék-eszközökkel kapcsolatos, EKB-val szembeni követelése után fizetendő.

### *„Egyéb kamatbevételek” és „Egyéb kamatráfordítások”*

E két tétel tartalmazza a TARGET-egyenlegekből származó 1,6 milliárd eurós kamatbevételeket (2004-ben 1,2 milliárd euro) és 1,5 milliárd eurós kamatráfordításokat (2004-ben 1,1 milliárd euro), valamint az euróban denominált egyéb eszközökhöz és forrásokhoz kapcsolódó kamatbevételeket és kamatráfordításokat.

## 19 PÉNZÜGYI MŰVELETEKBŐL SZÁRMAZÓ REALIZÁLT NYERESÉG/VESZTESÉG

A pénzügyi műveletekből származó realizált nettó nyereség 2005 folyamán a következőképpen alakult:

	2005 €	2004 €	Változás €
Értékpapírok utáni nettó realizált árfolyamnyereség	14 854 774	94 643 135	(79 788 361)
Nettó realizált aranyár- és árfolyamnyereség/ (veszteség)	134 514 361	41 402 675	93 111 686
Pénzügyi műveletekből származó realizált nyereség	149 369 135	136 045 810	13 323 325



## 20 PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK ÉS POZÍCIÓK ÉRTÉKVESZTÉSE

	2005 €	2004 €	Változás €
Értékpapírok utáni nem realizált árfolyam-veszteség	(97 487 772)	(28 485 006)	(69 002 766)
Nem realizált devizaárfolyam-veszteség	(6 309)	(2 064 800 103)	2 064 793 794
Összesen	(97 494 081)	(2 093 285 109)	1 995 791 028

Ez a tétel főleg az EKB USA-dollárban denominált értékpapírjai beszerzési értékének év végi árakra való leírásából adódott.

## 21 DÍJAK ÉS JUTALÉKOK NETTÓ RÁFORDÍTÁSAI

	2005 €	2004 €	Változás €
Díjakból és jutalékokból befolyó bevételek	473 432	297 964	175 468
Díjakhoz és jutalékokhoz kapcsolódó ráfordítások	(655 805)	(559 481)	(96 324)
Díjak és jutalékok nettó ráfordításai	(182 373)	(261 517)	79 144

A díj- és jutalékbevételek elsősorban a kötelezőtartalék-képzésre vonatkozó szabályok megszegése miatt a hitelintézetekre kirótt büntetésekből származtak. A ráfordítások pedig jórészt a folyószámlákkal kapcsolatos díjakból, valamint a tőzsdei határidős deviza kamatlábügyletek végrehajtásából adódtak (lásd a mérleg-sorokat részletező fejezet „Tőzsdei határidős kamatlábügyletek” című 17. pontját).

## 22. EGYÉB BEVÉTELEK

Egyéb bevételek elsősorban az adminisztrációs célra képzett felhasználatlan céltartalékoknak az eredménykimutatásba történt átvezetése

miatt jelentkeztek. Ez a tétel különösen azért növekedett, mert az EKB bérleti szerződéseinek módosításai után átértékelte, majd csökkentette azt a céltartalékot, amelyet azon szerződésbeli kötelezettségének teljesítésére képzett, hogy a végleges EKB-központba való átköltözésekor a jelenleg használt épületeket eredeti állapotukba visszaállítsa.

## 23 SZEMÉLYI JELLEGŰ RÁFORDÍTÁSOK

Ebben a sorban szerepel az a 126,9 millió eurós tétel (2004-ben 120,0 millió euro), amely a fizetésből, a különböző juttatásokból és a személyi jellegű biztosítási költségekből tevődik össze. Az EKB Igazgatóságának javadalmazása 2,1 millió eurót tett ki (2004-ben 2,1 millió euro). 2005-ben az Igazgatóság távozó tagjai átmeneti juttatásokat, a korábbi tagok és hozzátartozóik pedig nyugdíjat kaptak, összesen 0,4 millió euro értékben (2004-ben 0,5 millió euro).

A bérek és egyéb juttatások struktúrája – beleértve a felső vezetés tagjainak javadalmazását – lényegét tekintve az Európai Közösségek javadalmazási szisztémáján alapul, azzal összevethető.

Ez a tétel tartalmazza az EKB saját nyugdíjrendszerével és a volt munkatársaknak fizetett egyéb juttatásokkal kapcsolatos 25,6 millió eurós (2004-ben 41,9 millió euro) összeget (lásd még az „Egyéb források” című 12. pontot).

A „Személyi jellegű ráfordítások” tételének csökkenése elsősorban az EKB saját nyugdíjrendszerével és a volt munkatársaknak fizetett egyéb juttatásokkal kapcsolatban keletkezett aktuáriusi nyereség/veszteség elszámolási módszere megváltozásának következménye. A 2004-es nyugdíjköltség jóval magasabb volt, mert a 23,7 millió eurós aktuáriusi veszteséget teljes egészében a felmerülés évében számolták el. Mivel 2005-ben már a 10%-os sáv módszerét alkalmazták, nem számoltak el aktuáriusi nyereséget/veszteséget az eredménykimutatásban (lásd az „Egyéb források” című 12. pontot).

2005 végén az EKB 1351 főt, közöttük 131 vezető beosztású munkatársat foglalkoztatott. A dolgozók száma 2005 folyamán a következőképpen alakult:

	2005	2004
Január 1-jén	1 309	1 213
Új munkaerő	82	137
Távozó munkaerő	40	41
December 31-jén	1 351	1 309
A foglalkoztatottak átlagos száma	1331	1261

## 24 IGAZGATÁSI KÖLTSÉGEK

Ide tartozik az összes többi folyó kiadás, úgymint az EKB épületeinek bérleti díja és karbantartási költségei, a nem aktivált eszközök és berendezések, szakértői díjak, egyéb szolgáltatások és felszerelések, valamint olyan alkalmazottakhoz köthető kiadások mint a felvételi, a költözési, munkába állási, képzési és visszaköltözési költség.

## 25 BANKJEGY-ELŐÁLLÍTÁSI KÖLTSÉGEK

Ezek a kiadások akkor léptek fel, amikor a készpénz iránti kereslet váratlan ingadozásai miatt valamelyik ország NKB-jából egy másikéba kellett bankjegyeket szállítani. Ennek költségét az EKB állja központilag.



# KIEGÉSZÍTŐ MELLÉKLET A NYERESÉG/ VESZTESÉG FELOSZTÁSÁRÓL

*Jelen melléklet nem része az EKB 2005. évi pénzügyi beszámolójának.*

## A FORGALOMBAN LEVŐ BANKJEGYÁLLOMÁNYBÓL VALÓ EKB-RÉSZESEDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ BEVÉTELEK

2004-ben a Kormányzótanács döntését követően az EKB visszatartott 733 millió eurónyi bevételt, amely az eurobankjegy-forgalomból való részesedéséhez kapcsolódó összbevétele volt. A döntés célja annak megakadályozása, hogy a teljes felosztott nyereség meghaladja az EKB éves nettó nyereségét. 2005-ben hasonló megfontolásból 868 millió euro került visszatartásra. Mindkét összeg az EKB-nak a forgalomban lévő teljes bankjegyállományból való részesedéséhez kapcsolódó tárgyévi összbevétel.

## AZ EKB NYERESÉGÉNEK FELOSZTÁSA/VESZTESÉGEINEK FEDEZÉSE

A KBER alapokmányának 33. cikke értelmében az EKB nettó nyeresége a következő sorrendben kerül felosztásra:

- a nettó nyereség 20%-át meg nem haladó, a Kormányzótanács által meghatározott összeget az általános tartalékalapba kell átutalni legfeljebb a tőke 100%-át elérő mértékben;
- a nettó nyereség maradványát az EKB részvényesei között kell felosztani a befizetett részesedésük arányában.

Az EKB által elszenvedett veszteség esetében a hiány az EKB általános tartalékalapja, szükség esetén pedig a Kormányzótanács döntését követően az adott pénzügyi év monetáris jövedelme terhére jóváírható a nemzeti központi bankok között az alapokmány 32.5.<sup>1</sup> cikknek megfelelően felosztott összegek arányában és mértékéig.

2005-ben a bank 992 millió eurós céltartalékot képzett a devizaárfolyam-, a kamat- és az aranyárfolyam-kockázatok fedezésére, aminek ered-

ményeképpen nettó nyeresége pontosan zérus volt. Ennek megfelelően sem általános tartalékalapba való átvezetés, sem részvényesek közötti nyereségfelosztás nem történt. Ugyanakkor veszteséget sem kellett fedezni.

Az EKB 2004-es és 2005-ös nyereségét/veszteségét a következőképpen kezelték:

	2005 €	2004 €
Tárgyévi nettó nyereség/ (veszteség)	0	(1 636 028 702)
Felhasználás az általános tartalékalapból	0	296 068 424
Átvezetés az NKB-k összevont monetáris jövedelméből	0	1 339 960 278
Összesen	0	0

<sup>1</sup> A KBER alapokmánya 32.5. cikkének értelmében a nemzeti központi bankok monetáris jövedelmének összege az EKB-nak befizetett tőkerészesedésük arányában kerül felosztásra a nemzeti központi bankok között.

## Auditor's report

President and Governing Council  
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Wohlmannstetter  
Wirtschaftsprüfer

Dr. Lemnitzer  
Wirtschaftsprüfer

**Az alábbi oldalon az EKB a külső könyvvizsgálói jelentés nem hivatalos fordítását közli.  
Eltérés esetén a KPMG aláírásával ellátott angol nyelvű változat a mérvadó.**

## **Auditori jelentés**

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsának elnöke

Majna-Frankfurt

Elvégeztük az Európai Központi Bank 2005. december 31-i fordulónapra elkészített mérlegének, a 2005. évi eredménykimutatásnak, és a kiegészítő mellékletnek a vizsgálatát. Az éves beszámoló elkészítése az Európai Központi Bank Igazgatóságának felelőssége. A könyvvizsgáló felelőssége az éves beszámoló véleményezése az elvégzett könyvvizsgálat alapján.

A könyvvizsgálatot a Nemzetközi Könyvvizsgálati Standardok alapján hajtottuk végre. A fentiek értelmében a könyvvizsgálat tervezése és végrehajtása révén elegendő és megfelelő bizonyosságot kell szerezni arról, hogy az éves beszámoló nem tartalmaz lényeges hibás állításokat. A könyvvizsgálat magában foglalja az éves beszámoló tényszámain és közléseit alátámasztó bizonylatok mintavételen alapuló vizsgálatát, emellett tartalmazza az alkalmazott számviteli alapelvek és az ügyvezetés lényegesebb becsléseinek, valamint az éves beszámoló bemutatásának értékelését. Úgy hisszük, hogy az elvégzett könyvvizsgálat elegendő és megfelelő alapot nyújt véleményünkhöz.

