



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

2004. ÉVI ÉVES JELENTÉS

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004. ÉVI
ÉVES JELENTÉS

ECB EZB EKT EKP



50



EURÓPAI KÖZPONTI BANK



EURÓPAI KÖZPONTI BANK



Az EKB 2005. évi kiadványain az 50 eurós bankjegy egy-egy motívuma látható.



2004. ÉVI ÉVES JELENTÉS

© Európai Központi Bank (2005)

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:

*Claudio Hils
Martin Joppen
Stefan Laub
Constantin Meyer
Marcus Thelen
Európai Parlament*

A jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2005. február 25.

ISSN 1830-2882 (nyomtatott formában)

ISSN 1830-2963 (elektronikus formában)

TARTALOM

ELŐSZÓ	11	4 STATISZTIKA	103
1. FEJEZET		4.1 További fejlesztések az euróövezet statisztikai rendszerében	103
GAZDASÁGI FOLYAMATOK ÉS MONETÁRIS POLITIKA		4.2 Új vagy továbbfejlesztett statisztikák	104
1 MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEK	18	4.3 Államháztartási statisztikák	104
2 MONETÁRSI, PÉNZÜGYI ÉS GAZDASÁGI FOLYAMATOK	21	5 KÖZGAZDASÁGI KUTATÁS	106
2.1 A nemzetközi makrogazdasági környezet	21	5.1 Kutatási területek	106
2.2 Monetáris és pénzügyi folyamatok	24	5.2 Kutatási hálózatok	107
2.3 Az árak alakulása	45	5.3 Az euróövezet makroökonómiai modellezése	108
2.4 A kibocsátás, a kereslet és a munkaerőpiac alakulása	53	6 EGYÉB FELADATOK ÉS TEVÉKENYSÉGEK	110
2.5 Fiskális folyamatok	61	6.1 A monetáris finanszírozás és a kiváltságos hozzáférés tilalma	110
2.6 Az árfolyam és a fizetési mérleg alakulása	69	6.2 Tanácsadói funkciók	110
3 GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK AZ EURÓPAI UNIÓ EURÓÖVEZETEN KÍVÜLI TAGÁLLAMAIBAN	74	6.3 Az Európai Közösség hitelfelvételi és -nyújtási műveleteinek adminisztrációja	111
2. FEJEZET		3. FEJEZET	
KÖZPONTI BANKI MŰVELETEK ÉS TEVÉKENYSÉGEK		PÉNZÜGYI STABILITÁS ÉS INTEGRÁCIÓ	
1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK, DEVIZAMŰVELETEK ÉS BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK	86	1 PÉNZÜGYI STABILITÁS	116
1.1 Monetáris politikai műveletek	86	1.1 A pénzügyi stabilitás vizsgálata	116
1.2 Devizaműveletek	91	1.2 Együttműködés válsághelyzetekben	118
1.3 Befektetési tevékenységek	92	2 PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS ÉS FELÜGYELET	119
2 FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK	93	2.1 Bankszektor	119
2.1 A TARGET rendszer	93	2.2 Értékpapírok	119
2.2 TARGET2	95	2.3 Számvitel	120
2.3 Fedezetek határon átnyúló használata	96	3 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ	121
3 BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK	98	4 PIACI INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA	126
3.1 A bankjegyek és érmék forgalma	98	4.1 Nagyértékű eurófizetési rendszerek és infrastruktúra felvigyázása	126
3.2 Bankjegyhamisítás és a pénzhamisítás megakadályozása	99	4.2 Nagytömegű fizetések elszámolása	127
3.3 Bankjegykibocsátás és-gyártás	101	4.3 Értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek	128

4. FEJEZET		1.1 Az eurórendszer és a Központi Bankok Európai Rendszere	168
EURÓPAI ÉS NEMZETKÖZI KAPCSOLATOK		1.2 A Kormányzótanács	170
1	EURÓPAI KITEKINTÉS	1.3 Az Igazgatóság	172
	1.1 Politikai kérdések	1.4 Az Általános Tanács	174
	1.2 Intézményi kérdések	1.5 Az eurórendszer/KBER bizottságok és a költségvetési bizottság	175
2	NEMZETKÖZI KÉRDÉSEK	1.6 Irányítási rendszer	175
	2.1 A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer legfontosabb folyamatai	2 SZERVEZETI VÁLTOZÁSOK	178
	2.2 Együttműködés az EU-n kívüli országokkal	2.1 Emberi erőforrások	178
		2.2 Az EKB új épülete	179
5. FEJEZET		3 A KBER TÁRSADALMI DIALÓGUSA	181
ELSZÁMOLTATHATÓSÁG		4 AZ EKB ÉVES BESZÁMOLÓJA	183
1	ELSZÁMOLTATHATÓSÁG A KÖZVÉLEMÉNY VALAMINT AZ EURÓPAI PARLAMENT FELÉ	Ügyvezetői jelentés	184
		A mérleg a 2004. december 31-i fordulónapon	186
2	AZ EKB NÉZETEI AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL FOLYTATOTT MEGBESZÉLÉSEKEN FELMERÜLŐ EGYES TÉMÁKRÓL	Eredménykimutatás a 2004. december 31-ével záródó évről	188
		Az EKB számviteli politikája	189
		A mérleg sorokat leíró, részletező adatok	193
6. FEJEZET		Az eredménykimutatás sorait leíró, részletező adatok	201
KÜLSŐ KOMMUNIKÁCIÓ		Kiegészítő melléklet a veszteségek felosztásáról	204
1	KOMMUNIKÁCIÓS POLITIKA	Auditori jelentés	205
2	KOMMUNIKÁCIÓS TEVÉKENYSÉG	5 AZ EURÓRENDSZER KONSZOLIDÁLT MÉRLEGE A 2004 DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRÓDÓ ÉVRŐL	206
7. FEJEZET		FÜGGELÉKEK	
AZ EURÓPAI UNIÓ BŐVÍTÉSE		AZ EKB ÁLTAL ELFOGADOTT JOGI DOKUMENTUMOK	210
1	TÍZ ÚJ TAGÁLLAM SIKERES CSATLAKOZÁSA	AZ EKB ELFOGADOTT VÉLEMÉNYEI	215
2	KAPCSOLATOK AZ EU-TAGJELÖLT ORSZÁGOKKAL	AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK KIADVÁNYAI	219
8. FEJEZET		AZ EURÓRENDSZER MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEINEK IDŐRENDI ÁTTEKINTÉSE	225
1	AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ SZERVEI ÉS IRÁNYÍTÁSI RENDSZERE		

FOGALOMTÁR

KERETES ÍRÁSOK

- 1 Tendenciák az euróövezet nem pénzügyi szektorának pénzügyi befektetéseiben 2004-ben **27**
Táblázat: Az euróövezet nem pénzügyi szektorának pénzügyi befektetése **27**
- 2 Mi történhet a likviditástöbblettel az euróövezetben? **30**
Ábra: A többletlikviditás felhasználhatóságának sematikus ábrázolása **30**
- 3 Általános tendenciák az implikált pénzügyi volatilitásban **35**
A. ábra: Az euróövezet pénzügyi piacának implikált volatilitása **35**
B. ábra: Implikált kötvény- és részvénypiaci volatilitás az euróövezetben és az Egyesült Államokban **36**
- 4 Az euróövezetben a kis- és középvállalkozások kevésbé kedvező finanszírozási feltételeknek voltak-e kitéve, mint a nagyvállalatok 2004-ben? **41**
A. ábra: A nem pénzügyi vállalatok nyújtott kölcsönök vagy hitelkeretek jóváhagyásakor alkalmazott hitelszabványok változásai **42**
B. ábra: Nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott kis és nagy hitelek MPI-kamatfelárai **43**
- 5 Olajárak és az euróövezet gazdasága **47**
A. ábra: Brent nyersolajárak **47**
Táblázat: Meghatározott időszakok Brent nyersolajár-emelkedése **48**
B. ábra: Olajárak és az energiakomponensek részesedése a HICP-inflációból **48**
C. ábra: Olajárak és a szállítási komponens részesedése a HICP-inflációból **48**
- 6 A strukturális reformok előrehaladása az Európai Unió munkaerő- és árupiacán **54**
- 7 A demográfiai változások potenciális hatásai az euróövezetben **58**
Ábra: Jelentősebb demográfiai fejlemények az euróövezetben **58**
- 8 Az államháztartás által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok alakulása az euróövezetben **63**
A. ábra: Az euróövezet állami hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-állománya kibocsátó országok szerint 2004-ben **63**
B. ábra: Hosszú lejáratú államkötvényhozamok különbözetei Németországhoz viszonyítva **64**
Táblázat: Az euróövezeti kormányok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kinnlevő összegeinek szerkezete **65**
C. ábra: A relatív GDP-arányos adósság változásai Németországhoz viszonyítva és a hozamkülönbözetek változásai 2001 és 2004 között **65**
- 9 Költségvetési politika és makrogazdasági stabilitás **67**
- 10 Az ERM-II árfolyam-mechanizmus fő elemei **79**
- 11 Az eurórendszer tartalékkezelési szolgáltatásai **111**
- 12 Európai tőkepiaci- és a pénzügyi integrációs kutatási hálózat **122**
- 13 Pénzügyi integráció az euróövezet hitelpiacán **125**
- 14 Az Európai Unió értékpapír-elszámolási és-teljesítési követelményei **129**
- 15 Az eurórendszer küldetése **169**

TÁBLÁZATOK

- 1 Az árak alakulása **45**
- 2 A munkaerőköltség mutatói **51**
- 3 A reál-GDP-növekedés összetevői **52**
- 4 A munkaerőpiac alakulása **56**
- 5 Fiskális pozíciók az euróövezetben **62**

6	Reál-GDP-növekedés az euróövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euróövezetben	74	11	Hosszú lejáratú államkötvény-hozamok	33
7	HICP-infláció az euróövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euróövezetben	75	12	Az euróövezetbeli kötvények reálhozama és a kiegyenlítő inflációs ráták	34
8	Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok és az euróövezet fiskális pozíciói	76	13	Főbb részvénypiaci indexek	38
9	Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok és az euróövezet fizetési mérlege	78	14	A tényleges és várható vállalati nyereségek növekedése	38
10	Az ERM-II alakulása	80	15	Lakáspiacei dinamika és hitelek az euróövezeti országokban	39
11	Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok hivatalos monetáris politikai stratégiái	81	16	Háztartásoknak és nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek kamatlába	40
12	Fizetési forgalom a TARGET-ben	94	17	GDP-arányos adósság és a háztartások hiteleinek növekedése	40
13	A TARGET rendelkezésre állása összesen	94	18	A nem pénzügyi vállalatok piaci alapú finanszírozási költségeinek mutatói	40
14	Az euróbankjegyek gyártásának megoszlása 2004-ben	99	19	A nem pénzügyi vállalatok éves adósságnövekedési rátájának összetétele	44
15	Az euróbankjegyek gyártásának megoszlása 2004-ben	101	20	Nem pénzügyi vállalatok mérlegmutatói	44
16	Az EU gazdaságának fő jellemzői az új tagállamokkal és azok nélkül	161	21	Az euróövezet HICP-inflációjának összetétele: főbb alkotórészek	46
	ÁBRÁK		22	Az alkotórészek hozzájárulása a HICP-inflációhoz	46
1	EKB-kamatlábak és pénzügyi kamatlábak	18	23	Az euróövezeti lakóingatlan-árak alakulása	51
2	Jelentősebb fejlemények a főbb ipari gazdaságokban	21	24	Az ipari termelői árak bontása	51
3	Az árupiacok alakulása	24	25	Az egy alkalmazottra jutó szektoronkénti javadalmozás	52
4	Az M3 és a portfólióátrendezések becsült hatásával korrigált M3	25	26	A negyedéves reál-GDP-növekedés összetevői	53
5	Hozzájárulások az M3 éves növekedéséhez	25	27	A munka termelékenység	57
6	Rövid lejáratú MPI betéti kamatok	26	28	Munkanélküliség	57
7	Az M3 és ellenpárjainak mozgása	28	29	Az euró nominális és reálfektív árfolyamai	70
8	A pénznövekedési résre vonatkozó becslések	29	30	A folyó fizetési mérleg és összetevői	71
9	Rövid távú kamatlábak az euróövezetben és a pénzügyi hozamgörbe lejtése	32	31	A pénzügyi mérleg és összetevői	72
10	Három hónapos EURIBOR határidős kamatok és a három hónapos EURIBOR határidős kamatok opcióiból származtatott implikált volatilitás	32	32	Az euró árfolyamának változásai az ERM-II-n kívüli EU-valutákhoz képest	80
			33	Ajánlati és kiosztott összegek heti irányadó refinanszírozási műveletekben, 2004-ben	87
			34	Likviditási tényezők és az euróövezeti bankjegyek alakulása 2004-ben	88
			35	Elfogadható piacképes hitelbiztosíték	89

36	Piacképes biztosítékok felhasználása	89
37	A forgalomban levő bankjegyek teljes értéke 2000 és 2004 között	98
38	A forgalomban levő euróbankjegyek teljes száma 2002 és 2004 között	98
39	Forgalomban levő euróbankjegyek száma 2002 és 2004 között	99
40	A forgalomból 2002 és 2004 között kivont hamisított euróbankjegyek száma	100
41	EKB füzetek (Working Paper) sorozat: Journal of Economic Literature osztályozási rendszere	106

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

EGYÉB

BIS	Nemzetközi Fizetések Bankja (<i>Bank of International Settlements</i>)
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
EMI	Európai Monetáris Intézet
ESA 95	A nemzeti számlák európai rendszere (ESA 1995) (<i>European System of Accounts 1995</i>)

EU	Európai Unió
EUR	euró
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	monetáris pénzügyi intézmények (<i>Monetary Financial Institutions – MFI</i>)
NACE Rev.1	az Európai Közösség nemzeti központi bankjai által alkalmazott statisztikai osztályozási rendszer
NKB	nemzeti központi bank
PPI	termelői árindex (<i>Producer Price Index</i>)
ULCM	feldolgozóipar fajlagos munkérféltésge (<i>unit labour costs in manufacturing</i>)

A közösségi gyakorlatnak megfelelően a jelentés az uniós tagországok neveinek felsorolásánál a nemzeti nyelvek szerinti országnevek ábécé-sorrendjét követi.

1998-ban az EKB kiállítássorozatot indított „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 nyolc oldalon e gyűjteményből adunk egy kis ízelítőt.