Véleményünk szerint az éves beszámoló az Európai Központi Bank 2005. december 31-i pénzügyi helyzetéről és a 2005. évi működésének eredményéről a kiegészítő melléklet első részében bemutatott számviteli politikának megfelelő, megbízható és valós képet ad.

Majna-Frankfurt, 2006. március 7.

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

## 5 AZ EURORENDSZER KONSZOLIDÁLT MÉRLEGE A 2005. DECEMBER 31-ÉVEL VÉGZŐDŐ PÉNZÜGYI ÉVRE

(MILLIÓ EURO)

ESZKÖZÖK	2005. DECEMBER 31.	2004. DECEMBER 31.
<b>1 Aranykészletek és aranykövetelések</b>	<b>163 881</b>	<b>125 730</b>
<b>2 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések</b>	<b>154 140</b>	<b>153 856</b>
2.1 Az IMF-fel szembeni követelések	16 391	23 948
2.2 Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euroövezeten kívüli hitelek és egyéb euroövezeten kívüli eszközök	137 749	129 908
<b>3 Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések</b>	<b>23 693</b>	<b>16 974</b>
<b>4 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések euróban</b>	<b>9 185</b>	<b>6 849</b>
4.1 Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések és hitelek	9 185	6 849
4.2 Az ERM-II-ben alkalmazott hitelkonstrukció miatt felmerülő követelések	0	0
<b>5 Euroövezetbeli hitelintézeteknek nyújtott, monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó hitelek euróban</b>	<b>405 966</b>	<b>345 112</b>
5.1 Irányadó refinanszírozási műveletek	315 000	270 000
5.2 Hosszabb távú refinanszírozási műveletek	90 017	75 000
5.3 Finomszabályozó penziós műveletek	0	0
5.4 Strukturális penziós műveletek	0	0
5.5 Aktív oldali rendelkezésre állás	949	109
5.6 Pótlólagos fedezetbekéréshez kapcsolódó hitelek	0	3
<b>6 Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb követelések euróban</b>	<b>3 636</b>	<b>3 763</b>
<b>7 Euroövezetbeli rezidensek által kibocsátott euróban denominált értékpapírok</b>	<b>92 367</b>	<b>70 244</b>
<b>8 Államháztartás euróban denominált adóssága</b>	<b>40 113</b>	<b>41 317</b>
<b>9 Egyéb eszközök</b>	<b>145 635</b>	<b>120 479</b>
<b>Eszközök összesen</b>	<b>1 038 616</b>	<b>884 324</b>

Kerekítés miatt a részadatok összegei eltérhetnek az összesen adatoktól.

## FORRÁSOK

2005.  
DECEMBER 31.2004.  
DECEMBER 31.

<b>1 Forgalomban lévő bankjegyek</b>	<b>565 216</b>	<b>501 256</b>
<b>2 Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni, monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó kötelezettségek euróban</b>	<b>155 535</b>	<b>138 735</b>
2.1 Folyószámla-tartozások (kötelezőtartalék-rendszer alapja)	155 283	138 624
2.2 Betéti rendelkezésre állás	252	106
2.3 Rögzített futamidejű betétek	0	0
2.4 Finomszabályozó penziós műveletek	0	0
2.5 Pótlólagos fedezetbekéréshez kapcsolódó betétek	0	5
<b>3 Euroövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb kötelezettségek euróban</b>	<b>207</b>	<b>126</b>
<b>4 Kibocsátott adósságlevelek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>5 Egyéb euroövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban</b>	<b>41 762</b>	<b>42 187</b>
5.1 Államháztartás	34 189	35 968
5.2 Egyéb kötelezettségek	7 573	6 219
<b>6 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban</b>	<b>13 224</b>	<b>10 912</b>
<b>7 Euroövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek</b>	<b>366</b>	<b>247</b>
<b>8 Euroövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek</b>	<b>8 405</b>	<b>10 679</b>
8.1 Betétek, számlatartozások és egyéb kötelezettségek	8 405	10 679
8.2 Az ERM-II-ben alkalmazott hitelkonstrukció miatt felmerülő kötelezettségek	0	0
<b>9 Az IMF által allokkált különleges lehívási jogok ellenpárja</b>	<b>5 920</b>	<b>5 573</b>
<b>10 Egyéb források</b>	<b>67 325</b>	<b>51 791</b>
<b>11 Átértékelési számlák</b>	<b>119 094</b>	<b>64 581</b>
<b>12 Saját tőke és tartalékok</b>	<b>61 562</b>	<b>58 237</b>
<b>Források összesen</b>	<b>1 038 616</b>	<b>884 324</b>





# FÜGGELÉKEK

## AZ EKB ÁLTAL ELFOGADOTT JOGI DOKUMENTUMOK

Az alábbi táblázat az EKB által 2005-ben és 2006 elején elfogadott és az Európai Unió Hivatalos Lapjában megjelent jogi dokumentumokat sorolja fel. A Hivatalos Lap példányai az Európai Közösségek Hivatalos Kiadványainak Hiva-

talánál szerezhetők be. Az EKB által megalkulása óta elfogadott és a Hivatalos Lapban megjelent összes jogi dokumentum listája „Jogi keretek” (*Legal Framework*) cím alatt az EKB honlapján található.

Szám	Cím	HL hivatkozás
EKB/2005/1	Az Európai Központi Bank 2005. január 21-ei iránymutatása egy Transzeurópai Automatizált Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszerről (TARGET) szóló EKB/2001/3 iránymutatás módosításáról	HL L 30., 2005.2.3., 21. o.
EKB/2005/2	Az Európai Központi Bank 2005. február 3-ai iránymutatása az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól szóló EKB/2000/7 iránymutatás módosításáról	HL L 111., 2005.5.2., 1. o.
EKB/2005/3	Az Európai Központi Bank 2005. február 11-ei ajánlása az Európai Unió Tanácsa számára a Banco de Portugal külső könyvvizsgálóiról	HL C 50., 2005.2.26., 6. o.
EKB/2005/4	Az Európai Központi Bank 2005. február 15-ei iránymutatása az Európai Központi Bank egyes statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről és a nemzeti központi bankok pénz- és bankstatisztika terén történő statisztikai adatszolgáltatására vonatkozó eljárásokról szóló EKB/2003/2 iránymutatás módosításáról	HL L 109., 2005.4.29., 6. o.
EKB/2005/5	Az Európai Központi Bank 2005. február 17-ei iránymutatása az Európai Központi Bank statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről és a Központi Bankok Európai Rendszerén belül az államháztartási finanszírozás statisztikája területén belül a statisztikai információcsere eljárásairól	HL L 109., 2005.4.29., 81. o.
EKB/2005/6	Az Európai Központi Bank 2005. március 11-ei iránymutatása az Európai Központi Bank devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek nemzeti központi bankok általi kezeléséről és az Európai Központi Bank devizatartalékokat megtestesítő eszközeit érintő műveletek jogi dokumentációjáról szóló EKB/2000/1 iránymutatás módosításáról	HL L 109., 2005.4.29., 107. o.
EKB/2005/7	Az Európai Központi Bank 2005. április 7-ei ajánlása az Európai Unió Tanácsa számára a Bank of Greece külső könyvvizsgálóiról	HL C 91., 2005.4.15., 4. o.

Szám	Cím	HL hivatkozás
EKB/2005/8	Az Európai Központi Bank 2005. április 7-ei ajánlása az Európai Unió Tanácsa számára a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique külső könyvvizsgálóiról	HL C 91., 2005.4.15., 5. o.
EKB/2005/9	Az Európai Központi Bank 2005. május 20-ai ajánlása az Európai Unió Tanácsa számára a De Nederlandsche Bank külső könyvvizsgálójáról	HL C 151., 2005.6.22., 29. o.
EKB/2005/10	Az Európai Központi Bank 2005. október 26-ai ajánlása az Európai Unió Tanácsa számára a Central Bank and Financial Services Authority of Ireland külső könyvvizsgálóiról	HL C 277., 2005.11.10., 30. o.
EKB/2005/11	Az Európai Központi Bank 2005. november 17-ei határozata az Európai Központi Bank forgalomban levő eurobankjegyekből származó jövedelmének a részt vevő tagállamok nemzeti központi bankjai közötti elosztásáról	HL L 311., 2005.11.26., 41. o.
EKB/2005/12	Az Európai Központi Bank 2005. november 17-ei határozata az Európai Központi Bank éves beszámolójáról szóló EKB/2002/11 határozat módosításáról	HL L 311., 2005.11.26., 43. o.
EKB/2005/13	Az Európai Központi Bank 2005. november 17-ei iránymutatása az Európai Központi Banknak a negyedéves pénzügyi elszámolásokra vonatkozó statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről szóló EKB/2002/7 iránymutatás módosításáról	HL L 30., 2006.2.2., 1. o.
EKB/2005/14	Az Európai Központi Bank 2005. december 9-ei határozata a 2006. évi érmekibocsátás mennyiségének engedélyezéséről	HL L 333., 2005.12.20., 55. o.
EKB/2005/15	Az Európai Központi Bank 2005. december 15-ei iránymutatása az Európai Központi Bank devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek nemzeti központi bankok általi kezeléséről és az Európai Központi Bank devizatartalékokat megtestesítő eszközeit érintő műveletek jogi dokumentációjáról szóló EKB/2000/1 iránymutatás módosításáról	HL L 345., 2005.12.28., 33. o.
EKB/2005/16	Az Európai Központi Bank 2005. december 30-ai iránymutatása egy Transzeurópai Automatizált Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszerről (TARGET)	HL L 18., 2006.1.23., 1. o.
EKB/2005/17	Az Európai Központi Bank 2005. december 30-ai iránymutatása az eurorendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól szóló EKB/2000/7 iránymutatás módosításáról	HL L 30., 2006.2.2., 26. o.

## AZ EKB ELFOGADOTT VÉLEMÉNYEI

A következő táblázat azokat a véleményeket tartalmazza, amelyeket a szerződés 105. cikkének (4) bekezdése és a KBER Alapszabályának 4. cikke értelmében, valamint a szerződés 112. cikke (2) bekezdésének b) pontja és az Alapszabály 11.2 cikkének értelmében az EKB 2005-ben fogadott el. Az EKB alapítása óta elfogadott összes vélemény megtalálható az EKB honlapján.