Készítő: Stephan Jung

Cím: PWPI, 2002

Anyag: Olajvászon, Méret: 230 × 265 cm

16

Készítő: Ida Dahl

Cím: „eben still”, 2004

Anyag: Olajvászon, Átmérő: Ø 190 cm

84

Készítő: Jacob Dahlgren

Cím: Krakow, 2002

Anyag: Alumíniumra szerelt joghurtos poharak, Méret: 184 × 148 × 10 cm

114

Készítő: Ana Luisa Ribeiro

Cím: Cím nélkül, 2002

Anyag: Olajvászon, Méret: 150 × 230 cm

134

Készítő: Xenia Hansner

Cím: Traumspiel, 2004

Anyag: Színes könyvomat kézzel készített papíron (ed. 16/25), Méret: 96 × 129 cm

146

Készítő: Philippe Cognée

Cím: Fouie, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

Anyag: Viaszfestmény, Méret: 154 × 153 cm

152

Készítő: Jan Fabre

Cím: Cím nélkül, 1987

Anyag: Golyóstolltinta papíron, Méret: 200 × 158 cm

158

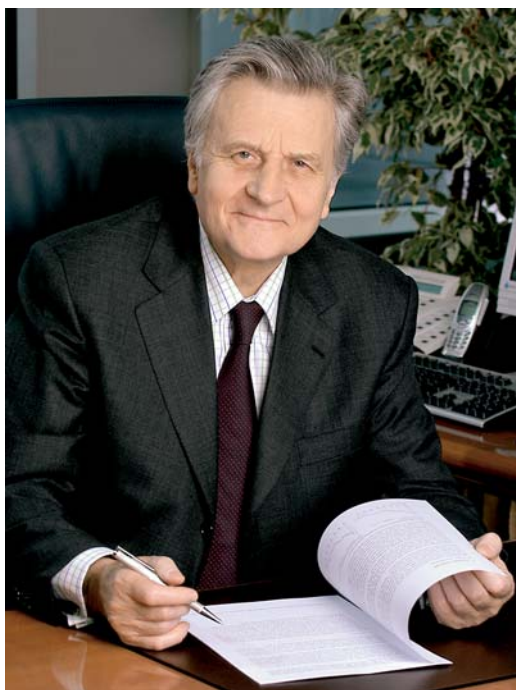
Készítő: Reinhold A. Goelles

Cím: Cím nélkül

Anyag: Akrilfestmény, Méret: 152 × 100 cm

166

ELŐSZÓ



Az elmúlt esztendő eseményeire visszatekintve az Európai Unió (EU) 2004. május 1-jei kibővítése történelmi fordulópontként emelkedik ki. Régóta készültünk erre a bővítésre, ki-ki a maga szakterületén, különösen a tíz új tagállam jegybankelnökeinek bevonásával, akik már a lehető legkorábbi időponttól megfigyelőként vettek részt az Általános Tanács ülésein; a csatlakozási folyamat sikere azonban az EKB munkatársainak intenzív előkészítő munkáját is dicséri. Ezenkívül a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) bizottságai is nyitva álltak a központi bankok szakemberei számára, itt is megfigyelőként vehettek részt a munkában. A felkészülés alapossága és baráti légköre tette lehetővé, hogy ezek az országok zökkenőmentesen csatlakozzanak az Európai Unióhoz, központi bankjaik pedig a KBER-hez. Az Általános Tanács csatlakozást követő első ülése megindító esemény volt valamennyiünk számára, az Általános Tanács első távkonferenciája pedig mérföldkő: megbizonyosodhattunk

egy új, biztonságos kommunikációs hálózat tökéletes működéséről, mi magunk pedig bizonyíthattuk, hogy hatékony eszmecserére vagyunk képesek egy egész Európát lefedő távkonferencián is.

A tíz új tagállam egyetlen mentességi záradék nélkül csatlakozott az Unióhoz. Ezzel elkötelezték magukat amellett, hogy előbb vagy utóbb az euróövezet tagjaivá is válnak majd. Mindannyian egyetértünk abban, hogy az Európai Uniót létrehozó szerződés előírásaival teljes összhangban döntő jelentőségű az euró bevezetésének lehető legjobb előkészítése, vagyis a maastrichti kritériumoknak megfelelő, fenntartható, magas szintű konvergencia.

A 2004. esztendő során további három valuta, Észtország, Litvánia és Szlovénia fizetőeszköze vált az eurót viszonyítási alapul vevő és a dán koronára épülő ERM-II árfolyam-mechanizmus részévé. A három új belépő olyan feltételekkel vállalta a részvételt az ERM-II-ben, amelyek biztosítják a rendszer zavartalan működését és a lehető legnagyobb mértékben járulnak hozzá a fenntartható konvergencia megvalósításához.

Az Európai Unió tagállamai a legjobb úton haladnak az Európai Alkotmányt megállapító, újonnan aláírt alapszerződés ratifikálása felé. Az alkotmány hathatós kifejezése Európa arra vonatkozó szándékának, hogy az Unió bővítése mellett történelmi mélyítésére is vállalkozik. Az eurórendszer, amelynek elsődleges célja az árstabilitás biztosítása, teljes mértékben tisztában van azzal az alkotmányban is megerősített szerepével, amelyet az Európai Unió elmélyítésében tölt be. Az alkotmány a Gazdasági és Monetáris Unió gazdaságpolitikai kereteinek valamennyi lényegi alkotóelemét megerősíti: a monetáris pillérhez tartozókat csakúgy, mint a gazdasági és költségvetési pillérét. Az EKB örömmel várja az alkotmány ratifikálását.

2004 a szerény növekedés éve volt az euróövezet számára: a 2003. évi 0,5% értékhez képest a reál-GDP növekedése az év egészére vetítve 1,8% volt. A növekedés dinamikáját viszonylag lendületes első félév, majd a harmadik és negyedik negyedévben lassú növekedés jellemezte. Mindent összevetve megerősítést nyert az a helyzetkép, miszerint belső és külső bizonytalansági tényezők közepette fokozatos gazdasági fellendülésnek lehettünk tanúi.

2004 folyamán az EKB Kormányzótanácsa az irányadó refinanszírozási művelet kamatlábát a kivételesen alacsony 2%-os szinten tartotta. Olyan monetáris politikát folytatott, amelynek célja az árstabilitás megőrzése volt egy komplex nemzetközi környezetben, amelyet különösen a nyersanyagok és az olaj árának emelkedései, a devizapiacok időnkénti volatilitása, jelentős és tartós globális egyensúlyhiányok, valamint számos feltörekvő gazdaság igen gyors fejlődésének a globális növekedéshez való jelentős hozzájárulása jellemezte. Az év során a Kormányzótanács egyik legfőbb üzenete az inflációs kockázatokkal kapcsolatos éberségről szólt; ezek a kockázatok a fogyasztóiár-index alapján mért inflációnak különösen a nyersanyag- és olajársokkokból következő emelkedéseit követő bér- és áremelések „másodlagos hatásaival” kapcsolatosak. Nem utolsó sorban annak is köszönhetően, hogy a gazdasági szereplők és a szociális partnerek világosan megértették az üzenetünket, a másodlagos hatások továbbra is visszafogottak maradtak.

2004 első felében a különböző felmérésekből és indexált kötvényekből származó közép- és hosszú távú inflációs várakozásokban bizonyos mértékű felfelé irányuló tendenciát figyeltünk meg. Ez a kedvezőtlen trend 2004 közepe táján megállt, és az év második felében kezdett visszafordulni. A Kormányzótanács éberségének határozott kifejezése ebben az időszakban biztosan hozzájárult ahhoz, hogy az általános inflációs várakozások a mi árstabilitási definíciónk (2% alatt és 2%-hoz közel) szintjével összhangban maradtak.

Alapvető az euróövezeti közép- és hosszú távú inflációs várakozások rögzítése, ami az EKB Kormányzótanácsának hitelét tükrözi. Ez a hitelesség teszi lehetővé az EKB számára a Szerződésből fakadó felhatalmazásával összhangban az árstabilitás biztosítását még nehéz körülmények között is azáltal, hogy a gazdasági szereplőknek világos referenciával szolgál az ár- és bérmegállapítási folyamatban. Ugyancsak lehetővé teszi, hogy az euróövezet élvezze a példátlanul alacsony közép- és hosszú távú piaci kamatlábaknak köszönhetően egy, a növekedés és munkahelyteremtés számára kedvező környezet előnyeit, amelybe beletartoznak a mi árstabilitási definíciónkkal összhangban levő inflációs várakozások.

A fenntartható növekedés és munkahelyteremtés szükséges feltétele a jó monetáris politika, amely viszont önmagában nem elégséges. Egészséges költségvetési politikára és megfelelő strukturális reformokra is szükség van.

Az eurórendszer ezért érvel mindig olyan határozottan a stabilitási és növekedési paktum pontos teljesítése érdekében, és ezért hangsúlyozza következetesen, hogy a paktum korrektív ágának integritását teljes mértékben meg kell őrizni, különösen a GDP 3%-ának megfelelő költségvetésihiány-korlátra vonatkozó nominális horgonyt, valamint magát a túlzott hiány esetén követendő eljárást.

Ez az oka annak is, hogy az eurórendszer olyan határozottan felszólította az euróövezetet, hogy eltökélten kezdjen hozzá a strukturális reformok megvalósításához a munkaerőpiacokon, az oktatásban és képzésben, a kutatás és fejlesztés területén, az áru- és szolgáltatás piacokon, valamint a társadalombiztosítási kiadások kezelése terén. Ezek a legfontosabb reformok az európai gazdaság növekedési potenciáljának javítása, a munkahelyteremtés elősegítése és a munkanél-

küliség jelentős csökkentése érdekében. 2004 folyamán az EKB támogatta az Európai Bizottságnak és az EU Tanácsának a lisszaboni menetrendben foglalt strukturális reformok megvalósításának élénkítésére és gyorsítására irányuló kezdeményezéseit. Ugyancsak üdvözlöttük a Wim Kok által elnökölt magas szintű csoport 2004 végén kiadott jelentésének javaslatait, hogy a lisszaboni menetrend a nagyobb növekedést és foglalkoztatást elősegítő, korlátozott számú prioritási területre összpontosítson.

Ami az EKB szervezeti felépítését és működését illeti, a 2004. év nagy kihívást jelentett az intézmény számára. Az EKB nettó vesztesége 1 636 millió eurót tett ki a 2003. évi 477 millió eurós veszteséggel szemben. E nettó veszteség oka ismét az árfolyam alakulása volt, amely befolyásolta az EKB devizában denominált pénzeszközeinek euróban kifejezett értékét. Számviteli politikánk a maximális körültekintés elvén alapszik. Ezért ezeket a nem realizált árfolyamveszteségeket realizáltak tekintjük és így vezetjük be az évi végi eredménykimutatásba: 2004-ben az euró felértékelődése megközelítőleg 2,1 milliárd eurós nettó átértékelődési veszteséget eredményezett. Ezzel szemben az árfolyam és a piaci árak változásai miatti átértékeléséből származó nem realizált nyereség nem számít pénzügyi nyereségnek, hanem közvetlenül az átértékelési számlákon jelenik meg.

Az EKB rendszeres bevételeinek forrása elsősorban nemzetközi tartalékeszközeiből és 4,1 milliárd eurós befizetett tőkéből, illetve a forgalomban lévő euróbankjegyek 8%-os részesedése utáni kamatnyereségből származó befektetési jövedelem. 2004-ben a kamatjövedelem ismét alacsony volt, elsősorban a kivételesen alacsony kamatlábak miatt: az irányadó refinanszírozási művelet kamatlába egész 2004 folyamán 2% maradt. Az EKB összes nettó kamatjövedelme 690 millió euró volt a 2003. évi 715 millió eurós kamatjövedelemmel szemben.

Az EKB bérekre és kapcsolódó költségekre, ingatlanbérlésre, valamint árukra és szolgáltatásokra vonatkozó adminisztratív kiadásai 340 millió eurót tettek ki. 2004 végén az EKB alkalmazottainak száma 1 314 volt az egy évvel korábbi 1217 főhöz képest.

Múlt évben zajlott le a „Mozgásban az EKB” projekt, melynek célja az EKB eredményességének és hatékonyságának javítása, az emberi erőforrások menedzselésének elősegítése és a központi bank értékeinek az alkalmazottak körében való megerősítése volt. Az Igazgatóság által jóváhagyott program legtöbb intézkedését már végrehajtották, míg néhány intézkedés bevezetése még folyamatban van. A „Mozgásban az EKB” figyelemreméltó program volt, melynek keretében sikerült javítani munkakultúránkon és megerősíteni a bankon belüli csapatszellemet. Az Igazgatóság teljes mértékben elkötelezte magát a program végrehajtása és a „Mozgásban az EKB” szellemének megőrzése mellett.

2004-ben két másik fontos esemény is történt. Az első az EKB alapvető értékeinek elfogadása volt. Ezek az értékek: szakértelem, hatékonyság és eredményesség, feddhetetlenség, csapatszellem, átláthatóság és elszámoltathatóság, valamint munka Európa érdekében. A második fontos esemény a nullabázisú tervezési program elindítása volt. 1998. június 1-jei megalakulása óta az EKB gyors fejlődésen ment keresztül annak érdekében, hogy sikeresen teljesíteni tudja történelmi feladatait. Miután bebizonyította eredményességét, eljött az ideje annak, hogy alaposan felülvizsgálja működésének hatékonyságát. Ezért az Igazgatóság 2004-ben elindította a nullabázisú tervezési programot azzal a céllal, hogy áttekintse az intézmény minden feladatát és az alkalmazottak feladatok szerinti besorolását. Ez a program még folyamatban van, lezárása 2005 közepére várható.

Az EKB Igazgatóságára, Kormányzótanácsára és Általános Tanácsára kivételes csapatszellem jellemző. Az euróövezetben az EKB és a 12 nemzeti központi bank az eurórendszerben egy nagy csapatot alkot. 2004-ben megszületett az eurórendszer küldetéséről szóló nyilatkozat (mely a jelen Éves jelentés 15. keretes írásában olvasható), az euróövezet 13 intézményének és alkalmazottainak egységes nyilatkozata. E küldetéséről szóló nyilatkozat azt a közös szándékunkat fogalmazta meg, hogy az eurórendszer csapata tovább erősödjön Európa és a közös valuta szolgálatában. Az EKB büszke arra, hogy ezen egyedülálló csapat élén állhat.