### (a) Az EKB tagállami konzultáció után elfogadott véleményei<sup>1</sup>

Sorszám <sup>2</sup>	Kezdeményező	A vélemény tárgya
CON/2005/1	Olaszország	A Banca d'Italia hitelnyújtása Libanon számára
CON/2005/3	Magyarország	Pénzfeldolgozás és -forgalmazás
CON/2005/5	Málta	A Central Bank of Malta hitelintézetekre vonatkozó statisztikai adatszolgáltatási követelményei
CON/2005/8	Litvánia	A hitelszövetkezetekre (kredito unija) vonatkozó kötelező tartalék követelmények
CON/2005/9	Belgium	Az értékpapír-elszámolási és a hasonló szabályozás alá eső intézmények prudenciális felügyelete
CON/2005/10	Magyarország	A Magyar Nemzeti Bank statisztikai adatközlési követelményei fizetések tranzakciós kódjait illetően
CON/2005/12	Luxemburg	Pénzügyi biztosítékokról szóló megállapodások
CON/2005/13	Ciprus	Monetáris pénzügyi intézmények jelentései havi mérlegeikről
CON/2005/14	Magyarország	Kötelező jegybanki tartalék
CON/2005/15	Dánia	Terheléskártya-rendszer működtetési költségeinek felosztása a bankok, fogyasztók és kiskereskedők között
CON/2005/19	Magyarország	A törvényes fizetőeszköz hamisítás elleni védelmével kapcsolatos technikai feladatok és egyéb kötelezettségek
CON/2005/20	Lettország	A Latvijas Banka alapszabályának módosításai
CON/2005/21	Litvánia	Az euro bevezetésének jogi keretei
CON/2005/23	Ausztria	Határon átnyúló szolgáltatások jelentése fizetésimérleg- és nemzetközi befektetési pozíció statisztikákhoz

<sup>1</sup> 2004 decemberében a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB által valamely nemzeti hatóság kérésére kiadott szakvéleményeket általában közvetlenül elfogadják és a kezdeményező hatóságnak történt továbbításuk után kell nyilvánosságra hozni.

<sup>2</sup> A konzultációk abban a sorrendben kapnak számot, ahogyan a Kormányzótanács elfogadja azokat.

Sorszám <sup>2</sup>	Kezdeményező	A vélemény tárgya
CON/2005/24	Cseh Köztársaság	Pénzügyi piacok ellenőrzésének átszervezése, valamint a fizetési és értékpapír-elszámolási rendszerek felügyelete
CON/2005/25	Szlovákia	Lobbizás szabályozása, beleértve a Národná banka Slovenskához kötődő lobbitevékenységeket
CON/2005/26	Szlovákia	A Národná banka Slovenska feladata a teljes pénzügyi piac integrált felügyeletével kapcsolatban, valamint alapszabályának módosításai
CON/2005/27	Hollandia	Együttműködés a De Nederlandsche Bank és a Centraal Bureau voor de Statistiek között az EKB statisztikai adatszolgáltatási követelményei terén
CON/2005/28	Ciprus	Az értékpapír-elszámolási rendszerekben történt teljesítés véglegességéről szóló 98/26/EK irányelv (elszámolások véglegességéről szóló irányelv) alkalmazásáról szóló törvény módosításai
CON/2005/29	Ausztria	Ausztria hozzájárulásának finanszírozása az Oesterreichische Nationalbank által az IMF bizalmi letéti alapjához, amelyet a természeti katasztrófák által sújtott alacsony jövedelmű országoknak tartanak fenn
CON/2005/30	Spanyolország	A Banco de España nyeresége Kincstárba történő befizetésének szabályai
CON/2005/31	Belgium	Egy közvetlen adatszolgáltatási rendszer bevezetése fizetésimérleg- és nemzetközi befektetési pozíció statisztikákhoz
CON/2005/32	Litvánia	A Lietuvos bankas fizetési eszközökkel kapcsolatos statisztikai adatszolgáltatási követelményei
CON/2005/34	Olaszország	A megtakarítások védelméről szóló törvény következtében a Banca d'Italia felépítésében és belső irányításában bekövetkező változások
CON/2005/35	Ciprus	A Central Bank of Cyprus kötelezőtartalék-rendszerének módosításai
CON/2005/36	Cseh Köztársaság	A fizetéseképtelenségi feltételrendszer modernizálása, új eszközök bevezetése a fizetéseképtelenség megoldására és a hitelezők jogainak erősítése

Sorszám <sup>2</sup>	Kezdeményező	A vélemény tárgya
CON/2005/37	Németország	A határokon átnyúló fizetésekkel kapcsolatos adatszolgáltatási kötelezettségek módosításai
CON/2005/38	Litvánia	A Lietuvos bankas bankjegy- és érmekibocsátási joga az euro bevezetésekor, valamint a bank elnökének személyes függetlensége
CON/2005/39	Cseh Köztársaság	A pénzügyi piac felügyelete átfogó integrációjára vonatkozó felülvizsgált javaslat, ahol a Česká národní banka az egyetlen felügyeleti hatóság
CON/2005/40	Franciaország	Pénzügyi eszközök tulajdonjogának átruházására vonatkozó szabályok alkalmazása
CON/2005/41	Olaszország	A kis értékű megbízásokat feldolgozó fizetési rendszerek felügyelete
CON/2005/42	Magyarország	Az elszámolásforgalom tárgyi, technikai, biztonsági és üzletmenet-folytonossági követelményei
CON/2005/43	Belgium	Bemutatóra szóló értékpapírok megszüntetése és a társasági értékpapírokra vonatkozó jogi keretrendszer modernizálása
CON/2005/44	Lengyelország	A devizával kapcsolatos jogszabályok módosításai
CON/2005/45	Cseh Köztársaság	Egyes pénzügyi intézményekkel, beleértve a biztosítótársaságokat és nyugdíjalapokat, kapcsolatos statisztikai adatszolgáltatási követelmények
CON/2005/46	Cseh Köztársaság	Statisztikai célból egyes statisztikai adatok cseréje a Česká národní banka és a Český statistický úřad (statisztikai hivatal) között
CON/2005/47	Szlovákia	A Národná banka Slovenska mentesítése a jogi személyek büntetőjogi felelőssége alól
CON/2005/48	Svédország	A Sveriges Riksbank által készpénzt válogató és tároló vállalkozásoknak kifizetett kamatköltség
CON/2005/49	Cseh Köztársaság	Bankok és külföldi bankfiókok statisztikai jelentési kötelezettségei
CON/2005/50	Szlovákia	A kereskedelmi bankok által a betétbiztosítási alapba fizetett éves hozzájárulások csökkenése és a monetáris finanszírozás tilalma

Sorszám <sup>2</sup>	Kezdeményező	A vélemény tárgya
CON/2005/52	Magyarország	A jegybanki információs rendszer részére szolgáltatandó információk köre, valamint az adatszolgáltatás módja és határidői
CON/2005/54	Svédország	A Sveriges Riksbank alapszabályának módosításai
CON/2005/55	Szlovákia	Változások az államkincstári rendszerben
CON/2005/57	Szlovénia	Részvénytársaságok és korlátolt felelősségű társaságok tőkéje értékének újbóli megállapítása, valamint névérték nélküli részvények bevezetése az euro bevezetése következtében
CON/2005/58	Olaszország	Felülvizsgált javaslat a megtakarítások védelméről szóló törvény következtében a Banca d'Italia felépítésében és belső irányításában bekövetkező változásokról
CON/2005/59	Észtország	Az Eesti Pank alapszabályának módosításai az euro bevezetésére készülve
CON/2005/60	Litvánia	A Lietuvos bankas alapszabályának módosításai az euro bevezetésére készülve
CON/2005/61	Szlovákia	A Národná banka Slovenska által alkalmazandó számviteli és pénzügyi adatszolgáltatási szabványok



**(b) Az EKB szakvéleménye valamely európai intézménnyel folytatott konzultációt követően<sup>3</sup>**

Szám <sup>4</sup>	Kezdeményező	Tárgy	HL hiv. sz.
CON/2005/2	Tanács	A pénzügyi rendszer pénzmosásra és terrorizmusfinanszírozásra való felhasználásának megakadályozása	HL C 40., 2005.2.17., 9. o.
CON/2005/4	Tanács	Hitelintézetek és befektetési vállalkozások tőke megfelelési keretszabályai	HL C 52., 2005.3.2., 37. o.
CON/2005/6	Tanács	Új tag kinevezése az EKB Igazgatóságába	HL C 75., 2005.3.24., 14. o.
CON/2005/7	Tanács	A közvetítők által tartott értékpapírokról szóló hágai egyezmény	HL C 81., 2005.4.2., 10. o.
CON/2005/11	Tanács	A statisztikai adatok minősége a túlzott hiány esetén követendő eljárással összefüggésben	HL C 116., 2005.5.18., 11. o.
CON/2005/16	Tanács	A külföldi leányvállalatok felépítésére és tevékenységére vonatkozó közösségi statisztikák	HL C 144., 2005.6.14., 14. o.
CON/2005/17	Tanács	A túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsítása és pontosítása a Stabilitási és Növekedési Paktum végrehajtásában történt változások tükrözésére	HL C 144., 2005.6.14., 16. o.
CON/2005/18	Tanács	A költségvetési pozíciók felügyeletének megerősítése, valamint a gazdaságpolitikák felügyelete és összehangolása a Stabilitási és Növekedési Paktum végrehajtásában történt változások tükrözésére	HL C 144., 2005.6.14., 17. o.
CON/2005/22	Tanács	Az euro pénzhamisítás elleni védelmét szolgáló csere-, segítségnyújtási és képzési program (a „Periklész-program”) kiterjesztése	HL C 161., 2005.7.1., 11. o.

<sup>3</sup> Az EKB honlapján is elérhető.

<sup>4</sup> A konzultációk abban a sorrendben kapnak számot, ahogyan a Kormányzótanács elfogadja azokat.

Szám <sup>4</sup>	Kezdeményező	Tárgy	HL hiv. sz.
CON/2005/33	Bizottság	A harmonizált fogyasztóiár-indexek (HICP) közös bázisidőszakai	HL C 254., 2005.10.14., 4. o.
CON/2005/51	Tanács	Az euro bevezetésének rendszere azokban a tagállamokban, amelyek még nem vezették be az eurót	HL C 316., 2005.12.13., 25. o.
CON/2005/53	Tanács	A pénzügyi eszközök piacairól szóló 2004/39/EK irányelv átültetésére és alkalmazására meghatározott határidők meghosszabbítása	HL C 323., 2005.12.9., 31. o.
CON/2005/56	Tanács	A pénzeszközök átutalását kísérő fizetőről szóló információ	HL C 336., 2005.12.31., 109. o.