Frankfurt am Main, 2005. március



Jean-Claude Trichet

Készítő
Stephan Jung
Cím
P.WPI, 2002
Anyag
Olajvászon
Méret
230 × 265 cm
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



1. FEJEZET

GAZDASÁGI
FOLYAMATOK
ÉS MONETÁRIS
POLITIKA

1 MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEK

Az euróövezet gazdasági fellendülése, amely 2003 második felében kezdődött, és 2004-ben tovább folytatódott. Az euróövezet gazdasága – a világgazdaság erőteljes növekedésének köszönhetően – az év első felében fellendült. 2004 második felében az euróövezet gazdasági konjunktúrája valamelyest gyengült, részben az emelkedő olajárak miatt. Összességében a reál-GDP (munkanapok alapján kiigazítva) 2004-ben 1,8%-kal nőtt. Ez 0,5%-kal nagyobb növekedés, mint 2003-ban, illetve 0,9%-kal nagyobb, mint 2002-ben.

Ebben a fokozatos fellendüléssel jellemezhető gazdasági környezetben a belföldi inflációs nyomás mérsékelt maradt, ami – jelentős mértékben – a munkavállalói jövedelmek visszafogott növekedésének volt köszönhető. Az euró kismértékű nomináleffektív felértékelődése szintén csökkentette valamelyest az inflációs nyomást. 2004-ben azonban a szabályozott árak és közvetett adók emelése, illetve – különösen az év második felében – az olajáremelések

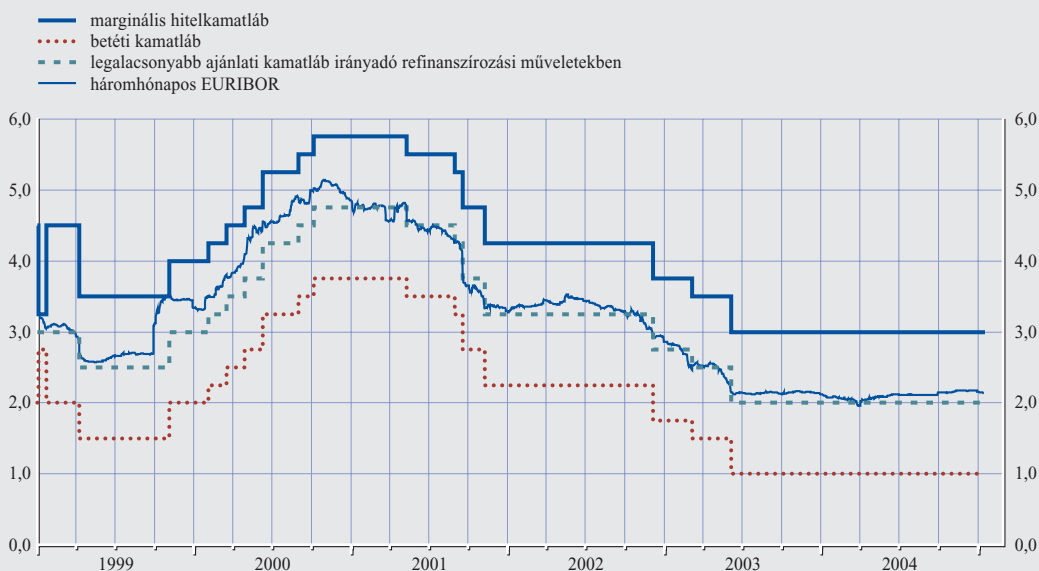
jelentősen befolyásolták a CPI-inflációt. Összességében tehát 2004-ben az éves HICP-infláció, a múlt évhez hasonlóan, 2,1% volt.

Ebben a gazdasági környezetben, ahol a belföldi árnyomás mérsékelt maradt, és az árstabilitás középtávú kilátásai pozitívak, az EKB Kormányzótanácsa az EKB historikusan alacsony szinten álló irányadó kamatán 2004 során nem változtatott. Az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatláb 2% maradt, míg a betéti rendelkezésre állás és az aktív oldali rendelkezésre állás kamata 1%, illetve 3% volt (lásd 1. ábra).

A monetáris politikával kapcsolatos döntések részletes vizsgálatakor azt látjuk, hogy a 2004 első hónapjaiban mért adatok alátámasztják a 2003 második felében megindult fokozatos gazdasági fellendülést. A külső oldalon az export növekedése élénk volt, amit a világgazdaság erőteljes dinamikája is elősegített. Ezenkívül befektetői szempontból az euróövezeten belüli

1. ábra EKB-kamatlábak és pénzügyi kamatlábak

(éves százalékok; napi adatok)



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.

igen kedvező finanszírozási feltételek és a vállalati jövedelmek mérlegkiigazításokat tükröző javuló kilátásai is pozitív képet mutattak. A lakossági fogyasztás tekintetében – a rendelkezésre álló reáljövedelem várható növekedése és a munkaerőpiac fokozatos javulása alapján – fokozatos fellendülésre lehetett számítani. Az árakat illetően, 2004 elején a HICP-infláció 2% alá esett, elsősorban az euró 2003 utolsó néhány hónapjában tapasztalható felértékelődése és az energiaárak 2003 elején végbemenő erőteljes emeléséből fakadó bázishatások nyomán mérséklődő inflációs nyomás miatt.

2004 első negyedévében az éves M3-növekedés folytatta a 2003 nyarán elkezdődő, lefelé irányuló tendenciát. Ez elsősorban a korábbi portfóliómozgások csökkenését tükrözte, mivel a befektetők portfóliójuk szerkezetét fokozatosan az M3-on kívüli hosszabb távú és kockázatosabb pénzügyi eszközökre alapozták a 2001 és 2003 közepe között tapasztalható, fokozott gazdasági és pénzügyi bizonytalansággal kapcsolatos rendkívüli likviditási preferenciával jellemezhető időszakot követően. Az M3-növekedés normalizálódása ellenére az euróövezetben számottevően több likviditás maradt, mint amire a nem inflációs gazdasági növekedés finanszírozásához szükség lett volna. Miközben az árstabilitásra irányuló, felfelé ható kockázatokat figyelemmel kellett kísérni, a Kormányzótanács úgy ítélte meg, hogy 2004 első negyedévében az árstabilitás kilátásai összességében kedvezőek voltak.

A 2004 második negyedévében lezajló gazdasági folyamatok két lehetséges forgatókönyvet sejtettek. Egyrészt a rendelkezésre álló adatok a világgazdaság erőteljes növekedésére utaltak és az euróövezet exportjának igen kedvező képét mutatták. Másrészt 2004 márciusa után az olajárak jelentősen emelkedni kezdtek, és ez erősebb lefelé irányuló kockázatot jelentett a fellendülésre. Összességében, a második negyedév elteltével, az előző tényezők váltak dominánssá, és a gazdasági mutatók egyre jobban megerősítették, hogy a fellendülés felgyorsul. A második negyedév végére a közzétett adatok valóban azt támasztották alá, hogy az

euróövezetben 2004 első felében tapasztalható gazdasági fellendülés a vártnál erőteljesebben alakult, és így a gazdasági növekedés kilátásaira vonatkozó optimizmus megalapozott volt. Az év első felében a reál-GDP átlagosan 0,6%-kal nőtt az előző negyedévhez képest. 2000 első fele óta ez a legmagasabb növekedési ütem az euróövezetben. A fellendülés gyorsasága elsősorban az erősebb exportot és – a stagnálás hosszú időszakát követően – a lakossági fogyasztás kezdeti erősödését tükrözte. E folyamatok alapján az euróövezeti szakértők 2004. júniusi prognózisa az euróövezet reál-GDP növekedését 2004-ben átlagosan 1,4% és 2,0% között, míg 2005-re ennél magasabban, 1,7% és 2,7% között állapította meg. A nemzetközi és magánszervezetek előrejelzései szintén a 2004 második felére várt gazdasági fellendülés erősödését vetítették előre.

Az olajárak markáns emelkedése jelentős rövid távú felfelé ható nyomást gyakorolt a fogyasztói árakra, és az inflációra is jelentősen kihatott. 2004 második negyedévében az éves HICP-infláció ismét emelkedett, részben a szabályozott árak és a közvetett adók emelése miatt. Azonban, amikor az árak alakulásának közép-távú trendjeit vizsgálta, a Kormányzótanács arra a véleményre jutott, hogy az inflációs nyomás valószínűleg mérsékelt marad, különösen a munkaerőpiac visszafogott helyzete és a miatt a várakozás miatt, hogy a béremelések mérsékeltnek maradnak a csak fokozatosan javuló munkaerő-piaci helyzet és a gazdasági fellendülés fokozatossága következtében. Ez a vélemény megegyezett az euróövezeti szakértők 2004. júniusi prognózisával, amely az átlagos éves HICP-inflációt 2004-ben 1,9% és 2,3%, illetve 2005-ben 1,1% és 2,3% közé helyezte, és a nemzetközi és magánszervezetek előrejelzéseivel is. Megállapították azonban, hogy az olajárak alakulása, a közvetett adók és szabályozott árak változásait övező bizonytalanság és a bér- és ármegállapító magatartás esetleges második hullámú hatásai ezen előrejelzésekre felfelé irányuló kockázatot jelentenek. Ebben az időszakban a pénzügyi piacokon a közép- és hosszabb távú inflációs várakozások is valamelyest erősödtek.

2004 második negyedévében az M3 éves növekedési üteme általában véve továbbra is lefelé irányuló tendenciát követett, ami a pénztartók portfóliómagatartásának további normalizálódását tükrözte. Ez a normalizációs folyamat azonban igen lassan zajlott le, és az M3 növekedése viszonylag magas maradt. Ez részben a likvid eszközök iránti kereslet alacsony kamatlábainak ösztönző hatását is tükrözte. Így a Kormányzótanács aggodalmát fejezte ki, hogy az euróövezetben a túlzott likviditás tartósan magas, és ez gazdasági fellendülés esetén középtávon inflációs nyomáshoz vezethet.

Míg 2004 második felében a folyamatos fellendülés fő forgatókönyve alapján véve nem változott, egyre jobban körvonalazódott, hogy az euróövezet gazdasági fellendülése a vártnál valamivel lassabb ütemű lesz. Ez elsősorban a világgazdasági növekedés átmeneti lassulásának, a harmadik negyedévben az olajárak további emelkedésének és a negyedik negyedévben az euró jelentős felértékelődésének volt köszönhető. Az év második felében az adatok valóban azt támasztották alá, hogy a magasabb olajárak hatása egyre jobban érezhető, és az euróövezetben és az euróövezeten kívül is lassítja a kereslet növekedési ütemét. 2004 harmadik és negyedik negyedévében a reál-GDP növekedése csak 0,2%-os volt az előző negyedévhez képest. Az euróövezeti szakértők 2004 decemberében kiadott prognózisa a reál-GDP növekedését 2005-ben 1,4% és 2,4%, illetve 2006-ban 1,7% és 2,7% közé tette. A Kormányzótanács ezenkívül azt is hangsúlyozta, hogy az olajpiac esetleges kedvezőtlen alakulása ezen prognózisra lefelé irányuló kockázatot jelent.

Az árak alakulásával kapcsolatban az éves HICP-infláció 2004 második felében valamivel meghaladta a 2%-ot, elsősorban az olajár-emelkedések miatt. Azonban nem utaltak jelek arra, hogy erősebb inflációs nyomás alakulhat ki. 2003 utolsó negyedéve óta a béremelések mérsékeltek maradtak, és ez a tendencia várhatóan fennmarad a továbbra is mérsékelt növekedés és gyenge munkaerő-piaci helyzet miatt. E folyamatok alapján az euróövezeti szakértők 2004 decemberi prognózisa az éves HICP-inflá-

ció növekedését 2005-ben 1,5% és 2,5%, míg 2006-ban 1,0% és 2,2% közé tette. E prognózisok kockázategyensúlya azonban továbbra is felfelé irányuló maradt. A kockázatok elsősorban az olajárak alakulásával, a közvetett adók és a szabályozott árak további emelését övező bizonytalansággal és a bér- és ármegállapító magatartás esetleges második hullámú hatásaival kapcsolatosak.

A monetáris elemzés is egyre erősebben mutatott rá ezen kockázatokra. 2004 második felében a folytatódóan alacsony kamatoknak az M3 növekedésére (különösen likvidebb összetevőire) gyakorolt felfelé irányuló hatása kezdett nagyobb szerepet játszani, mint a portfóliómagatartás normalizálódásából eredő fokozatos lefelé irányuló hatás. Az alacsony kamatok a lakossági szektor hitelkeresletét is tovább növelték. Különösen a lakásvásárlási hitelek iránti kereslet nőtt tovább a már erőteljes szintről, ami néhány euróövezeti ország fokozott lakásár-dinamizmusához járult hozzá. E folyamatok alapján a Kormányzótanács megjegyezte, hogy a tartósan magas túlzott likviditás és az erőteljes hitelnövekedés nem csupán az árstabilitásra jelent felfelé irányuló kockázatot, hanem az eszközárak nem fenntartható növekedésének lehetséges forrása is, különösen az ingatlanpiacon. 2005 elején ez a helyzet alapvetően nem változott. A 2004 közepén megindult erőteljes monetáris növekedés folytatódott, és a nem inflációs növekedés finanszírozásához szükséges likviditásnál lényegesen több likviditás maradt az euróövezetben.

Összességében, a Kormányzótanács 2004 második felében egyre gyakrabban adott hangot az infláció rövid távú kedvezőtlen alakulásával kapcsolatos aggodalmainak. Ugyanakkor megjegyezte, hogy nem mutatnak jelek az inflációs nyomás növekedésére. E folyamatok alapján az EKB irányadó kamata nem változott ebben az időszakban. A Kormányzótanács azonban hangsúlyozta, hogy továbbra is figyelemmel kell kísérni az árstabilitásra középtávon felfelé ható számos kockázatot.