# AZ EURORENDSZER MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEINEK IDŐRENDI ÁTTEKINTÉSE<sup>1</sup>

## 2005. JANUÁR 13.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy határozott, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 2,0%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3%-on, illetve 1%-on, tehát változatlanul hagyja.

## 2005. JANUÁR 14.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy a 2005-ben esedékes hosszú távú refinanszírozási műveletekre szánt összegeket műveletenként 25 milliárd euróról 30 milliárd euróra növeli. Az összeg megállapításánál figyelembe vették az euroövezet bankrendszerének 2005-ben várhatóan magasabb likviditási igényét. Ugyanakkor az eurorendszer a likviditás döntő részét továbbra is irányadó refinanszírozási műveletein keresztül kívánja biztosítani. A Kormányzótanács 2006 elején újra módosíthat az elkülönített összegen.

## 2005. FEBRUÁR 3., MÁRCIUS 3., ÁPRILIS 7., MÁJUS 4., JÚNIUS 2., JÚLIUS 7, AUGUSZTUS 4., SZEPTEMBER 1., OKTÓBER 6. ÉS NOVEMBER 3.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy határozott, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 2,0%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3%-on, illetve 1%-on, tehát változatlanul hagyja.

## 2005. DECEMBER 1.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 0,25 százalékponttal 2,25%-ra emeli a 2005. december 6-án elszámolandó művelettel kezdve. Úgy határozott továbbá, hogy mind az aktív oldali, mind a betéti rendelkezésre állás kamatait 0,25 százalékponttal 3,25%-ra, illetve 1,25%-ra

emeli, mindkettőre vonatkozóan 2005. december 6-ai hatállyal.

## 2005. DECEMBER 16.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy a 2006-ban esedékes hosszú távú refinanszírozási műveletekre szánt összegeket műveletenként 30 milliárd euróról 40 milliárd euróra növeli. Az összeg megállapításánál két szempontot vettek figyelembe. Először is, hogy az euroövezeti bankrendszer likviditási igénye 2006-ban várhatóan tovább növekszik. Másodszor, az eurorendszer úgy határozott, hogy kissé növeli a hosszabb távú refinanszírozási műveletekkel kielégített likviditási igények részarányát. Ugyanakkor az eurorendszer a likviditás döntő részét továbbra is irányadó refinanszírozási műveletein keresztül kívánja biztosítani. A Kormányzótanács 2007 elején ismét módosíthat az elkülönített összegen.

## 2006. JANUÁR 12. ÉS FEBRUÁR 2.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy határozott, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 2,25%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3,25%-on, illetve 1,25%-on, tehát változatlanul hagyja.

<sup>1</sup> Az eurorendszer 1999 és 2004 között hozott monetáris politikai intézkedéseinek időrendi áttekintése az EKB 1999-es Éves jelentése 176–180., az EKB 2000. évi Éves jelentése 205–208., az EKB 2001. évi Éves jelentése 219. és 220., az EKB 2002. évi Éves jelentése 234. és 235., az EKB 2003. évi Éves jelentése 217. és 218., illetve az EKB 2004. évi Éves jelentése 217. oldalán található.



# AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK 2005 ÓTA MEGJELENT KIADVÁNYAI

Ezzel a felsorolással tájékoztatást kívánunk nyújtani olvasónknak az Európai Központi Bank 2005 januárja óta megjelent, válogatott kiadványairól. A Füzetek (*Working Papers*) közül csak a 2005 decembere és 2006 februárja között megjelent kiadványokat soroljuk fel. Az érdeklődők a kiadványokat az EKB Tájékoztatási és sajtófőosztályán térítésmentesen szerezhetik be. Kérjük, megrendeléseiket írásban juttassák el a belső borítón megadott postai címre.

Az Európai Központi Bank és az Európai Monetáris Intézet kiadványainak teljes listája az EKB honlapján olvasható (<http://www.ecb.int>).

## ÉVES JELENTÉS

Annual Report 2004, 2005 április.

## A HAVI JELENTÉSEKBEN MEGJELENT CIKKEK

The new Basel Capital Accord: main features and implications, 2005. január.  
Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments, 2005. január.  
Bank market discipline, 2005. február.  
Initial experience with the changes to the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation, 2005. február.  
Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts, 2005. február.  
Asset price bubbles and monetary policy, 2005. április.  
Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan, 2005. április.  
The ESCB-CESR standards for securities clearing and settlement in the European Union, 2005. április.  
Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area, 2005. május.  
Consolidation and diversification in the euro area banking sector, 2005. május.  
The evolving framework for corporate governance, 2005. május.  
The Harmonised Index of Consumer Prices: concept, properties and experience to date, 2005. július.  
The Lisbon strategy – five years on, 2005. július.  
The use of harmonised MFI interest rate statistics, 2005. július.  
The reform of the Stability and Growth Pact, 2005. augusztus.  
The role of 'Emerging Asia' in the global economy, 2005. augusztus.  
The euro banknotes: developments and future challenges, 2005. augusztus.  
Money demand and uncertainty, 2005. október.  
Assessing the performance of financial systems, 2005. október.  
Price-setting behaviour in the euro area, 2005. november.  
Developments in corporate finance in the euro area, 2005. november.  
Economic and financial relations between the euro area and Russia, 2005. november.  
The predictability of the ECB's monetary policy, 2006. január.  
Hedge funds: developments and policy implications, 2006. január.  
Assessing house price developments in the euro area, 2006. február.  
Fiscal policies and financial markets, 2006. február.

## STATISZTIKAI ZSEBKÖNYV (STATISTICS POCKET BOOK)

Megjelenik 2003 augusztusától havonta.

### JOGI FÜZETEK (LEGAL WORKING PAPER SERIES)

1. Löber, K. M.: *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, 2006. február.

### MŰHELYTANULMÁNYOK (OCCASIONAL PAPER SERIES)

22. Musso, A. – Westermann, T.: *Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective*, 2005. január.
23. Berg, J. – Van Rixtel, A. – Ferrando, A. – de Bondt, G. – Scopel, S.: *The bank lending survey for the euro area*, 2005. február.
24. Genre, V. – Momferatou, D. – Mourre, G.: *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, 2005. február.
25. Wolswijk, G. – de Haan, J.: *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices*, 2005. március.
26. Mörttinen, L. – Poloni, P. – Sandars, P. – Vesala, J.: *Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators*, 2005. április.
27. Enderlein, H. – Lindner, J. – Calvo-Gonzalez, O. – Ritter, R.: *The EU budget: how much scope for institutional reform?* 2005. április.
28. Martin, R. – Roma, M. – Vansteenkiste, I.: *Regulatory reforms in selected EU network industries*, 2005. április.
29. Altissimo, F. – Georgiou, E. – Sastre, T. – Valderrama, M.T. – Sterne, G. – Stocker, M. – Weth, M. – Whelan, K. – Willman, A.: *Wealth and asset price effects on economic activity*, 2005. június.
30. A Központi Bankok Európai Rendszere Monetáris Politikai Bizottságának munkacsoportja: *Competitiveness and the export performance of the euro area*, 2005. június.
31. Sturm, M. – Siegfried, N.: *Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*, 2005. június.
32. International Relations Committee Task Force (a Nemzetközi Kapcsolatok Bizottságának egyik munkacsoportja): *Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors*, 2005. június.
33. Schmiedel, H. – Schönenberger, A.: *Integration of securities market infrastructures in the euro area*, 2005. július.
34. Garbaravicius, T. – Dierik, F.: *Hedge funds and their implications for financial stability*, 2005. augusztus.
35. Petschnigg, R.: *The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective*, 2005. szeptember.
36. Angeloni, J. – Flad, M. – Mongelli, F. P.: *Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route*, 2005. szeptember.
37. Bê Duc, L. – de Bondt, G. – Calza, A. – Marqués, D. – Ibáñez, A. van Rixtel – Scopel, S.: *Financing conditions in the euro area*, 2005. szeptember.
38. Briotti, M. G.: *Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature*, 2005. október.
39. Annenkov, A. – Madaschi, C.: *Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004*, 2005. október.
40. Mongelli, F. P. – Dorrucchi, E. – Agur, I.: *What does European institutional integration tell us about trade integration?*, 2005. december.
41. Leiner-Killinger, N. – Madaschi, C. – Ward-Warmedinger, M.: *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*, 2005. december.
42. Dierick, F. – Pires, F. – Scheicher, M. – Spitzer, K. G.: *The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, 2005. december.

43. An International Relations Committee Task Force: *The accumulation of foreign reserves*, 2006. február.

#### **EKB-FÜZETEK (WORKING PAPERS)**

559. Mojon, B.: *When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?*, 2005. december.
560. Mehl, A. – Reynaud, J.: *The determinants of 'domestic' original sin in emerging market economies*, 2005. december.
561. Stahl, H.: *Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data*, 2005. december.
562. Martins, F.: *The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data*, 2005. december.
563. Álvarez, L. J. – Dhyne, E. – Hoerberichts, M. M. – Kwapil, C. – Le Bihan, H. – Lünnemann, P. – Martins, F. – Sabbatini, R. – Stahl, H. – Vermeulen, P. – Vilmunen, J.: *Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence*, 2005. december.
564. Diron, M. – Mojon, B.: *Forecasting the central bank's inflation objective is a good rule of thumb*, 2005. december.
565. Ehrmann, M. – Fratzscher, M.: *The timing of central bank communication*, 2005. december.
566. Bayraktar, N. – Sakellaris, P. – Vermeulen, P.: *Real versus financial frictions to capital investment*, 2005. december.
567. Sánchez, M.: *Is time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation*, 2005. december.
568. Déés, S. – di Mauro, F. – Pesaran, M. H. – Smith, L. V.: *Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis*, 2005. december.
569. González, F. – Launonen, S.: *Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions*, 2005. december.
570. Rinaldi, L. – Sanchis-Arellano, A.: *Household debt sustainability: what explains household nonperforming loans? An empirical analysis*, 2006. január.
571. Peltonen, T. A.: *Are emerging market currency crises predictable? A test*, 2006. január.
572. Kuismanen, M. – Pistaferri, L.: *Information, habits, and consumption behavior: evidence from micro data*, 2006. január.
573. Boissay, F.: *Credit chains and the propagation of financial distress*, 2006. január.
574. Busetti, F. – Forni, L. – Harvey, A. – Venditti, F.: *Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union*, 2006. január.
575. Schwerdt, G. – Turunen, J.: *Growth in euro area labour quality*, 2006. január.
576. Michel, P. – von Thadden, L. – Vidal, J.-P.: *Debt stabilizing fiscal rules*, 2006. január.
577. Schabert, A. – von Thadden, L.: *Distortionary taxation, debt, and the price level*, 2006. január.
578. Berger, H. – Ehrmann, M. – Fratzscher, M.: *Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography*, 2006. január.
579. Kremer, J. – Rodrigues Braz, C. – Brosens, T. – Langenus, G. – Momigliano, S. – Spolander, M.: *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, 2006. január.
580. S\_rensén, C. K. – Werner, T.: *Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross country comparison*, 2006. január.
581. Afonso, A. – Schuknecht, L. – Tanzi, V.: *Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets*, 2006. január.
582. Bilbiie, F. O. – Meier, A. – Müller, G. J.: *What accounts for the changes in U.S. fiscal policy transmission?*, 2006. január.