2. MONETÁRIS, PÉNZÜGYI ÉS GAZDASÁGI FOLYAMATOK

2.1 A NEMZETKÖZI MAKROGAZDASÁGI KÖRNYEZET

A VILÁGGAZDASÁG NÖVEKEDÉSE KÉT ÉVTIZED ÓTA JELENLEG A LEGERŐTELJESEBB

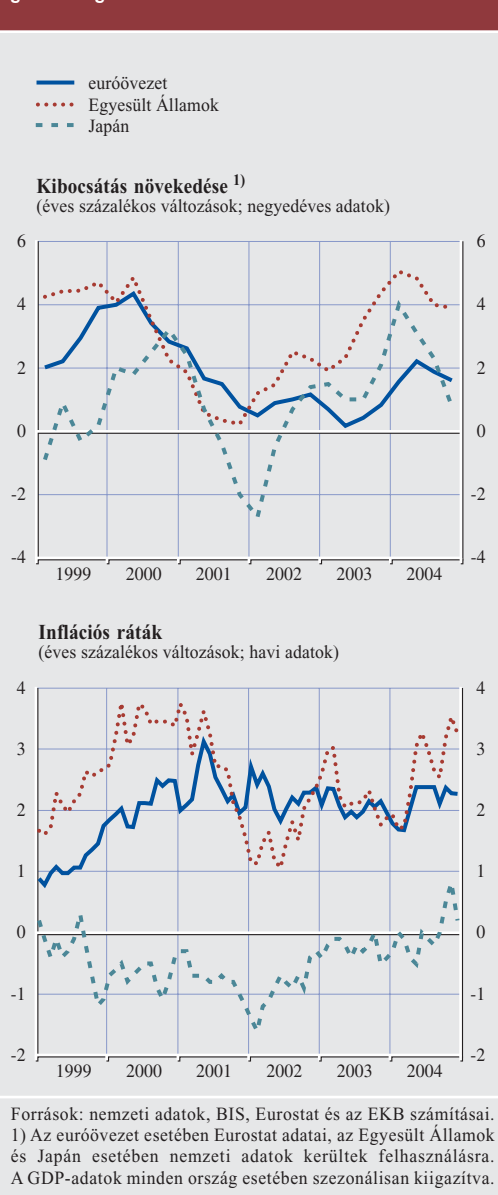
1976 óta a világgazdaság 2004-ben bővült a leggyorsabb ütemben, és ez a növekedés viszonylag széles alapokon nyugszik a különböző régiókban (lásd 2. ábra). Különösen az ázsiai régióban volt erőteljes, ahol a kínai gazdaság a túlfűtöttség jeleit mutatta. Sok országban a világgazdaság erőteljes növekedését a kedvező finanszírozási feltételek és az ösztönző makrogazdasági politika segítette elő. A növekedést a világkereskedelem erőteljes bővülése kísérte, amely 2000 óta 2004-ben érte el a legmagasabb szintet.

A világgazdaság bővülése különösen az év első hónapjaiban volt erőteljes, majd ezt követően a legtöbb országban lelassult. Ez a lassulás részben az előző negyedévek erőteljes dinamikáját felváltó normalizálódásnak és a politikai ösztönzők fokozatos visszavonásának volt köszönhető. Az olajárak jelentős növekedése, amely 2004 októberében csúcst ért el, tovább lassította a növekedést. Az olajárak emelkedése sok országban az infláció mérsékelt növekedéséhez vezetett, ami elsősorban az energiával kapcsolatos árkomponensek alakulásának volt köszönhető. Az alapvető inflációs tendenciák azonban viszonylag stabilak maradtak, ami azt mutatja, hogy a második hullámú hatások megfelelően mérsékelték voltak (lásd 2. ábra).

Az erőteljes növekedés folytatódása az Egyesült Államokban (amely nem volt jellemző néhány kereskedelmi partnerére) hozzájárult az USA folyó fizetésimérleg-hiányának további növekedéséhez. Ez a folyamat és az ország fiskális politikájának kilátásait övező bizonytalanságok újraélesztették a piacnak a világgazdasági egyensúly fenntarthatóságára irányuló aggodalmait. Részben ezeknek az aggodalmaknak a hatására az USA-dollár több valutával szemben is leértékelődött az év utolsó hónapjaiban.

Az Egyesült Államokban a gazdasági növekedés 2004-ben általában gyors ütemben folytatódott: a reál-GDP – az év egészét tekintve, és

2. ábra Jelentősebb fejlemények a főbb ipari gazdaságokban



előzetes becslések szerint – 4,4%-kal nőtt. Ez a bővülés tovább nőtt, és magában foglalta a munkaerőpiac régóta várt javulását. A reál-GDP növekedését a lakossági fogyasztás és az üzleti környezet (különösen a berendezések és a szoftverek tekintetében) folyamatos erősödése segítette elő, míg a nettó kereskedelem negatívan járult hozzá a növekedéshez.

A lakossági fogyasztás az alkalmazkodó makrogazdasági politika, a lakáscélú ingatlanok árának markáns emelkedése és a foglalkoztatottság jelentős javulásának tartós hatására az év nagy részében erőteljes volt. Bár a többéves gyenge szintet követően a foglalkoztatottság növekedése gyorsulni kezdett, a bérekre felfelé ható nyomás általában mérsékelt maradt, ami elsősorban a munkaerőpiac fennmaradó stagnálásával magyarázható. 2004 második felében a munkaerőköltségek mérsékelt növekedése és az emelt olajárak a rendelkezésre álló reáljövedelem növekedését lelassították. Ez a folyamat tovább csökkentette volna a lakossági megtakarítások rátáját, ha nem ellensúlyozta volna decemberben egy különösen nagy osztalékfizetésből származó egyszeri jövedelememelkedés. Ugyanakkor 2004-ben a lakossági tartozás historikusan magas szintet ért el a rendelkezésre álló jövedelem arányában.

2004-ben az üzleti befektetések élénk növekedést mutattak, elsősorban a berendezések és szoftverek terén a kedvező finanszírozási feltételekkel, az átmeneti fiskális ösztönzőkkel és a készletek alacsony szintjét kísérő erős kereslettel jellemezhető környezetben. Bár az olajárak emelkedése a nyersanyagok árainak emelkedéséhez is hozzájárult, a vállalati nyereségesség erőteljes maradt. Részben a munkaerőpiac javulása miatt a termelékenység növekedése 2004-ben lelassult, bár viszonylag még mindig erőteljes maradt az év egészét tekintve.

2004-ben az Egyesült Államok külső egyensúlya tovább romlott: az USA GDP-arányos kereskedelmi és folyó fizetésimérleg-hiánya historikusan magas szintre emelkedett. Reálértéken az import növekedési üteme az USA-dollár 2002 elején megkezdődött kumulatív leértékelődése ellenére továbbra is gyorsabb volt, mint az exporté, mivel az Egyesült Államokban az erőteljes belföldi kereslet jelentősen meghaladta az USA főbb kereskedelmi partnereinek keresletét. Az ebből származó belföldi megtakarítási-beruházási egyensúlytalanság a közszektor megtakarításainak folyamatos hiányát és a historikusan alacsony lakossági megtakarításokat tükrözte.

2004-ben a fogyasztóiár-infláció – elsősorban a magas energiaárak hatására – újra emelkedett, és az éves CPI-infláció az év végén elérte a 3,3%-ot. Az élelmiszer- és energiaárak nélkül számított inflációnak az elmúlt néhány évben tapasztalt csökkenő tendenciája szintén megfordult, és 2,2%-os szintre emelkedett. A felfelé ható árnymások azonban viszonylag mérsékelt maradtak a munkaerőpiac lanyhaságának fokozatos elnyelése és a termelékenység tartósan erőteljes növekedése miatt, valamint annak köszönhetően, hogy az USA-dollár leértékelődése csak korlátozott mértékben szűrődött be a fogyasztói árakba. Ennek megfelelően, a felméréseken és piaci intézkedéseken alapuló hosszabb távú inflációs várakozások továbbra is mérsékelt maradtak, annak ellenére, hogy később kissé emelkedtek.

A historikusan alacsony kamatokkal jellemezhető időszak után a Szövetségi Tartalékrendszer Szövetségi Nyiltpiaci Bizottsága (a „FOMC”) 2004-ben 125 bázisponttal megemelte a szövetségi alapok kamatcélkitűzését. Ezt az emelést öt egymást követő 25 bázispontos lépéssel érte el 2004 júniusától kezdődően, és így az év végére a szövetségi alapok kamatcélkitűzése 2,25% lett, majd 2005 februárjának elején elérte 2,5%-os szintet. Míg a FOMC megjegyezte, hogy a politika kiigazítása valószínűleg mérhető ütemben szüntethető meg, azt is hangsúlyozta, hogy ez a kiigazítás a gazdasági kilátások változásaira reagálna úgy és akkor, ahogyan és amikor erre szükség van az árstabilitás fenntartására vállalt kötelezettségének teljesítéséhez. A fiskális politikát illetően a szövetségi kormány GDP-arányos költségvetési hiánya 3,6%-ra romlott a 2004-es pénzügyi évben a gazdasági konjunktúra fellendülése ellenére.

Japánban 2004 során a gazdasági fellendülés megtorpant. A gazdasági konjunktúra, miután az év első negyedében erőteljesen bővült, jelentősen lelassult 2004 fennmaradó részében. Ez a lassulás elsősorban az alacsonyabb állami kiadásoknak, a belföldi lakossági kereslet gyengülésének és az exportdinamika mérséklődésének tudható be. A bázishatásoknak és az erőteljes első negyedévnek köszönhetően azonban 2004-

ben az éves reál-GDP-növekedés 1996 óta a legnagyobb ütemet érte el (2,6%). A munkaerőpiaci feltételekben tapasztalható volt némi fokozatos javulás. Eközben a társasági mérlegek átstrukturálása és a költségsökkentési erőfeszítések a társasági nyereség növekedésének erőteljes fellendüléséhez járultak hozzá, míg a bankszektor csökkentette a nem teljesítő hitelállomány szintjét.

Az év során a deflációs aggodalmak valamelyest enyhültek, de nem szűntek meg teljesen. A vállalati termékek árai – elsősorban a magasabb nyersanyagárak miatt – emelkedtek, míg a késztermékek ára mérsékelt ütemben tovább csökkent. Az év egészét tekintve, a fogyasztói árak változási üteme a 2003-as -0,3%-kal szemben 0% volt. Októberben, a deflációs nyomás enyhülésére utaló jelek alapján, a Bank of Japan Monetáris Tanácsának egyes tagjai a friss élelmiszerek nélküli CPI kismértékű emelkedését jelezték előre a 2005-ös pénzügyi évre. 2004 végére azonban, a liberalizált közműszolgáltatások árcsökkenésének hatására, a deflációs nyomás ismét megjelent. A Bank of Japan 2004 januárjában a folyószámlaegyenleg-állományára vonatkozó célkitűzési tartományát 30-35 billió japán jenre emelte. A monetáris politika irányultsága az év hátralevő részében nem változott.

A Japánon kívüli ázsiai országok gazdaságai, az előző év nagy lendületét megőrizve, 2004-ben újra erőteljes növekedést mutattak, elsősorban az erős külső keresletnek, az újraéledő belföldi keresletnek és a kínai befektetési láznak köszönhetően. Ázsiában erősödött a regionális integráció a régiókon belüli kereskedelem és befektetés áramlásának gyors növekedése nyomán. 2004 végére azonban a külső kereslet csökkenése és a magas olajárak miatt a növekedés lendülete megtört. Az egyes országok szintjén a kínai gazdaság erőteljesen tovább nőtt, és az év első felében a túlfűtöttség jeleit mutatta. Az év második felében a politikai intézkedések lelassították a befektetések lendületét, de nem mérsékelték a gazdasági konjunktúra egészét. Az év egészét tekintve a kínai GDP 9,5%-kal nőtt.

Latin-Amerikában a gazdasági helyzet számottevően javult mind az exporttevékenység, mind a belföldi kereslet hatására. Braziliában és Mexikóban a növekedés az év során – az erőteljes export és a befektetési tevékenység erősödése miatt – új lendületet kapott. Argentínában a gazdasági fellendülés erőteljes maradt, bár az év során valamelyest lelassult.

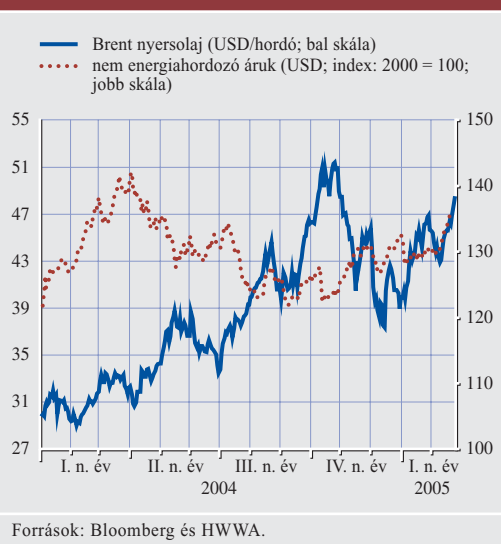
2004-BEN A NYERSANYAGÁRAK ERŐTELJESEN EMELKEDTEK

Az olajárak az év legnagyobb részében jelentős volatilitás közepette emelkedtek. A Brent-nyersolaj ára október végén 51 dolláron csúcstot ért el az év eleji 30 dollárral szemben (lásd 3. ábra). 2004 egészét tekintve, a Brent-nyersolaj átlagos ára 38 USD-dollár volt, 33%-kal magasabb, mint a 2003-as átlag. Ha euróban mérjük, a Brent-nyersolaj ára ugyanebben az időszakban 20%-kal emelkedett. A 2004-es markáns olajár-emelkedés elsősorban az olaj iránti világgazdasági kereslet erősödésével, az olajkészletek biztonságosságával kapcsolatos aggodalmakkal és az eltérő minőségű olajfajták iránti kínálati és keresleti eltérésekkel magyarázható.

Az olaj iránti kereslet nagymértékben megnőtt, különösen Ázsiában és Észak-Amerikában, és 2004 során a világgazdaság erőteljes növekedése nyomán meghaladta a várakozásokat. A Nemzetközi Energiaügynökség szerint az olaj iránti nemzetközi kereslet 2004-ben 3,4%-kal nőtt, ami három évtized óta a leggyorsabb ütemű növekedés.

A kínálati helyzettel kapcsolatban 2004 elején a piaci résztvevők az Olajexportáló Országok Szervezete („OPEC”) bejelentéseinek hatására azt várták, hogy az OPEC hamarosan csökkenteni termelését, bár ez később mégsem történt meg. Ehelyett mind az OPEC, mind a nem-OPEC termelők 2004-ben jelentősen növelték nyersolajtermelésüket. Ahogy az olaj világgazdasági kínálata nőtt, a tartaléktermelés és a finomítási kapacitás jelentősen csökkent, és így csak nagyon korlátozott tartalék maradt a váratlan olajkínálati fennakadások esetére. Ebből következően 2004-ben az olajárak nagyon érzékenyvé váltak a kínálat-kereslet egyensúlyának

3. ábra Az áru piacok alakulása



váratlan változásaira, a piacnak a nyersolaj-készletek biztonságosságáról alkotott képére és az olajkészletek megfelelő összetételével kapcsolatos aggodalmakra. Ezen túlmenően, az olajszármazékok iránti kereslet gyors növekedése és a nyersolajkínálat bővülése ahhoz vezetett, hogy minőségi eltérés keletkezett, és ez a jó minőségű nyersolaj (mint például a Brent-olaj) rekord értékű magas prémiumát eredményezte.

Az energiaárakat nem tartalmazó nyersanyagárak, melyek 2003 második fele óta élénk mozgást mutattak, 2004 első felében érték el legmagasabb szintjüket (lásd 3. ábra) a világgazdaság erőteljes fellendülésének köszönhetően. Az energiaárakat nem tartalmazó nyersanyagárak összességükben 2004 második felében valamelyest csökkentek, mivel mind az élelmiszerárak, mind a mezőgazdasági nyersanyagárak csökkentek az év elején elért magas szintről, míg a fémek ára tovább emelkedett. USA-dollárban az energián kívüli nyersanyagárak 2004-ben átlagosan 22%-kal magasabbak voltak, mint egy évvel korábban.

2.2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

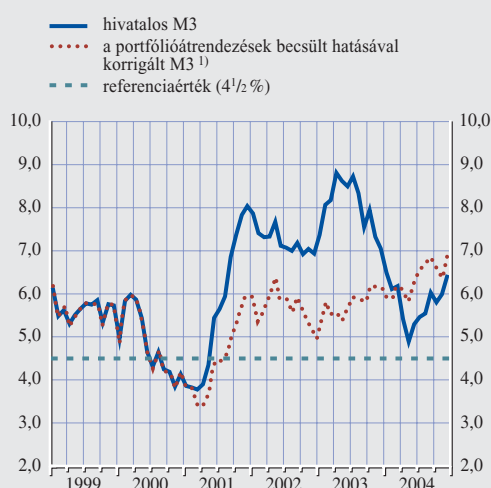
AZ M3 NÖVEKEDÉSÉT KÉT ELLENTÉTES HATÁSÚ ERŐ BEFOLYÁSOLTA

A monetáris politika irányultsága és a tőkepiaci folyamatok által meghatározott környezetben a monetáris dinamikát 2004-ben két ellenkező irányú erő befolyásolta: egyrészt az alacsony kamatszint, másrészt az euróövezetbeli rezidensek portfólióallokálási viselkedésének normalizálódása, a 2001 és 2003 közepe közötti időszak erős likviditáspreferenciáját követően. 2004 első felében – a portfólióallokálási viselkedés normalizálódása miatt – az M3 növekedésére gyakorolt mérséklő hatás dominált, míg az M3 éves növekedési rátája folytatta a lassulást, amely 2003 nyarán kezdődött, és amelynek eredményeként 2004 júniusában 5,3%-ra esett vissza. Az M3 éves növekedési üteme ismét megerősödött 2004 második felében, az év végére elérte a 6,4%-ot, amint az alacsony kamatszint és a pénztartás ebből következő alacsony alternatívaköltségeinek ösztönző hatása érvényesült, amelyet tovább erősített a hosszú lejáratú kamatok ismétlődő csökkenése. Ugyanakkor a monetáris dinamika 2004-ben azt is tükrözte, hogy a kibocsátás növekedése erőteljesebb volt, mint az előző évben.

A 2004-ben tapasztalt portfólióallokálási viselkedés normalizálódása csak lassan folyt tovább. Bár az előző évek kivételes gazdasági és pénzügyi piaci bizonytalansága enyhült, többek között az euróövezetbeli háztartások kockázatkörülése továbbra is hangsúlyozottnak tűnt, 2000 és 2003 közepe között a részvénytársaságok tartós időszakát követően. Ez megmagyarázhatja a befektetők között megfigyelhető likviditáspreferenciát, amely nagyobb volt, mint amit normálisnak lehetne tekinteni a gazdasági ciklus ilyen fázisában. Továbbá, az alacsony kamatszinteknek a pénzügyi megtakarításokra gyakorolt ösztönző hatása különösen erős lehet alacsony kamatlábak mellett. Ez magyarázható azzal, hogy a likvid eszközökből való felszabadítással kapcsolatban tranzakciós költségek merülnek fel, amelyek tovább csökkenthetik az ilyen eszközök tartásának alternatív költségeit.

4. ábra Az M3 és a portfólióátrendezések becsült hatásával korrigált M3

(éves százalékos változások; szezonális és naptári hatással kiigazítva)

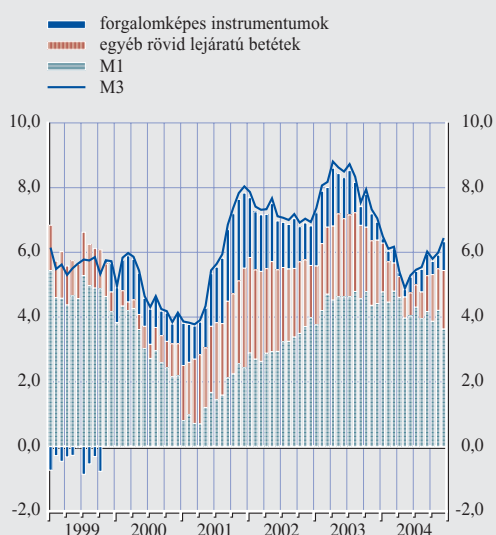


Forrás: EKB.

1) 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.

5. ábra Hozzájárulások az M3 éves növekedéséhez

(százalékpont; M3 növekedése százalékban; szezonális és naptári hatással kiigazítva)



Forrás: EKB.

Az alacsony kamatszint növekvő dominanciája az M3 dinamikájának meghatározásában illusztrálható az M3 egy számítási módjával, amelyet az M3¹ irányába mutató portfólióelmozdulások becsült hatásának figyelembevételével korrigálnak a 2001 és 2003 közepe közötti kivételes pénzügyi bizonytalanság időszakában. Szerkezeténél fogva erre az intézkedésre nem gyakorol hatást a portfólióallokálási viselkedés későbbi normalizálódása sem, és így várhatóan tisztábban jelzi a kamatok hatását, mint a hivatalos M3-as adatsorok. Hangsúlyozni kell, hogy a portfólióelmozdulások hatásával korrigált M3 becsülése körül jelentős fokú bizonytalanság figyelhető meg, ezért ezt óvatosan kell értékelni. A hivatalos M3-as növekedési ütem 2004 utolsó három negyedévében elmaradt a korrigált M3-as adatsorok éves növekedési ütemétől. Ebből arra következtethetünk, hogy a portfólióallokálási viselkedés normalizálódása mérséklő hatást fejtett ki. Azonban az a tény, hogy a hivatalos M3-as adatsor növekedési üteme és a korrigált M3-as sorozat növekedési üteme egyaránt erősödött 2004 második felében, arra

utalhat, hogy inkább az alacsony kamatszintekkel összefüggő ösztönző hatás, és nem annyira a portfólióallokálási viselkedés normalizálódása volt az M3 dinamikáját meghatározó fő hajtóerő (lásd a 4. ábrát).

Ugyanúgy, mint 2003-ban, az éves M3 növekedéshez 2004-ben is főként a leglikvidebb alkotóelemek járultak hozzá, azaz, amelyek a szűkebb M1 monetáris aggregátumban szerepeltek (lásd az 5. ábrát). Ez a hozzájárulás a forgalomban levő pénzkészletek és az O/N betétek jelentős növekedéséből származott. A forgalomban levő pénzállomány az euróbankjegyek iránti folytatódó erős keresletet tükrözte az euróövezeten belül és kívül egyaránt (lásd még a 2. fejezet 3. pontját a bankjegyekkel és érmékkel kapcsolatban).

1 A további részleteket lásd a „Valós idejű monetáris elemzés” című cikk 4. fejezetében (EKB Havi jelentés, 2004. október).

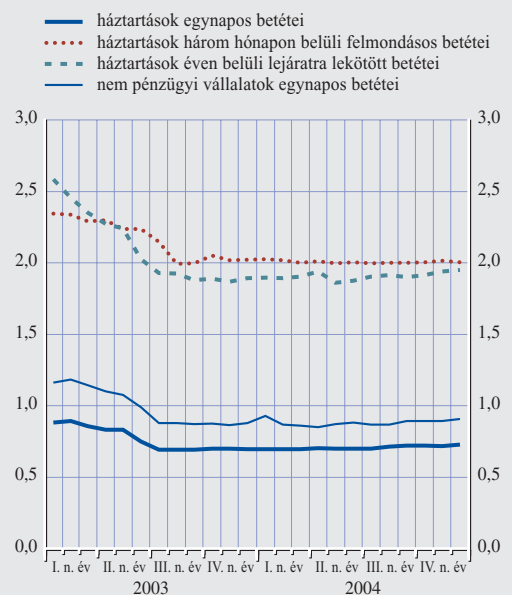
Az egynapos (O/N) betétek növekedési üteme meglehetősen magas maradt 2004-ben, amit alátámasztottak az ilyen betétek tartásával kapcsolatos nagyon alacsony alternatívaköltségek. Az átlagos kamatszint az O/N betétek után a háztartások és nem pénzügyi társaságok tekintetében nagyrészt változatlan maradt 2003 végével összehasonlítva, és 0,73%, illetve 0,90%-os szintet ért el 2004 végére (lásd a 6. ábrát). Ez tükrözte a pénzügyi kamatok alakulását 2004-ben.

Az O/N betéteket nem számítva, a rövid lejáratú betétek hozzájárulása az éves M3 növekedéshez 2004-ben 1,1 százalékpont körül volt, amely jelentősen alacsonyabb érték, mint 2003-ban. Ez az alacsonyabb hozzájárulás főként a rövid lejáratú betétek (azaz maximum két éves rögzített lejáratú betétek) alakulását tükrözte, amelyek éves növekedési üteme negatív volt, míg a rövid lejáratú takarékbetétek (azaz a maximum három hónapos értesítési idő után felmondható betétek) erőteljesen növekedtek. E két alkotórész eltérő alakulása valószínűleg azt tükrözi, hogy 2004-ben a maximum egy éves lejáratú betétek nem rendelkeztek jellemző megtérülési előnnyel a takarékbetétekkel szemben (lásd a 6. ábrát). Egy ilyen helyzetben a rövid lejáratú takarékbetétek viszonylag vonzóak, mivel magasabb fokú likviditással rendelkeznek.

Végül, a forgalomképes instrumentumok hozzájárulása az M3 éves növekedési üteméhez 0,4 százalékponttal esett vissza 2004-ben, szemben az előző évben elért 1,2 százalékpontos értékkel. Ez a pénzügyi befektetési jegyek éves növekedési ütemének különösen erős visszaesését tükrözte. Ezeket az eszközöket főleg háztartások és cégek alkalmazzák biztonságos

6. ábra: Rövid lejáratú MPI betéti kamatok

(éves százalékok; új üzletek kamatai; súlyozással kiigazítva¹⁾)



Forrás: EKB.

1) 2003 decembere óta a súlyozott MPI-kamatlábakat az új üzletek volumenének 12-havi mozgóátlagából kialakított országsúlyok figyelembevételével számítják ki. Az ezt megelőző, 2003. január – decembéri időszakra vonatkozóan a súlyozott MPI-kamatlábakat a 2003-as új üzletek volumenének átlagából kialakított országsúlyokkal számítják ki. További információ az EKB 2004. augusztusi Havi jelentésének „MPI-kamatlábak elemzése euróövezeti szinten” című keretes írásában található.

megtakarítási formaként gazdasági és pénzügyi bizonytalanság idején. Növekedésük lassulása az euróövezetbeli rezidensek portfólióallokálási viselkedésének normalizálódását tükrözi 2004-ben (lásd még az 1. keretes írást „Tendenciák az euróövezet nem pénzügyi szektorának pénzügyi befektetéseiben 2004-ben”).

1. KERETES ÍRÁS

TENDENCIÁK AZ EURÓÖVEZET NEM PÉNZÜGYI SZEKTORÁNAK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEIBEN 2004-BEN

A nem pénzügyi szektor pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme 2004 első három negyedévében általában ugyanazon a szinten maradt, mint a 2003. évi átlagos növekedési ütem (lásd a táblázatot). Ez a stabilitás eltakarta a pénzügyi befektetés különböző kategóriáiban lejátszódott kissé heterogén folyamatokat. Miközben a hosszú lejáratú, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba és tőzsdei részvényekbe történő befektetés növekedési üteme 2003 és 2004 között felgyorsult, a pénzpiaci befektetési jegyekbe történt befektetések növekedése jelentősen hanyatlott. Továbbá, miközben a részvényekbe és részvényalapokba elhelyezett befektetések nagyobb ütemben nőttek 2004-ben, mint a korábbi években, a kötvények és kötvényalapok befektetési jegyeinek vásárlása valamelyest lelassult. Összességében ezek a folyamatok tovább erősítik az euróövezetbeli rezidensek portfólióallokálási viselkedésének fokozatos normalizálódását, miközben a szereplők hajlandósága visszatért, hogy a kockázatosabb és hosszabb lejáratú eszközökbe fektessenek be.

A háztartások pénzügyi megtakarításaik továbbra is nagy hányadát fektették be biztosítási tartalékokba, bár az ilyen befektetések növekedési üteme a 2003. évihez képest kissé lelassult. Az évek folyamán megmaradt az irántuk megmutatkozó nagyfokú érdeklődés. Valószínűleg ez óvatossági takarékoskodást tükröz egy elöregedő társadalomban a nyugdíjra felkészülés során, és egyben valószínűleg a gazdaság szereplőinek aggályaira is utal az állami nyugdíjrendszereket illetően.