583. Canova, F. – Sala, L.: *Back to square one: identification issues in DSGE models*, 2006. január.
584. Manganelli, S.: *A new theory of forecasting*, 2006. január.
585. Lamo, A. – Messina, J. – Wasmer, E.: *Are specific skills an obstacle to labor market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement*, 2006. február.
586. Beyer, A. – Farmer, R. E. A.: *A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models*, 2006. február.
587. Böwer, U. – Guillemineau, C.: *Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries*, 2006. február.
588. Ehrmann, M.: *Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover*, 2006. február.
589. Hendry, D. F. – Hubrich, K.: *Forecasting economic aggregates by disaggregates*, 2006. február.
590. Daude, C. – Fratzscher, M.: *The Pecking Order of Cross-Border Investment*, 2006. február.
591. Banerjee, A. – Carrion-i-Silvestre, J. L.: *Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence*, 2006. február.
592. Calza, A. – Zaghini, A.: *Non-linear dynamics in the euro area demand for M1*, 2006. február.
593. Tetlow, R. J. – von zur Muehlen, P.: *Robustifying Learnability*, 2006. február.

#### EGYÉB KIADVÁNYOK

- Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting credit institutions and other professional cash handlers*, 2005. január.
- Review of the international role of the euro*, 2005. január.
- Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, 2005. január.
- Banking structures in the new EU Member States*, 2005. január.
- Progress Report on Target2*, 2005. február.
- The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, 2005. február.
- Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation*, 2005. február.
- Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book)*, 2005. február.
- Statistics and their use for monetary and economic policy-making*, 2005. március.
- Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option*, 2005. április.
- Euro money market study 2004*, 2005. május.
- Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties*, 2005. május.
- Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004*, 2005. május.
- TARGET Annual Report 2004*, 2005. május.
- The New EU Member States: Convergence and Stability*, 2005. május.
- Financial stability review*, 2005. június.
- Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament*, 2005. június.
- Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions*, 2005. június.

*Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL*, 2005. június.

*Information guide for credit institutions using TARGET*, 2005. június.

*Statistical classification of financial markets instruments*, 2005. július.

*Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions*, 2005. július.

*Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures*, 2005. augusztus, (az 1999-2003. közötti időszak adatai).

*Eurosystem contribution to the public consultation the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, 2005. augusztus.

*Central banks' provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement*, 2005. augusztus.

*ECB statistics: a brief overview*, 2005. augusztus.

*Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles*, 2005. augusztus.

*Indicators of financial integration in the euro area*, 2005. szeptember.

*EU banking structures*, 2005. október.

*EU banking sector stability*, 2005. október

*Second progress report on TARGET2*, 2005. október

*Legal aspects of the European System of Central Banks*, 2005. október.

*European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, 2005. november.

*Large EU banks' exposures to hedge funds*, 2005. november.

*Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation*, 2005. november.

*The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation*, 2005. december.

*Financial stability review*, 2005. december.

*Review of the international role of the euro*, 2005. december.

*The Eurosystem, the Union and beyond*, 2005. december.

*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables*, 2006. január.

*Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling*, 2006. január.

*Euro Money Market Survey 2005*, 2006. január.

*Euro area balance of payments and international investment position statistics. Annual quality report*, 2006. február.

*Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (fourth progress report)*, 2006. február.

## **TÁJÉKOZTATÓ PROSPEKTUSOK**

*The current TARGET system*, 2005. augusztus.

*TARGET2 – innovation and transformation*, 2005. augusztus.

*The euro area at a glance*, 2005. augusztus.

## FOGALOMTÁR

*A fogalomtár az Éves jelentésben előforduló szakkifejezéseket tartalmazza. Az EKB honlapján átfogóbb és részletesebb glosszárrium is található.*

**Aktív oldali rendelkezésre állás (marginal lending facility):** az **eurorendszer rendelkezésre állásának** egyik formája, amelynek keretében a partnerkörbe tartozó hitelintézetek előre megszabott kamatlábon, megfelelő értékpapír-fedezet ellenében egynapos O/N hitelhez juthatnak valamelyik nemzeti központi banknál (lásd még **az EKB irányadó kamatai** szócikket).

**Automatizált feldolgozás (straight-through processing – STP):** a kereskedések/fizetési transzferek automatizált, egymáshoz illesztett műveletekből álló feldolgozása, ideértve az utasítások automatikus előállítását, megerősítését, elszámolását és kiegyenlítését.

**Általános Tanács (General Council):** az **Európai Központi Bank (EKB)** egyik döntéshozó testülete, amelyet az EKB elnöke, alelnöke és a **Központi Bankok Európai Rendszerébe** tartozó nemzeti központi bankok elnökei alkotnak.

**Árstabilitás (price stability):** az árstabilitás fenntartása az **eurorendszer** elsődleges célja. A **Kormányzótanács** meghatározása szerint akkor beszélünk árstabilitásról, ha az **euroövezetben** a **harmonizált fogyasztóiár-index (HICP)** éves növekedése 2%-nál alacsonyabb. A Kormányzótanács azt is egyértelművé tette, hogy az árstabilitás fenntartása érdekében az inflációs rátát közép-távon 2% alatti, de ahhoz közeli értéken kívánja tartani.

**Betéti rendelkezésre állás (deposit facility):** az **eurorendszer rendelkezésre állása**, amelyet a **partnerkörébe** tartozó hitelintézetek egynapos O/N betétek elhelyezésére vehetnek igénybe, és amely után valamely nemzeti központi bank előre meghatározott kamatot fizet (lásd még **az EKB irányadó kamatai** szócikket).

**Bruttó működési eredmény (gross operating surplus):** a termelési kibocsátás értékén keletkezett többlet (vagy hiány), amelyből már levonták a folyó termelőfelhasználást, a munkavállalói jövedelmet, valamint az adók és a termelési támogatások különbségét, de amelyben még nem vették figyelembe a pénzügyi és nem termelt eszközök kölcsönzéséhez/bérléséhez vagy birtoklásához kapcsolódó bevételeket és kifizetéseket.

**Csatlakozni kívánó országok (accession countries):** azok az országok, amelyek megkezdték az Európai Unióval a csatlakozási tárgyalásokat. Horvátországgal és Törökországgal 2005. október 3-án indultak meg a tárgyalások.

**Csatlakozó országok (acceding countries):** azok az országok, amelyek aláírták a csatlakozási szerződést. Bulgária és Románia 2005. április 25-én tette meg ezt a lépést.

**Devizaswap (foreign exchange swap):** egy időben végrehajtott azonnali és határidős tranzakciók, amelyek keretében valamely devizanemet egy másikra váltanak át.

**ECOFIN Tanács (ECOFIN Council):** az Európai Unió gazdasági és pénzügyminisztereinek tanácsa.

**Effektív (nominális/reál) euroárfolyam (effective euro exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)):** az **euroövezet** jelentős kereskedelmi partnereinek valutáival szembeni kétoldalú

euroárfolyamok súlyozott átlagai. Az **Európai Központi Bank** a nominális effektív euroárfolyam-indexet a kereskedelmi partnerek két csoportjának valutáihoz viszonyítva teszi közzé: az egyik az EER-23, amelybe 13 euroövezeten kívüli uniós tagállam és az a 10 fő kereskedelmi partner tartozik, amely nem tagja az Európai Uniónak; a másik az EER-42, amely az EER-23 tagjaiból és további 19 országból áll. Az alkalmazott súlyok az adott partnereknek az euroövezet külkereskedelmében való részesedését tükrözik, egyszersmind magyarázattal szolgálnak a harmadik piacokon folyó versenyre. A reál-effektív euroárfolyamot ebből úgy kapjuk meg, hogy a nominális effektív árfolyamot defláljuk a külföldi árak és költségek hazai árakhoz és költségekhez viszonyított súlyozott átlagával. A reál-effektív euroárfolyam ezért kitűnően alkalmas az ár- és költség-versenyképesség mérésére.

**Egyéb pénzügyi közvetítő (other financial intermediary – OFI):** olyan vállalat vagy kvázi vállalat – kivéve biztosítótársaságok és nyugdíjpénztárak –, amely főleg olyan pénzügyi közvetítéssel foglalkozik, amely nem fizetőeszközhöz, monetáris pénzügyi intézményeken kívüli intézményi egységektől történő betét és/vagy betéthelyettesítő-elfogadáshoz kapcsolódó kötelezettségvállalásból erednek. A pénzügyi közvetítők különböző típusai tartoznak ide, különösen azok, amelyek túlnyomórészt hosszú távú finanszírozással foglalkoznak, úgymint pénzügyi lízingsel foglalkozó vállalatok; értékpapírosított eszközök tartására létesített speciális pénzügyi közvetítő vállalkozások; pénzügyi holding társaságok; értékpapírokkal és származékos pénzügyi eszközökkel (saját számlára) kereskedők; kockázattitőke- és fejlesztésitőke-társaságok.

**Az EKB irányadó kamatai (key ECB interest rates):** a **Kormányzótanács** által megállapított kamatlábak, amelyek egyben az **Európai Központi Bank** monetáris politikai irányvonaláról is eligazítást adnak. Az irányadó kamatok a következők: az **irányadó refinanszírozási műveletek minimális ajánlati kamatlába**, továbbá az **aktív oldali rendelkezésre állás** és a **betéti rendelkezésre állás** kamatlába.

**Elsődleges egyenleg (primary balance):** a kormányzat nettó finanszírozási igénye vagy képessége a konszolidált kormányzati kötelezettségekre fizetett kamatok nélkül.