Az euróövezet nem pénzügyi szektorának pénzügyi befektetési

	Kinnlevő összegek a pénzügyi befektetések százalékában ¹⁾	Éves növekedési ráták								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 I. n. év	2004 II. n. év	2004 III. n. év	2004 IV. n. év
Pénzügyi befektetések	100	5,6	6,5	4,6	3,8	4,4	4,3	4,6	4,5	.
Valuta és betétek	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Részvényen kívüli értékpapírok	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
<i>ebből:</i> rövid lejáratú	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
<i>ebből:</i> hosszú lejáratú	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Befektetési alapok részvényei	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.
<i>ebből:</i> befektetési alapok részvényei, kivéve pénzpiaci befektetési jegyek	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
<i>ebből:</i> pénzpiaci befektetési jegyek	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Tőzsdei részvények	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Biztosítástechnikai tartalékok	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 ²⁾		5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4
A nem pénzügyi szektor értékpapír-állományának éves nyereségei és veszteségei (a GDP százalékában)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Forrás: EKB.

Megjegyzések: Lásd még az EKB Havi jelentése „Euróövezeti statisztikák” részének 3.1. szakaszát. Éves adatok az időszak végén.

1) 2004. III. negyedévének végén. A kerekítések miatt az összeadott számok nem biztos, hogy kiadják a teljes összeget.

2) Az időszak végén. Az M3 monetáris aggregátum tartalmazza az euróövezeti nem MPI-k (azaz a nem pénzügyi szektor és a nem monetáris pénzügyi intézmények) által az euróövezeti MPI-knél és a központi kormányzatnál tartott monetáris eszközöket.

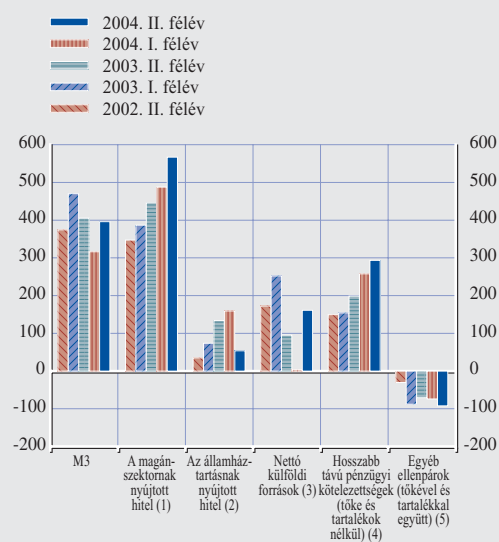
A MAGÁNSZEKTORNAK NYÚJTOTT MPI-HITELEZÉS ÁTFOGÓ NÖVEKEDÉSE

Az M3 ellenpárjait érintő folyamatok megerősítették a korábban a monetáris dinamikával kapcsolatban említett két ellenkező erő befolyását. Egyrészt az MPI-k hosszabb lejáratú pénzügyi kötelezettségeinek az év első felében tapasztalt erősebb növekedése és a nettó külföldi követelések alacsonyabb ütemű növekedése tükrözte az M3 irányába mutató korábbi portfólióelmozdulások lecsengését. Másrészt, az MPI által a magánszektorban nyújtott hitelek erőteljesebb növekedése tükrözte az uralkodó alacsonyabb kamatszintet.

2004 első felében az euróövezetből kiáramló nettó tőke magas szinten maradt, míg a gyengébb tőkebeáramlások csökkenéshez vezettek az euróövezet MPI szektora nettó külső eszközeinek éves áramlásában (lásd a 7. ábrát). Az ilyen tőkekiáramlások abból adódnak, hogy nem euróövezetbeli rezidensektől vásárolnak eszközöket az euróövezetbeli rezidensek – ez az euróövezetbeli rezidensek portfólióallokálási viselkedésének normalizálódását jellemző egyik szempont. Ameddig a tranzakciókat az euróövezetbeli MPI-szektoron keresztül bonyolítják le, az MPI-szektor nettó külső eszközei és az euróövezetbeli rezidensek betétei csökkennek. 2004 első felében tartós bővülés volt megfigyelhető az MPI hosszabb távú pénzügyi kötelezettségeiben (nem számítva a tőkét és a tartalékokat), összhangban a portfólióallokálási viselkedés folyamatban lévő normalizálódásával, mivel a pénzeszközök a likvid pénzeszközökből a hosszabb lejáratú eszközökbe áramlottak át. Ezek a folyamatok a nettó külföldi követelésekben és a hosszabb lejáratú pénzügyi kötelezettségekben lényegében a 2003 második felében megfigyelt tendenciák folytatását jelentették. Azonban már 2004 első felében, az e tényezők által az M3 növekedésére gyakorolt csillapító hatást részben ellensúlyozta az euróövezetbeli rezidenseknek nyújtott MPI-hitelezés robusztus növekedése – egy olyan környezetben, amelyet az alacsony kamatszint és a javuló gazdasági feltételek jellemeztek.

7. ábra Az M3 és ellenpárjainak mozgása

(éves állományváltozások; időszak vége; milliárd euró; szezonális és naptári hatással kiigazítva)



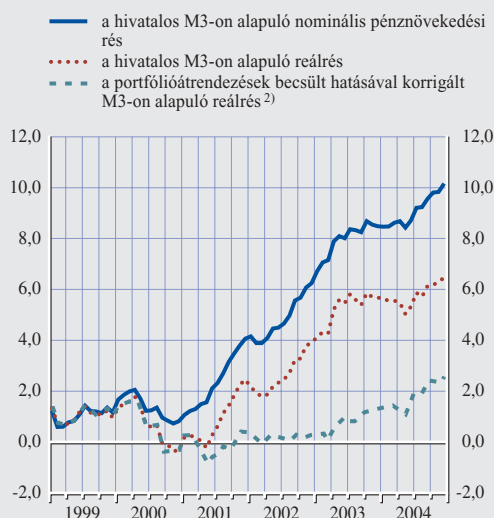
Forrás: EKB.

$M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$

2004 második felében a magánszektorban nyújtott MPI-hitel folytatódó erős növekedése ezt az ellenpárt az M3 dinamikáját meghatározó domináns tényezővé tette. Továbbá, a magánszektorban nyújtott MPI-hitelek dinamizmusa átfogóvá vált, és kiterjedt a fő nem pénzügyi szektorokra. Az M3 dinamikájára ható felfelé irányuló nyomás kapcsolódott a nettó külföldi követelések éves áramlásában megfigyelt korábbi lefelé irányuló tendencia megfordulásához is. Ez a fordulat azokból a tőkebeáramlásokból származott, amelyeket a nem euróövezetbeli rezidensek részéről az euróövezetbeli részvény- és kötvénybefektetési lehetőség iránt megújult érdeklődés, valamint az euróárfolyam további erősödésével kapcsolatos várakozások okoztak. A nettó külföldi követelések átlagos hozzájárulása az M3 éves növekedéséhez 2004 második és negyedik negyedéve között 1,1 százalékponttól 2,2 százalékpontra nőtt. Ugyanakkor, az MPI hosszabb lejáratú pénzügyi kötelezettségeinek növekedése (a tőkét és tartalékokat leszámítva) tovább erősödött, rámutatva az euróövezetbeli rezidensek portfólió

8. ábra A pénznövekedési résre vonatkozó becslések¹⁾

(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 1/2%-os referenciaértékű növekedéséből adódott volna, 1998 decemberét véve alapidőszaknak. A reálrés a harmonizált fogyasztóiár-indexszel deflált tényleges M3 szint és azon deflált M3 szint különbsége, amely konstans, 4 1/2%-os referenciaértékű M3 növekedésből és az EKB árstabilitási definíciójával összhangban levő HICP-inflációval összhangban alakult volna ki, 1998 decemberét véve alapidőszaknak.

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.

felosztási viselkedésének folyamatos normalizálására a nem pénzeszközök javára.

BŐSÉGES MARADT A LIKVIDITÁS

Az M3 dinamikájának ereje 2004 folyamán azzal járt, hogy tovább nőtt a likviditástöbblet mérésére rendelkezésre álló eszközök száma, amelyekkel meghatározható az euróövezetben rendelkezésre álló likviditás, amely meghaladja a nem inflációs növekedés finanszírozásához szükséges mértéket (lásd a 8. ábrát). Az első ilyen eszköz a nominális pénznövekedési rés, amelyet az M3 tényleges szintje és az M3 azon szintje közötti különbségként határozzunk meg, amely az M3 4 1/2%-os referenciaértékével bekövetkező állandó növekedéséből származott volna; a második a reálértéken számolt pénznövekedési rés, amely a nominális pénznöveke-

dési 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); és a harmadik a reálértéken számolt pénznövekedési rés egy alternatív mérése, amely az M3 becslését veszi figyelembe, portfólióelmozdulásokkal korrigálva.

Amikor a többletlikviditás ilyen mérőszámait értékeljük, tisztában kell lenni azzal, hogy az 1998. decemberi időpont megválasztása bázisidőszakként önkényes volt. A mérési szinteket ezért óvatosan kell értelmezni. Továbbá, amint fentebb megjegyeztük, a portfólióelmozdulások figyelembevételével korrigált M3 becslését jelentős mértékű bizonytalanság övezi.² Ezeket előrebocsátva, a pénznövekedési résre vonatkozó összes becslés tovább emelkedett 2004 második felében, a kiegyensúlyozódás jeleit mutatva az év első felében. A hivatalos M3-sorokra épülő reálpénznövekedésirés-mérés és a portfólióelmozdulások becsült hatásának figyelembevételével korrigált M3-ra alapozott mérés közötti nagy különbség azt jelzi, hogy a többletlikviditás-állomány jelentős része az M3 irányában történt korábbi portfólióelmozdulásokat tükrözi. Azonban a 8. ábrából az is kiderül, hogy a korrigált mérőszám jelentős mértékben emelkedett 2003 közepe óta, ami arra utal, hogy az euróövezetben a többletlikviditás növekvő mértékben szűnt meg mindössze a portfólióelmozdulások tükörképének lenni.

Az ilyen többletlikviditási szintek a középtávú árstabilitás kockázataira utalnak. Amennyiben e többletlikviditás jelentős része tranzakciós többletté alakulna át, különösen, amikor a bizalom és a gazdasági tevékenység erősödik, ez hozzájárulhat az inflációs nyomások kialakulásához (lásd a 2. keretes írást „Mi történhet a többletlikviditással az euróövezetben?”). Ezen túlmenően, a megfelelő likviditás és az erős hitel növekedés erős eszközárnövekedés-forrássá válhat, különösen a lakáspiacokon.

2 A további részleteket lásd a „Valós idejű monetáris elemzés” c. cikk 4. fejezetében (EKB Havi jelentés, 2004. október).

2. keretes írás

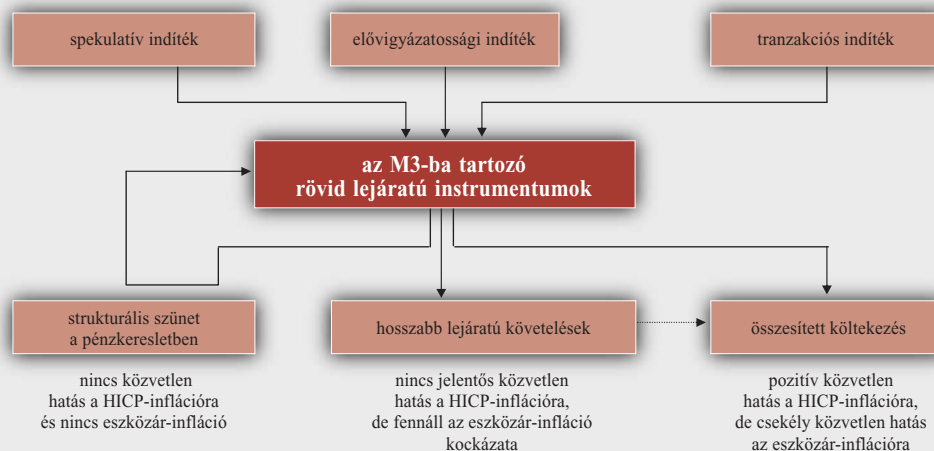
MI TÖRTÉNHEK A LIKVIDITÁSTÖBBLETTEL AZ EURÓÖVEZETBEN?

Az M3 erőteljes növekedése 2001 közepétől tartós növekedéshez vezetett az euróövezetben a historikusan magas értékeket elérő többletlikviditás méréseiben. Ez azzal jár, hogy jelentősen nagyobb volt a likviditás az euróövezetben 2004-ben, mint amire szükség lett volna a nem inflációs gazdasági növekedés finanszírozásához. Azonban ezeket a mérési szinteket óvatosan kell értelmezni.

Amikor azt értékeljük, hogy mi történhet a többletlikviditással, a kialakulásáért felelős tényezőket kell szem előtt tartani. Két átfogó tényezőt lehet tetten érni. Az első a 2001 közepe és 2003 közepe közötti elhúzódó gazdasági, pénzügyi és geopolitikai bizonytalansági időszak, amely oda vezetett, hogy ebben az időszakban jelentős mértékben megnőtt az M3-ban foglalt biztonságos és likvid eszközök iránti preferencia. Másodsor, a teljes lejáratú spektrumban a kamatlábak alacsony szintje és a likvid eszközök tartásának ehhez kapcsolódó alacsony alternatívaköltségei növelték a pénzkeresletet, különösen a legutóbbi időszakban. E tényezők alapján az M3-ban szereplő rövid lejáratú eszközök iránti erős kereslet tükrözheti a főként spekulatív és óvatos, de nem tranzakciós, motívumok keverékét. E motívumok mindegyike viszont eltérő módon valósulhat meg. Ennek alapján a többletlikviditás eltérő módokon történő felhasználását jelentheti a jövőben és, ennek megfelelően, különböző fokú kockázatot vonhat maga után az árstabilitásra nézve (lásd az ábrát).

A többletlikviditás felhasználásának egyik lehetséges módja, hogy a gazdasági szereplők likvid forrásaikat hosszabb lejáratú eszközökbe, részvényekbe vagy hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba, illetve ingatlanokba fektetik, akár közvetlenül, akár közvetve, befektetési alapok útján. Annak érdekében, hogy a többletlikviditás halmozott csökkenését elérjük, az szükséges, hogy a rezidens MPI-szektor vagy az euróövezeten kívüli gazdasági szereplők partnerek legyenek ezekben a tranzakciókban. A többletlikviditásnak ez a felhasználása nem gyakorolna közvetlen hatást a HICP-inflációra, azonban a portfóliók korrekciója bizonyos körülmények

A többletlikviditás felhasználhatóságának sematikus ábrázolása



között hatást gyakorolhat az eszközzárakra, amelyek viszont közvetett hatást fejthetnek ki az inflációra egy későbbi időpontban a vagyonghatások útján.