**Elszámolási kockázat (settlement risk):** annak a kockázata, hogy egy átutalási rendszeren keresztül lebonyolított elszámolás nem a várt módon megy végbe. Az elszámolási kockázat lehet hitelkockázat, illetve **likviditási kockázat**.

**EONIA, euro egynapos indexátlag (euro overnight index average):** az euro egynapos bankközi piacát meghatározó effektív kamatláb. Kiszámítása a fedezetlen egynapos eurohitelügyletekben résztvevő bankok egy csoportja által jelentett kamatlábak átlagának súlyozásával történik.

**ERM-II árfolyam-mechanizmus (exchange rate mechanism II):** az **euroövezet** országai és a **Gazdasági és Monetáris Unió** harmadik szakaszában részt nem vevő uniós tagállamok között az árfolyam-politikai együttműködés kereteit lefektető árfolyamrendszer.

**EURIBOR – euro bankközi kínálati kamatláb (euro interbank offered rate):** az a bankok egy csoportja által jelentett kamatláb, amelyen az elsősztályú bankok eurohitelt hajlandók nyújtani egymásnak. Napi rendszerességgel állapítják meg legfeljebb egyéves futamidejű, különböző lejáratú bankközi betétekre.

**Euroövezet (euro area):** azoknak az uniós tagállamoknak az övezete, amelyek a **szerződéssel** összhangban bevezették az eurót mint közös valutát. Az euroövezet tagállamai az **Európai Köz-**

**ponti Bank Kormányzótanácsának** felelős vezetése alatt egységes monetáris politikát folytatnak. Tagja jelenleg Belgium, Németország, Görögország, Spanyolország, Franciaország, Írország, Olaszország, Luxemburg, Hollandia, Ausztria, Portugália és Finnország.

**Eurorendszer (eurosystem):** az euroövezet központi bankjainak rendszere, amely az **Európai Központi Bankból** és azon tagállamok nemzeti központi bankjaiból áll, amelyek a **Gazdasági és Monetáris Unió** harmadik szakaszában bevezették az eurót.

**Európai Központi Bank, EKB (European Central Bank, ECB):** az EKB az **eurorendszer** és a **Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER)** központi intézménye, amely a szerződés 107(2) cikke értelmében önálló jogi személyiséggel rendelkezik. Az EKB gondoskodik arról, hogy a KBER alapokmánya által az eurorendszerre és a KBER-re ruházott feladatokat saját tevékenységének keretében vagy a nemzeti központi bankokon keresztül végrehajtsák. Az EKB irányító testületei a **Kormányzótanács**, az **Igazgatóság**, valamint harmadik döntéshozó szervként az **Általános Tanács**.

**Európai Monetáris Intézet (European Monetary Institute – EMI):** 1994. január 1-jén, a **Gazdasági és Monetáris Unió** második szakaszának kezdetén létrehozott átmeneti intézmény. Az **Európai Központi Bank** 1998. június 1-jei megalapítását követően felszámolták.

**Értékpapír-elszámolási rendszer (securities settlement system, SSS):** olyan rendszer, amely ingyen, fizetés ellenében (fizetés ellenében történő szállítás) vagy egyéb eszköz ellenében (szállítás ellenében történő szállítás) teszi lehetővé az értékpapírok tartását és átruházását. Magában foglalja az értékpapír-kereskedés elszámolásához és az értékpapírok letéti őrzéséhez szükséges valamennyi intézményi és műszaki feltételt. A rendszer valós idejű, bruttó vagy nettó elszámolású lehet. Egy elszámolási rendszer lehetővé teszi a tagok kötelezettségeinek kiszámítását is (ezt nevezzük klíringnek).

**Fedezet (collateral):** felvett hitel visszafizetéshez garanciaként odaigért, vagy másként átadott eszközök (pl. a **hitelintézetek** jegybanknál elhelyezett eszközei), illetve **visszavásárlási megállapodás** keretében (pl. hitelintézetek által a jegybanknak) eladott eszközök.

**Finomhangoló művelet (fine-tuning operation):** az eurorendszer által különleges esetekben végrehajtott **nyílt piaci művelet**, amelynek célja a váratlan piaci likviditásingadozás ellensúlyozása. A finomhangoló műveletek gyakorisága és lejárata tekintetében nincs egységes szabályozás.

**Fizetési mérleg (balance of payments, b.o.p.):** statisztikai kimutatás, amely összegzi egy gazdaságnak a külfölddel adott időszakban lebonyolított gazdasági ügyleteit. Idetartoznak az árukkal, szolgáltatásokkal és jövedelemmel kapcsolatos ügyletek; a külfölddel szembeni pénzügyi követelést vagy kötelezettséget magukban foglaló tranzakciók; továbbá a transzferek (pl. az adósságelengedés).

**Gazdasági és Monetáris Unió (Economic and Monetary Union – GMU):** a közös valuta, az euro bevezetéséhez, az euroövezet egységes monetáris politikájához, az EU-tagállamok gazdaságpolitikájának összehangolásához vezető folyamat, amely a szerződésben foglaltak alapján három lépésben valósult meg. A harmadik, utolsó szakasz 1999. január 1-jén vette kezdetét, amikor bevezették az eurót, a tagállamok pedig az **Európai Központi Bankra** ruházták a monetáris politika feletti illetékességet. A GMU létrehozása a 2002. január 1-jei készpénzcserével fejeződött be.

**Gazdasági és Pénzügyi Bizottság (Economic and Financial Committee – EFC):** a közösség tanácsadó testülete, amely az **ECOFIN Tanács** munkájának előkészítésében játszik szerepet. Feladatai közé tartozik a tagállamok és a közösség gazdasági és pénzügyi helyzetének áttekintése, valamint a költségvetési felügyelet.

**Harmonizált fogyasztóiár-index (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP):** a fogyasztói áraknak az Európai Unió valamennyi tagállama között harmonizált mérőszáma, amelyet az Eurostat állít össze.

**Hitelintézet (credit institution):** (i) olyan vállalkozás, amely a nagyközönségtől betéteket vagy más visszafizetendő eszközöket fogad el, illetve saját számlájára hiteleket nyújt; (ii) bármely, az (i) pontba nem sorolható vállalkozás vagy egyéb jogi személy, amely elektronikus pénz formájában fizetőeszközt bocsát ki.

**Hitelkockázat (credit risk):** annak a kockázata, hogy egy **partner** nem egyenlíti ki maradéktalanul valamely kötelezettségét akár esedékességkor, akár azt követően. Hitelkockázat a helyettesítésköltség-kockázat és a tőkekockázat, de idetartozik az elszámoló bank mulasztása is.

**Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír (debt security):** ígéret, amelyet az értékpapír-kibocsátó (azaz a hitelfeltevő) tesz az értékpapír-tulajdonosnak (azaz a hitelezőnek) arra, hogy egy meghatározott jövőbeli időpontban vagy időpontokban egy vagy több kifizetést teljesít számára. Kamatlába általában meghatározott (kupon), illetve értékesíthetik a lejáratkor érte fizetendő összeghez képest alacsonyabb áron is. Az éven túli eredeti lejáratral rendelkező, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat hosszú lejáratúnak tekintik.

**Hosszabb távú refinanszírozási művelet (longer-term refinancing operation):** rendszeres, az **eurorendszer** által **penziós ügyletek** formájában végrehajtott **nyílt piaci művelet**. Havi tenderek keretében hajtják végre, rendszerint három hónapos lejáratú idővel.

**Igazgatóság (executive board):** az EKB egyik döntéshozó testülete. Tagja az EKB elnöke és alelnöke, valamint az eurót bevezetett tagállamok állam-, illetve kormányfőinek egyetértésével kinevezett négy további tag.

**Implikált volatilitás (implied volatility):** az eszközárváltozás (pl. kötvényé vagy részvényé) ütemének várható ingadozása (vagyis szórása). Az adott eszköz árából, opcióinak lejáratú idejéből és érvényesítési árából, valamint kockázatmentes megtérülési rátájából számítható ki különféle opcióárazási modellek, mint például a Black–Scholes-modell segítségével.

**Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszere (European System of Accounts 1995 – ESA 95):** makrogazdasági számlák átfogó, integrált rendszere, amely nemzetközileg elfogadott statisztikai alapelveken, meghatározásokon, besorolásokon és számviteli szabályokon alapul. Az ESA 95 célja az EU-tagállamok gazdasági helyzetének harmonizált, számszerű leírása. Az ESA 95 nem más, mint az 1993. évi System of National Accounts (SNA 93) Európai Közösségekre szabott változata.

**Irányadó refinanszírozási művelet (main refinancing operation):** rendszeres **nyílt piaci művelet**, amelyet az **eurorendszer penziós ügyletek** formájában hajt végre. Heti tenderek keretében, rendszerint egyhetes lejáratú idővel kerül rájuk sor.

**Kormányzat (general government):** az **Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszerében** meghatározott szektor, amely olyan rezidens szereplőkből áll, akik elsősorban egyéni és közösségi fogyasztásra szánt, nem piaci áruk és szolgáltatások előállításával, illetve a nemzeti jövedelem és vagyon újraelosztásával foglalkoznak. Magában foglalja a központi kormányzatot, a tartományi és a helyi önkormányzatokat, valamint a társadalombiztosítási alapokat. Nem tartoznak ebbe a körbe a kormányzati tulajdonban lévő, üzleti tevékenységet folytató egységek, pl. az állami vállalatok.

**Kormányzótanács (Governing Council):** az **Európai Központi Bank (EKB)** legfőbb döntéshozó testülete. Tagjai az EKB **Igazgatóságának** tagjai, továbbá azon tagállamok nemzeti központi bankjainak elnökei, amelyek bevezették az eurót.

**Kötelező tartalék (reserve requirement):** az a minimális tartalék, amelyet egy adott **hitelintézet** az **eurendszer**nél köteles elhelyezni. E követelmény betartását a **tartalékperiódus** napi egyenlegeinek átlagolásával vizsgálják.

**Kötvénypiac (bond market):** az a piac, amelyen hosszabb lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat** bocsátanak ki, illetve ezekkel kereskednek.

**Közgazdasági elemzés:** az **Európai Központi Bank árstabilitási** kockázatokra vonatkozó átfogó elemzésének egyik pillére, amely a **Kormányzótanács** monetáris politikai döntéseinek alapját képezi. A közgazdasági elemzés főként az aktuális gazdasági és pénzügyi folyamatokra, továbbá a bennük rejlő rövid és középtávú kockázatokra összpontosít az áruk, a szolgáltatások és a tényezők piacának kínálata és kereslete közötti kölcsönhatás szemszögéből. Az elemzés során gondosan ügyelnek arra, hogy feltárják a gazdaságot érő sokkok jellegét, a költségekre és az árképzésre gyakorolt hatásait, valamint a gazdaságba történő begyűrűzésüket rövid és középtávon (lásd még a **monetáris elemzés** szócikket).

**Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) (European System of Central Banks – ESCB):** Az **Európai Központi Bank (EKB)** és a 25 uniós tagállam nemzeti központi bankjainak együttese. Az **eurendszer** tagjain kívül tehát azon tagállamok nemzeti központi bankjai is beletartoznak, amelyek még nem vezették be az eurót. A KBER irányító testületei az EKB **Kormányzótanácsa** és **Igazgatósága**, valamint harmadik döntéshozó testületként az EKB **Általános Tanácsa**.

**Központi értéktár (central securities depository – CSD):** értékpapírok tárolásával és kezelésével foglalkozó szerv, amely az értékpapírügyleteket könyvelési tételként dolgozza fel. Az értékpapírok őrzése történhet fizikai (de elmozdíthatatlan) vagy dematerializált formában (vagyis csupán elektronikus nyilvántartásban). Az értékpapírok letéti őrzésén és adminisztrációján túl a központi értéktár foglalkozhat elszámolással és kiegyenlítéssel is.

**Központi kormányzat (central government):** az **Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszerében** meghatározott kormányzat, a regionális és helyi önkormányzatok kivételével (lásd még a **kormányzat** szócikket).

**Központi szerződő fél (central counterparty):** kereskedelmi **partnerek** között valamennyi eladóval szemben vevőként, illetve valamennyi vevővel szemben eladóként fellépő közbeiktatott szereplő.

**Közvetlen befektetés (direct investment):** olyan határokon átnyúló ügylet, amelynek célja tartós befolyás (a gyakorlatban a törzsrészesvények vagy szavazati jogok legalább 10%-os tulajdonjogának) megszerzése valamely másik országban rezidens vállalkozásban.

**Likviditási kockázat (liquidity risk):** annak a kockázata, hogy egy **partner** kötelezettségének teljes értékét nem esedékességgel, hanem valamely előre nem meghatározott későbbi időpontban teljesíti.

**Lisszaboni stratégia (Lisbon strategy):** strukturális reformok átfogó programja, amelynek célja, hogy az Európai Unió „a legdinamikusabb és legversenyképesebb tudásalapú gazdasággá váljon a világon”. A stratégiát 2000-ben az Európai Tanács lisszaboni ülésén fogadták el.

**M1:** a szűk értelemben vett monetáris aggregátum, amely a forgalomban lévő készpénzből, valamint a **monetáris pénzügyi intézményeknél (MPI)** és a **központi kormányzatnál** (pl. posta, államkincstár) elhelyezett egynapos O/N betétek állományából tevődik össze.

**M2:** közbenső monetáris aggregátum, amely az **M1**-ből, a legfeljebb három hónapos, felmondható betétekből (azaz rövid lejáratú takarékbetétekből), valamint a **monetáris pénzügyi intézményeknél (MPI-k)** és a **központi kormányzatnál** elhelyezett legfeljebb kétéves (azaz rövid lejáratú) betétekből áll.

**M3:** a széles értelemben vett monetáris aggregátum, amely az **M2**-ből és a piacképes eszközökből, nevezetesen a **visszavásárlási megállapodásokból**, a **pénzpiaci** alapok befektetési jegyeiből, valamint az **MPI-k** által kibocsátott, legfeljebb két éves lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból** áll.

**Az M3 növekedésének referenciaértéke (reference value for M3):** az **M3** monetáris aggregátum középtávú éves növekedésének az az üteme, amely mellett fenntartható az **árstabilitás**. Jelenleg az **M3** éves növekedésének referenciaértéke 4,5%.

**Minimális ajánlati kamat (minimum bid rate):** az **irányadó refinanszírozási műveletek** kamatlábának alsó határa, amelyre a **partnerkörbe** tartozó hitelintézetek ajánlatot tehetnek változó kamatú tender keretében. A minimális ajánlati kamat egyike az **EKB irányadó kamatainak**, egyúttal az EKB monetáris politikai irányvonaláról is tájékoztató.

**Monetáris elemzés (monetary analysis):** az **Európai Központi Bank** **árstabilitási** kockázatokat vizsgáló átfogó elemzésének egyik pillére, amely a **Kormányzótanács** monetáris politikai döntéseinek alapját képezi. A monetáris elemzés segítségével a pénzeszközök és az árak közötti, hosszabb időhorizonton fennálló szoros kapcsolat fényében lehet értékelni az infláció közép- és hosszú távú alakulását. A pénzmennyiség-mutatókkal jelzett folyamatok széles skáláját vizsgálja, így az **M3** összetevőinek, illetve az **M3-on** kívüli eszköz- és forrásoldali aggregátumoknak az alakulását, nevezetesen a hiteleket és a többletlikviditás különféle mérőszámait (lásd még a **közgazdasági elemzés** szócikket).

**Monetáris jövedelem (monetary income):** az **eurolétszám** monetáris politikai feladatköréből adódó, NKB-knak járó bevétel, amelyet a **Kormányzótanács** által meghatározott irányelvek szerinti eszközökből különítenek el. Összege megegyezik a forgalomban lévő bankjegyekkel, valamint a **hitelintézetek** jegybanki betéteivel szemben fennálló eszközök bevételeivel.



**Monetáris pénzügyi intézmények (MPI-k) (monetary financial institutions – MFIs):** együttesen az **euroövezet** pénzkibocsátó szektorát alkotó pénzügyi intézmények. Magukban foglalják az **euro-rendszer**t, a közösségi jog meghatározása szerint rezidens **hitelintézet**eket és minden olyan rezidens pénzügyi intézményt, amely MPI-nek nem minősülő szervezetektől betéteket, illetve betéthelyettesítőket fogad el, továbbá saját számlájára (legalábbis gazdasági értelemben) hiteleket nyújt, illetve értékpapírokba fektet be. Ezen utolsó csoportba elsősorban a pénzügyi alapok tartoznak.

**MPI-kamatok (MFI interest rates):** azok a kamatlábak, amelyeket a rezidens **hitelintézet**ek és egyéb MPI-k (a központi bankok és a **pénzügyi** alapok kivételével) az euroövezet rezidens háztartásainak és nem pénzügyi vállalatainak euróban denominált betéteire és hiteleire alkalmaznak.

**MPI-k euroövezetbeli rezidenseknek nyújtott hitelei (MFI credit to euro area residents):** az MPI-k által az **euroövezet** nem MPI rezidenseinek (köztük a **kormányzat**nak és a magánszférának) nyújtott hitelek, valamint az MPI-k tulajdonában lévő, az euroövezet nem MPI rezidensei által kibocsátott értékpapírok (részvények, továbbá egyéb tulajdonjogot, illetve **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**).

**MPI-k hosszabb lejáratú pénzügyi kötelezettségei (MFI longer-term financial liabilities):** összetevői: két évnél hosszabb lejáratú betétek, három hónapnál hosszabb lejáratú felmondható betétek, az **euroövezeti** MPI-k által kibocsátott, két évnél hosszabb eredeti lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**, valamint az euroövezet MPI-szektorának tőke- és tartalékállománya.

**MPI-k nettó külföldi eszközei (MFI net external assets):** az **euroövezet** MPI-szektorának külföldi eszközei (arany; bankjegyek és pénzermék külföldi valutában; euroövezeten kívüli rezidensek által kibocsátott értékpapírok; euroövezeten kívüli rezidenseknek nyújtott hitelek) az euroövezetbeli MPI-k külföldi kötelezettségei (euroövezeten kívüli rezidensek bankbetétei és **visszavásárlási megállapodásai**; **pénzügyi** alapok befektetési jegyei; az MPI-k által kibocsátott, legfeljebb két éves lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**) nélkül.

**Az MPI-szektor konszolidált mérlege (consolidated balance sheet of the MFI sector):** ezt a mérleget úgy kapjuk meg, hogy a monetáris pénzügyi intézmények (MPI-k) aggregált mérlegét nettosítjuk az intézményközi pozíciókkal (azaz az MPI-k egymás közötti hiteleivel és betéteivel). A mérlegben statisztikai adatok találhatóak az MPI-szektor eszköz- és kötelezettségállományáról az **euroövezet** MPI-szektoron kívüli rezidenseivel (vagyis az tal és az euroövezet egyéb rezidenseivel), illetve az euroövezeten kívüli rezidensekkel szemben. A monetáris aggregátumok kiszámításának legfőbb statisztikai forrása, az **M3**-on kívüli eszköz- és forrásoldali aggregátumok rendszeres elemzésének alapja.

**Nemzetközi befektetési pozíció, külfölddel szembeni befektetési pozíció, külföldi eszközök nettó pozíciója (international investment position – i.i.p.):** a gazdaság nettó pénzügyi követeléseinek (vagy kötelezettségeinek) a külfölddel szembeni értéke és összetétele.

**Nem pénzügyi vállalatok külső forrásbevonásának (reál)költsége (cost of the external financing of non-financial corporations (real)):** az a költség, amely a nem pénzügyi vállalatoknál külső források bevonásakor merül fel. Az euroövezeti vállalatok esetében a banki hitel költségének, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok költségének és a tőkeköltségnek a súlyozott átlagaként számítják ki a kihelyezett (értékelési hatással kiigazított) állomány alapján, az inflációs várakozásokkal deflálva.

**Nyílt piaci művelet (open market operation):** valamely pénzügyi piacon a központi bank kezdeményezésére végrehajtott művelet. Céljukat, rendszerességüket és eljárásrendjüket tekintve az **eurorendszer** nyílt piaci műveletei négy kategóriába sorolhatók: **irányadó refinanszírozási műveletek**; **hosszabb távú refinanszírozási műveletek**; **finomhangoló műveletek**; strukturális műveletek. Az alkalmazott eszközök tekintetében az eurorendszer legfőbb nyílt piaci eszköze a **penziós ügylet**, amely a felsorolt valamennyi kategóriában alkalmazható. A penziós ügyletek mellett strukturális műveletek keretében hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása és végleges (outright) ügyletek végrehajtása is lehetséges, finomhangolási műveletekhez kapcsolódóan pedig végleges (outright) ügyletek és **devizaswapok** végrehajtása, valamint rögzített futamidejű betétek gyűjtése is megengedett.

**Opció (option):** olyan pénzügyi eszköz, amely tulajdonosát egy bizonyos eszköz (kötvény, részvény) meghatározott időpontban vagy időpontig (az ún. érvényesítési vagy lejáratú időben vagy időig), előre megállapított (ún. érvényesítési vagy kötési) árfolyamon történő megvételére vagy eladására jogosítja, de nem kötelezi erre.

**Partner (counterparty):** valamely pénzügyi tranzakció másik résztvevője (pl. a központi bank bármelyik ügyfele).

**Penziós ügylet (reverse transaction):** olyan művelet, amelynek során a központi bank **visszavásárlási megállapodás** keretében eszközöket vásárol vagy ad el, illetve **fedezet** ellenében hitelt nyújt vagy vesz fel.

**Pénzpiac (money market):** rövid lejáratú pénzeszközök kibocsátásának, befektetésének és kereskedelmének piaca, amelyen rendszerint legfeljebb egyéves eredeti lejáratú instrumentumokkal hajtanak végre tranzakciókat.

**Portfólióbefektetés (portfolio investment):** **euroövezet**beli rezidensek nettó ügyletei, illetve pozíciói (eszközök) az euroövezeten kívüli rezidensek által kibocsátott értékpapírok vonatkozásában, valamint az euroövezeten kívüli rezidensek nettó ügyletei, illetve pozíciói (források) az euroövezeti rezidensek által kibocsátott értékpapírok vonatkozásában. Idetartoznak a tulajdonjogot, valamint a **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok** (kötvények, váltók, pénzpiaci instrumentumok), nem soroljuk azonban ide a **közvetlen befektetéseket** és a tartalékeszközöket.

**Prognózis (projections):** évente négy alkalommal elvégzett munka végterméke, amelyben a szakértők megkísérlik felvázolni az **euroövezet** lehetséges jövőbeli makrogazdasági folyamatait. Az **eurorendszer** szakértői prognózisát júniusban és decemberben, az EKB szakértői prognózisát márciusban és szeptemberben teszik közzé. Mindkettő az **Európai Központi Bank** monetáris politikai stratégiájának pillérét alkotó **közgazdasági elemzés része**, tehát azokhoz az információkhoz tartozik, amelyek alapján a **Kormányzótanács** az **árstabilitást** övező kockázatokat értékeli.

**Rendelkezésre állás (standing facility):** a központi bank egyik szolgáltatása, amelyet a **partnerek** saját kezdeményezésre vehetnek igénybe. Az **eurorendszer** egynapos rendelkezésre állás kétféle módját alkalmazza: az **aktív oldali rendelkezésre állást** és a **betéti rendelkezésre állást**.

**Rendszerkockázat (systemic risk):** annak kockázata, hogy amennyiben egy intézmény esedékeségkor nem képes teljesíteni kötelezettségeit, ez más intézményeket is megakadályoz abban, hogy kötelezettségeiknek esedékeségkor eleget tegyenek. Egy ilyen mulasztás jelentős likviditási vagy hitelproblémákat okozhat, így megrendítheti a piaci stabilitást, illetve a piacokba vetett bizalmat.

**Részvénypiac (equity market):** az a piac, ahol részvénykibocsátás és -kereskedés folyik.

**Stabilitási és Növekedési Paktum (Stability and Growth Pact):** a paktummal a döntéshozók célja az volt, hogy a tagállamok államháztartása a **Gazdasági és Monetáris Unió** harmadik szakaszában is rendezett maradjon, ezzel is javítva az **árstabilitás**, továbbá a foglalkoztatottság növelését lehetővé tevő gyors, fenntartható gazdasági növekedés feltételeit. Ennek érdekében a paktum kiköti, hogy a tagállamoknak középtávú költségvetési célokat kell kitűzniük. Ezen túlmenően konkrét rendelkezések találhatók benne a **túlzott hiány esetén követendő eljárásról**. A törvénycsomag az Európai Tanács amszterdami ülésén a Stabilitási és Növekedési Paktumról hozott 1997. június 17-i állásfoglalásából és két tanácsi rendeletéből áll: a 2005. június 27-i 1055/2005 rendelettel módosított 1997. július 7-i 1466/97/EK rendelet a költségvetési egyenleg felügyeletének, valamint a gazdaságpolitikák felügyeletének és összehangolásnak megerősítéséről; a 2005. június 27-i 1056/2005 rendelettel módosított 1997. július 7-i 1467/97/EK rendelet a **túlzott hiány esetén követendő eljárás** megvalósításának felgyorsításáról és pontosításáról. A paktumot kiegészíti az ECOFIN Tanácsnak a *Stabilitási és Növekedési Paktum javításáról* című jelentése amelyet a Európai Tanács 2005. március 22–23-án tartott brüsszeli ülésén hagyott jóvá. Ezt egészítette ki a *Stabilitási és Növekedési Paktum megvalósításának konkrétumai és iránymutatás a stabilitási és konvergenciaprogramok formai és tartalmi jellemzőiről* címmel az az új etikai kódex, amelyet az ECOFIN Tanács 2005. október 11-én hagyott jóvá.

**Szerződés (Treaty):** az Európai Közösséget létrehozó szerződés (vagy Római szerződés). A szerződés több ízben módosult, a módosító dokumentumok közül kiemelkedik az Európai Unióról szóló Szerződés (vagy Maastrichti szerződés), amelyben lefektették a **Gazdasági és Monetáris Unió** alapjait, és ebbe foglalták a **KBER** alapokmányát is.

**TARGET (transzeurópai automatizált, valós idejű bruttó elszámolási rendszer) (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system):** az euro **valós idejű bruttó elszámolási rendszere**. **Decentralizált** rendszer, amely 16 nemzeti RTGS-rendszerből, az EKB fizetési mechanizmusából (EPM) és az összekapcsoló mechanizmusból áll.

**TARGET2:** a TARGET-rendszer új generációja, amelyben a jelenlegi decentralizált technikai struktúrát egyetlen közös platform váltja fel, egységes szolgáltatással és tarifarendszerrel.

**Tartalékalap (reserve base):** azon mérlegtételek (elsősorban passzívák) összege, amelyek alapján az egyes **hitelintézetekre** vonatkozó **kötelező tartalékot** számítják.

**Tartalékperiódus (maintenance period):** az az időszak, amelyre kiszámítják, hogy egy adott **hitelintézet** eleget tett-e **tartalékképzési kötelezettségének**. A tartalékperiódus a **Kormányzótanács** azon ülését követő első **irányadó refinanszírozási művelet** teljesítési napján kezdődik, amelyre a monetáris politikai irányvonal havi értékelését ütemezték. Az **Európai Központi Bank** előzetesen, legalább három hónappal az évkezdet előtt nyilvánosságra hozza a tartalékolási időszakok naptárát.

**Tartalékráta (reserve ratio):** a központi bank által a **tartalékalapban** szereplő mérlegtételek egyes kategóriáira megadott ráta. Ez alapján számítják ki **kötelező tartalékot**.

**Tulajdonjogot megtestesítő (equities):** vállalati üzletrésztulajdont megtestesítő értékpapírok. Ide tartoznak a tőzsdén forgó részvények (jegyzett részvények), a tőzsdén kívüli részvények és a tulajdonjogot megtestesítő egyéb értékpapírok. A tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok osztalék formájában jövedelmet termelnek.

**Túlzottdeficit-eljárás (excessive deficit procedure):** az Európai Közösségeket létrehozó szerződés 104. cikke és a túlzott hiány esetén követendő eljárásról szóló 20. jegyzőkönyv költségvetési fegyelmet ír elő az Európai Unió tagállamai számára, egyszersmind meghatározza azokat a költségvetési pozíciókat, amelyek mellett a deficit túlzottnak tekintendő, továbbá szabályozza, hogy milyen intézkedéseket kell tenni, ha megállapították, hogy nem teljesülnek a költségvetési egyensúlyra vagy az államadósságra vonatkozó előírások. Ezt kiegészíti a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról szóló és a **Stabilitási és Növekedési Paktum** részét képező 1997. július 7-i 1467/97/EK tanácsi rendelet (amelyet a Tanács 2005. június 27-i 1056/2005/EK rendelete módosított).

**Valós idejű, bruttó elszámolási rendszer (VIBER) (real-time gross settlement system – RTGS):** olyan elszámolási rendszer, amelyben a megbízások feldolgozása és elszámolása megbízásonként (tehát nettósítás nélkül), valós időben (azaz folyamatosan) történik (lásd még a **TARGET** szócikket).

**Vállalatirányítás (corporate governance):** azok a szabályok, eljárások és folyamatok, amelyek segítségével egy szervezetet irányítanak és ellenőriznek. A vállalatirányítási struktúra határozza meg a jogok és a felelőségek megosztását a szervezet különféle szereplői, például az igazgatótanács, a menedzsment, a részvényesek és az egyéb üzletrész-tulajdonosok között, és állapítja meg a döntéshozatal szabályait és eljárásrendjét.

**Vállalati nyereségesség (corporate profitability):** a vállalatok jövedelmezőségének mérőszáma, amely elsősorban a forgalom, az eszközállomány és a saját tőke alakulását mutatja. A vállalati nyereségességet többféle, a vállalat pénzügyi kimutatásain alapuló viszonyszámmal lehet mérni. Idetartozik a működési nyereségnek (forgalom mínusz működési ráfordítás) a forgalomhoz viszonyított aránya, a nettó bevételnek (adózott működési és nem működési bevétel, értékcsökkenés és rendkívüli tételek) a forgalomhoz viszonyított aránya, az eszközmegtérülés (amely a nettó bevétel és a teljes eszközállomány között teremt összefüggést) és a tőkemegtérülés (amely pedig a nettó bevételt és a részvénytőkét kapcsolja össze). Makrogazdasági szinten gyakran a nemzeti számlák alapján számított **bruttó működési** többletet használják a nyereségesség mérésére, például a GDP-vel vagy a hozzáadott értékkel összefüggésben.

**Visszavásárlási megállapodás (repurchase agreement):** olyan megegyezés, amelynek keretében az eladó az eszköz eladásával egyidejűleg jogot szerez és kötelezettséget vállal az eszköznek adott áron, későbbi időpontban vagy kérésre történő visszavásárlására. Az ilyen megállapodás hasonló a fedezett hitel felvételére, azzal a különbséggel, hogy az eladó nem őrzi meg az értékpapírok tulajdonjogát.

**Viszonyítási portfólió (benchmark portfolio):** a befektetésekhez kapcsolódó azon referenciaportfólió vagy -mutató, amelyet a befektetés likviditására, kockázatára és hozamára vonatkozó célkitűzés alapján állítanak össze. A viszonyítási portfólió a tényleges portfólió teljesítményének kiértékelésére szolgál.



ISSN 1830288-2



9 771830 288005