Egy második lehetőség, hogy a többletlikviditás valamikor átalakul tranzakciós többletekké. A legnagyobb valószínűséggel ez az eset akkor következik be, amikor a gazdasági bizalom erősödik. Olyan mértékben, amilyen mértékben ezeket az többleteket belföldi áruk és szolgáltatások iránti keresletük növelésére használják fel, ezek egyre inkább újra elnyelik a jelenlegi felesleges kapacitást. Amennyiben az erős fogyasztás növekedése kellően hosszú ideig folytatódna, a termelési kapacitások megszorítása végső soron az árstabilitás számára okozhat kockázatot.

Végül, nem lehet teljesen kizárni azt, hogy a jelenlegi többletlikviditás bizonyos mértékig tükrözi a gazdasági szereplők pénzkeresletében bekövetkezett tartós változást, azaz a strukturálisan magasabb likviditási preferenciát és, ebből következően, a pénzállomány kívánt szintjének növelését. Egy ilyen tartós változás például a háztartások strukturálisan magasabb kockázatkörülésének tulajdonítható, ami a pénzügyi befektetéseket illeti, miután 2000 és 2003 között a részvénypiacokon jelentős veszteségeket szenvedtek el. Amilyen mértékben egy ilyen tényező szerepet játszhat, az euróövezet többletlikviditása alacsonyabb lehetne a jelenleg mértéknél, és nem fejtene ki inflációs hatást.

Valójában a helyzet valószínűleg e három lehetőség kombinációja. A jelenlegi helyzetben nehéz meghatározni, hogy az elmúlt évek során állandó emelkedés játszódott-e le a likviditáspreferenciák területén. Ugyanakkor folytatódó, erős ingatlanvásárlási preferencia figyelhető meg az ingatlanárak erős emelkedésével kapcsolatban. Továbbá, arra is van bizonyíték, hogy a gazdasági szereplők portfólióviselkedésüket újra módosították azáltal, hogy többet fektetettek be hosszabb lejáratú pénzügyi eszközökbe. Amikor előre tekintünk, nem zárhatjuk ki, hogy a többletlikviditás egy részét magasabb nominális tranzakciókhoz használják fel, különösen az erősebb gazdasági bizalom idején, és azt követően kapcsolódik a magasabb inflációhoz.

Ezért összességében, még ha a többletlikviditás egy része magasabb likviditási preferenciát tükröz is a háztartások és a vállalatok részéről az euróövezetben, a 2004-ben elért magasabb szintek aggodalomra adnak okot az EKB részéről, és éberségre szólítanak fel. Annak érdekében, hogy a többletlikviditás felhasználására rendelkezésre álló lehetséges forratókönyvek relatív tapasztalati fontosságát megragadjuk, és így a középtávú árstabilitás kockázatait kezelhessük, az EKB továbbra is fokozott figyelemmel kíséri a folyamatokat minden területen, különösen a) a szokásosnál nagyobb fogyasztás bizonyítékát; b) a portfóliófordulatok és a kialakuló eszközár-buborékok kockázatának bizonyítékát; és c) bármely strukturális változás bizonyítékát a pénzállományban.

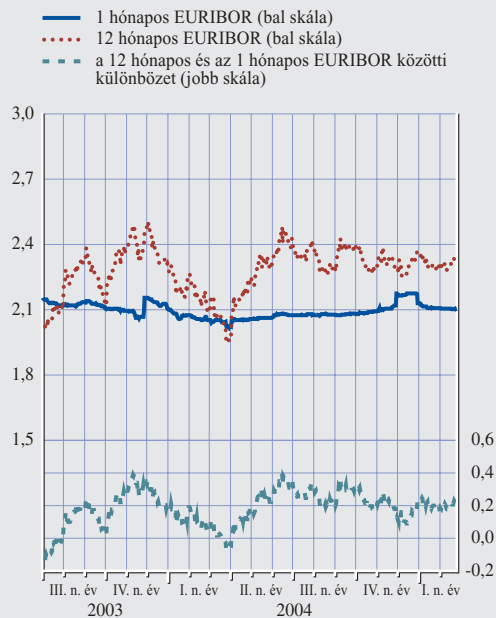
A PÉNZPIACI KAMATOK ÁLTALÁBAN NEM VÁLTOZTAK

2004-ben az EKB Kormányzótanácsa úgy határozott, hogy az irányadó kamatlábakat változtatlanul hagyja. Következésképpen a hozamgörbe nagyon rövid végén a pénzügyi kamatok lényegében nem változtak az év folyamán.

A hosszabb lejáratú pénzügyi kamatlábak jelentős mértékben visszaestek 2004 első negyedévében, folytatva a 2003. december közepétől megfigyelhető csökkenő tendenciát (lásd a 9. ábrát). 2004 márciusának vége felé az EKB irányadó kamatának további csökkenésére vonatkozó előrejelzések hatására a pénzügyi hozamgörbe negatív irányúra váltott. Valójában

9. ábra Rövid távú kamatlábak az euróövezetben és a pénzületi hozamgörbe lejtése

(éves százalékok; százalékpontok; napi adatok)



Forrás: Reuters.

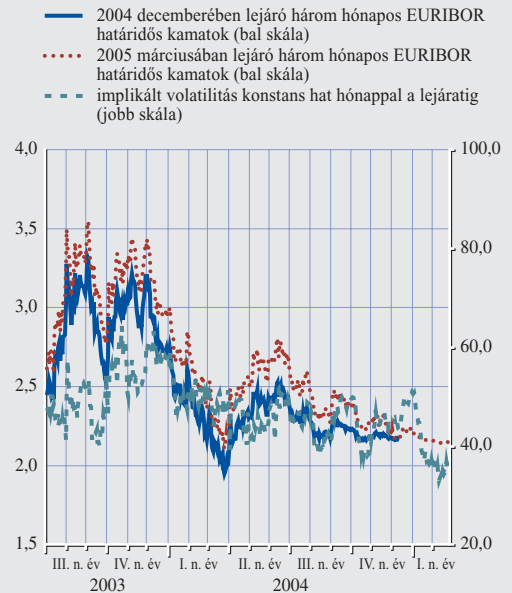
e görbe meredeksége, a tizenkét hónapos és az egyhónapos EURIBOR közötti különbséggel mérve, 2004. március 26-án érte el legalacsonyabb értékét, -7 bázisponton.

2004 áprilisa és júniusa között azonban a hozamgörbe meredekségének normalizálódása volt megfigyelhető, a hosszabb lejáratú kamatok jelentősen növekedtek, miközben a kamatok széles alapon stabilak maradtak, a görbe nagyon rövid lejáratú végén. Ezt követően a hosszabb lejáratú pénzületi kamatok széles körben stabilak maradtak, 10 bázispont körüli nagyon keskeny sávban ingadozva. Az EURIBOR egyhónapos és tizenkét hónapos értéke az év végén 2,12%, illetve 2,35% volt, megközelítve a 2003 végén mért szinteket.

2005 első két hónapjában az EURIBOR hosszabb lejáratú kamatai általában véve nem változtak, mivel a piaci szereplők azt várták, hogy a rövid lejáratú kamatok 2005 nagy részében nem változnak, és a lejáratú prémiumok mérsékeltek maradnak. 2005. február 24-én az

10. ábra Három hónapos EURIBOR határidős kamatok és a három hónapos EURIBOR határidős kamatok opcióiból származtatott implikált volatilitás

(éves százalékok; bázispontok; napi adatok)



Források: Bloomberg, Reuters és az EKB számításai.

egyhavi EURIBOR 2,10% volt, míg a tizenkét havi 2,34%-os szinten állt.

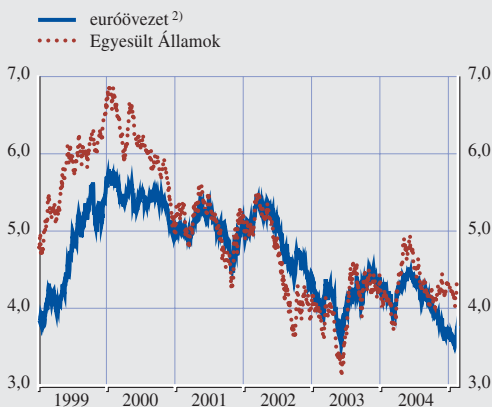
A rövid lejáratú pénzületi kamatok változásai 2004 folyamán általában tükröződtek az implikált három hónapos EURIBOR határidős árfolyamok alakulásában. A három hónapos EURIBOR határidős kontraktusok opcióiból származtatott implikált volatilitás jelentős mértékben hanyatlott az év folyamán, jelezve, hogy a piaci szereplők nagyon kis bizonytalanságot láttak a rövid lejáratú kamatlábak várható jövőbeni alakulását illetően (lásd a 10. ábrát).

A HOSSZÚ LEJÁRATÚ ÁLLAMKÖTVÉNYEK HOZAMAI JELENTŐSEN CSÖKKENTEK 2004-BEN

A hosszabb lejáratú államkötvények hozamai az euróövezetben 2004-ben historikusan nagyon alacsony szinten zártak. Míg az év első felében az euróövezetbeli tízéves lejáratú államkötvények hozamai valamelyest ingadoztak, de összességükben nem változtak sokat, 2004 második felében tartósan lefelé irányuló tendenciát mutattak, és év végére 3,7%-ot értek el, amely

11. ábra Hosszú lejáratú államkötvény-hozamok¹⁾

(éves százalékok; napi adatok)



Források: Reuters, Bloomberg és Thomson Financial Datastream.

1) Tízéves vagy ehhez legközelebbi lejáratú kötvények.

2) 2001. január 1-jétől az adatok tartalmazzák Görögországot.

jelentősen elmaradt a 2003. év végén uralkodó szintektől (lásd a 11. ábrát).

Összességében a hosszú lejáratú kötvények euróövezeten belül megfigyelhető hozammozgásai főként a piaci szereplők változó elvárásait tükrözték az inflációs nyomásokkal és az euróövezet gazdasági kilátásaival kapcsolatban. Ezek az elvárások viszont nagyon szorosan kapcsolódtak a globális makrogazdasági kilátások változásaihoz az év folyamán. Az olajárak emelkedésének hatásaival kapcsolatos várakozások a piaci szereplők körében az év folyamán erősen befolyásolták meglátásaikat az inflációs nyomással és a konjunktúrakilátásokkal kapcsolatban egyaránt. Azonban úgy tűnt, hogy ezek az elvárások az idők folyamán a makrogazdasági adatközlések sorával összhangban változtak. Valóban, bár tavasszal a piaci szereplők főként a hirtelen olajár-emelkedésből adódó inflációs hatások miatt aggódtak, az év későbbi részében úgy tűnt, hogy az aggályok a magas olajárszintnek a konjunktúrára gyakorolt hatása felé mozdultak el.

Az év első negyedében a hosszú lejáratú kötvények hozama az euróövezetben csökkent, tükrözve az USA-piac fejleményeit, az ameri-

kai gazdasági fellendülés erejével összefüggő növekvő aggályok közepette. Az euróövezet konjunktúrájának fokozatos megerősödése ellenére a hosszú lejáratú indexhez kötött kötvényhozamok az euróövezetben szintén hanyatlottak az év első negyedében, összhangban az összehasonlítható amerikai hozamokkal, tükrözve, hogy a piaci szereplők elvárásait – a jövőbeni világgazdasági konjunktúrával kapcsolatban – főként az Egyesült Államokban lejátszódó gazdasági fellendülés fenntarthatóságával összefüggő aggályok befolyásolták.

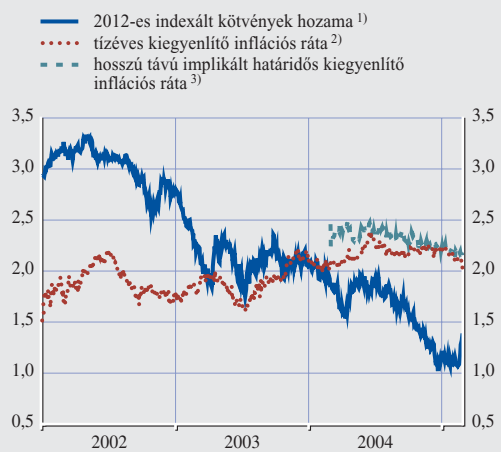
Az euróövezetbeli hosszú lejáratú kötvényhozamok csökkenése az év első három hónapjában április elejétől kezdve gyorsan megfordult. A hosszú lejáratú kötvények hozamának ezt követő emelkedését két fő tényező befolyásolta. Először, nőtt a bizalom a piaci szereplők körében az euróövezetben folytatódó fellendüléssel kapcsolatban, majd ezt megerősítették a világgazdaság jobb kilátásai. Másodsor, a piaci szereplők egyre jobban kezdtek aggódni az olajáremelések potenciális inflációs hatása miatt, a folytatódó globális gazdasági fellendülés környezetében. Valóban, tavaszra a hosszú lejáratú kötvények hozamai és a kiegyenlítő inflációs ráták emelkedni kezdtek a befektetők körében eluralkodó, ismételten megjelenő inflációs aggályok közepette (lásd a 12. ábrát). Azonban ezek az aggályok sokkal kevésbé voltak hangsúlyosak az euróövezetben, mint az Egyesült Államokban, ahol a kötvényhozamok és a kiegyenlítő inflációs ráták markánsabban emelkedtek.

2004 áprilisa és júniusa között az euróövezetben a piaci szereplők inflációs elvárásai rövid távon tűntek leginkább emelkedőnek, míg az implikált kiegyenlítő inflációs határidős árfolyamokkal mért hosszabb távú inflációs elvárások valamelyest stabilabbnak tűntek, bár viszonylag magas szinten maradtak.³ Valószínű,

3 A 12. ábra azt mutatja, hogy 2004 tavaszán a 2012. évi azonnali kiegyenlítő inflációs ráta, amely többek között a 2004 és 2012 közötti átlagos inflációs várakozásokat tükrözi, erőteljesebb volt, mint a hosszú lejáratú implikált határidős kiegyenlítő inflációs ráta, amely a 2008 és 2012 közötti átlagos inflációs várakozásokat tükrözi. Ebből arra lehet következtetni, hogy rövidebb időhorizonton az inflációs várakozások erőteljesebben növekednek.

12. ábra Az euróövezetbeli kötvények reálhozama és a kiegyenlítő inflációs ráták

(éves százalékok; napi adatok)



Források: Reuters, francia kincstár és az EKB számításai.

1) Az euróövezeti HICP-hez (dohány kivéve) indexált, 2012-ben lejáró francia kincstári kötvényekből származtatva.

2) A számítás részletezését lásd az EKB Havi jelentése 2002. februári számának 16. oldalán.

3) 2008-ban és 2014-ben lejáró euróövezeti indexált kötvényekből számítva, az utóbbi kiadása óta.

hogy az euróövezetbeli kiegyenlítő inflációs ráták növekedése bizonyos mértékben tükrözte azt a magasabb inflációs kockázati felárat, amelyet a befektetők megköveteltek az olajár-alakulás hatásának tulajdonítható bizonytalanság fényében. Az euróövezetbeli inflációs elvárások felméréseiből származó kiegészítő információ, amely nem mutatta az inflációs elvárások pontbecsléseinek növekedését, összhangban volt ezzel az értelmezéssel.

Az olajárak alakulása továbbra is jelentős hatást gyakorolt a kötvényhozamokra az év második felében. Azonban a piacok ebben az időszakban láthatóan növekvő mértékben aggódtak az olajáraknak a konjunktúrára gyakorolt hatása miatt az euróövezetben és a világ gazdaságban. Ezt tükrözte a hosszú lejáratú nominális és indexált kötvényhozamok fokozatos visszaesése, amely június közepétől kezdve volt megfigyelhető, jelezve, hogy a piacok az euróövezetben olyan gazdasági növekedési ütemre számítottak, amely valamelyest visszaesik. Az USA-dollár euróval szembeni további gyengülése, különösen 2004 utolsó negyedében, úgy tűnt, szintén hozzá-

járul az euróövezet rövidebb távú növekedési kilátásaival kapcsolatos értékelések mérséklődéséhez a piaci szereplők részéről. Az euróövezetbeli hosszú lejáratú, nominálértéken és indexált értéken számolt kötvényhozamok visszaesése is tükrözte a piaci várakozások lefelé irányuló módosulását a monetáris politikai megszorítások ütemét illetően rövid és középtávon.

E folyamatok eredményeként az euróövezetben a hosszú lejáratú kötvények nominálértéken számolt hozamai jelentősen estek 2004-ben, megközelítőleg 60 bázisponttal, az év végén elérve a 3,7%-ot, megközelítve a historikusan legalacsonyabb értékeiket. A kamatláb-különbség az USA-hoz viszonyítva nagyrészt változatlan maradt az év jelentős hányadában, többé-kevésbé tükrözve a két gazdaság makrogazdasági kilátásaiban többnyire szinkronban lévő változásokat. 2004 vége felé azonban a hosszabb lejáratú kötvények hozammozgásainak bizonyos elszakadása következett be 2004 vége felé, amikor az USA és az euróövezet közötti kamatláb-különbség a 10 éves államkötvényhozam tekintetében valamelyest bővült, elérve a csaknem 60 bázispontos szintet.

2004 második felében a kiegyenlítő inflációs ráták is mérséklődtek valamelyest. Mindazonáltal, a hosszú lejáratú kiegyenlítő inflációs ráták az euróövezetben az év végén átlagértékük felett maradtak 2001 végétől, amikor az inflációhoz kapcsolt kötvények – az euróövezetbeli (dohányféleségeket nem tartalmazó) HICP-indexhez kapcsolva – először kerültek kibocsátásra. A 10 éves kiegyenlítő inflációs ráta az évet 2,2% körül zárta, amely több mint 10 bázispontos emelkedés 2003 decemberével összehasonlítva.

Az implikált volatilitás további visszaesése a kötvénypiacon – az a mérőszám, amely bizonyítja a piac meglátásait azokról a sávokról, amelyekben a kötvényhozamok rövid lejáratú várhatóan mozognak – szintén megfigyelhető jellemzője volt 2004-nek. A realizált volatilitás későbbi mozgásai megerősítették az alacsonyabb kötvénypiaci ingadozással kapcsolatos piaci elvárásokat (lásd az „Általános tendenciák

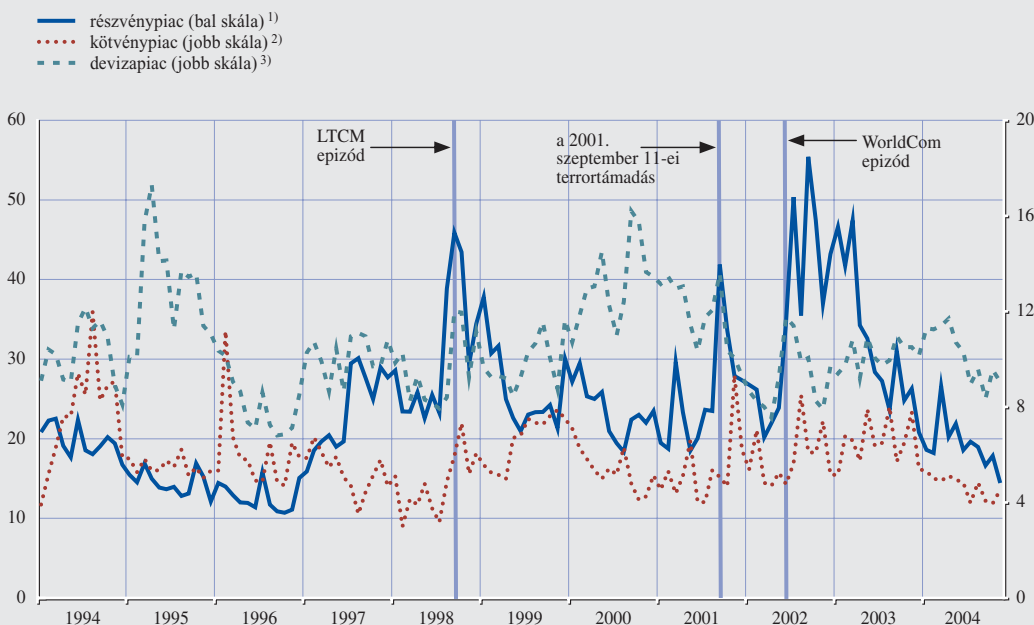
3. keretes írás

ÁLTALÁNOS TENDENCIÁK AZ IMPLIKÁLT PÉNZPIACI VOLATILITÁSBAN

2004 jelentős általános visszaesést hozott több pénzügyi szegmensben az implikált volatilitás tekintetében az euróövezetben és más fejlett gazdaságokban egyaránt. Az implikált volatilitást – amelyet az opciós árakból vezetnek le – rendszerint a piaci szereplők bizonytalanságának fokmérőjeként értelmezik a különböző pénzügyi piacok rövid távú fejleményeit illetően. 2004-ben bizonyos aggályok merültek fel, amelyek szerint a viszonylag alacsony származtatott volatilitási szintek nem lehetnek teljes mértékben indokoltak, amennyiben nem a piaci szereplőknek a jövőben realizálandó volatilitásra vonatkozó elvárásai, hanem más tényezők csökkentik őket. A volatilitás ilyen potenciális „félrearázása”, egyebek között, a pénzügyi stabilitás kockázatát is képezheti. Ugyanis, ha a pénzügyi intézmények a volatilitás alacsonyabb szintjére például úgy reagáltak volna, hogy ennek megfelelően megnövelik kockázati kitétséget, jelentős veszteségeket könyvelhettek volna el, ha a volatilitás felfelé korrigált volna. A tapasztalat azt mutatja, hogy ilyen félrearázás nem volt megfigyelhető, és az implikált volatilitás visszaesése után a különböző pénzügyi piacokon helyesen alacsonyabb realizált volatilitás következett.¹ Az alacsonyabb realizált volatilitás viszont például megmagyarázható a normalizálódás folytatódó folyamatával, különösen a globális részvénypiacokon a kivételesen turbulens folyamatokkal jellemezhető hosszabb évek után.

A ábra Az euróövezet pénzügyi piacának implikált volatilitása

(éves százalékok; havi adatok)



Források: Bloomberg és az EKB számításai.

1) Volatilitásindex a német DAX-indexre, a következő 45 naptári nap implikált volatilitását mérve.

2) A Bund tőzsdei határidős ügyletek opciójának implikált volatilitása 22 üzletkötési nappal a lejáratig.

3) Az USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciós ügyletek implikált volatilitása körülbelül egy hónappal a lejáratig.

¹ Lásd az „Újabb tendenciák az implikált részvénypiaci volatilitásban” és az „Újabb tendenciák az implikált kötvénypiaci volatilitásban” című keretes írásokat (EKB Havi jelentés, 2004. november, illetve december).

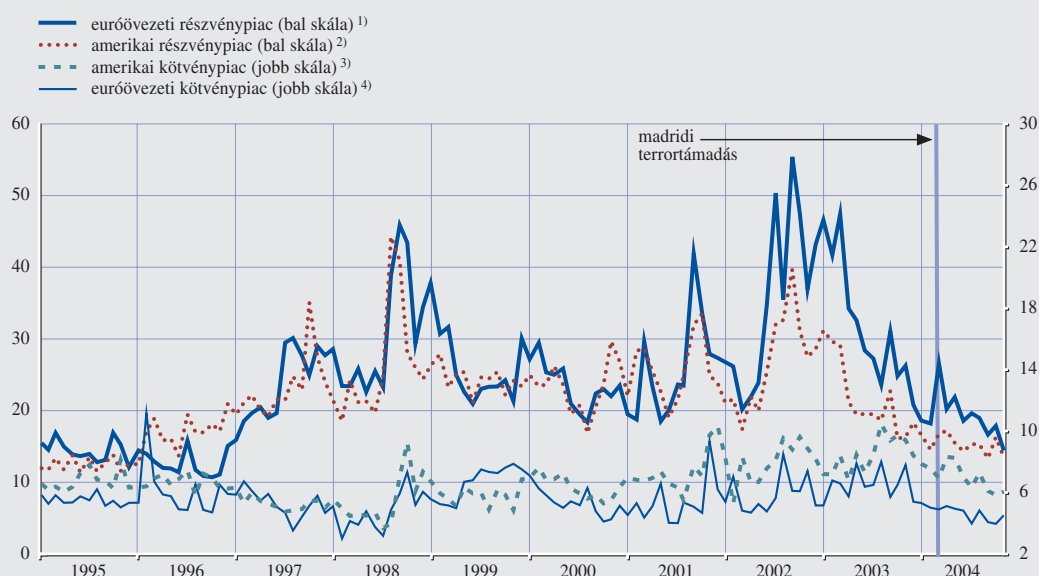
Az A ábra bemutatja a (i) német DAX-index származtatott volatilitását, a VDAX-volatilitás-indexszel mérve, (ii) a hosszú lejáratú államkötvények származtatott volatilitását, a német államkötvények határidős ügyleteire kötött opcióból levezetve, a lejáratig számított 22 kereskedelmi nappal, és (iii) az euróárfolyam származtatott volatilitását az USA-dollárhoz viszonyítva, a körülbelül egy hónapig terjedő lejáratú idővel rendelkező valutaopciókból levezetve. Mivel az összes érintett opció ugyanattól a naptól számítható, és a lejáratig terjedő időszak megközelítőleg azonos, az ábrán látható származtatott volatilitási sor a piaci szereplők bizonytalanságát méri mindhárom piaci szegmensben, hasonló rövid lejáratú időtávban.

Az elmúlt időszakban úgy tűnt, hogy meglehetősen alacsony mértékű volt a rövid távon várt volatilitás együttmozgása a különböző piaci szegmensekben, eltekintve azoktól az időszakos keresztpiaci zavaroktól, amelyeket valószínűleg inkább általános, és nem annyira piacspezifikus sokkok váltottak ki. Újabban a 2004 első háromnegyed évében a volatilitásban bekövetkezett visszaesés meglehetősen hasonló volt a piacokon. A félreárazott volatilitás bizonyítékának hiányában ez széles alapú és fokozatosan növekvő bizalomra utal a pénzügyi szereplők körében, a középtávon nyugodtabb piaci feltételeket illetően. Azonban 2004 utolsó néhány hónapjában az USD/EUR-árfolyam származtatott volatilitásának erős csökkenése leállt, miközben az USA-dollár ismét erőteljesen gyengülni kezdett.

Napjaink tőkepiacai magas szinten integráltak, és gyanítható, hogy az egyes piaci szegmensek között a nemzetközi volatilitási kapcsolatok jelentősek. Az alábbi B ábra mutatja az implikált volatilitást a részvénypiacokon az Egyesült Államokban és az euróövezetben egyaránt. A VIX-,

B ábra Implikált kötvény- és részvénypiaci volatilitás az euróövezetben és az Egyesült Államokban

(éves százalékok; havi adatok)



Források: Bloomberg és az EKB számításai.

- 1) Volatilitásindex a német DAX-indexre, a következő 45 naptári nap implikált volatilitását mérve.
- 2) Volatilitásindex az S&P 500 indexre, a következő 30 naptári nap implikált volatilitását mérve.
- 3) A US Treasury tőzsdei határidős ügyletek opcióinak implikált volatilitása 22 üzletkötési nappal a lejáratig.
- 4) A Bund tőzsdei határidős ügyletek opcióinak implikált volatilitása 22 üzletkötési nappal a lejáratig.

illetve VDAX-mutatókkal egyaránt mérve, valamint a megfelelő hosszú lejáratú kötvények piacának származtatott volatilitását, az US Treasury, illetve a német államkötvények határidős ügyleteire kötött opciókból levezetve.

Az ábrából világosan látszik, hogy az implikált volatilitás együttmozgása a két eszközosztályban erőteljes az USA-ban és az euróövezetben is. Továbbá úgy tűnik, hogy a nemzetközi kapcsolódások valamelyest erősebbek a tőkepiacokon, mint a hosszú lejáratú államkötvények piacain. Az ország- és piacspezifikus tényezők azonban domináns szerepet játszhatnak. Például a 2004. március 11-i madridi terroristatámadások nagyobb, bár csak ideiglenes hatást gyakoroltak a várt tőkepiaci volatilitásra az euróövezetben, mint az Egyesült Államokban. Az ábra továbbá megerősíti, hogy az általános visszaesés az implikált volatilitásban az elmúlt néhány év során nem korlátozódott az euróövezetre.

Mindent egybevéve, a földrajzi területek között bizonyos pénzügyeszköz-osztályokban meglehetősen erősek a kapcsolódások, különösen a tőkepiacok számára. Miközben nem figyelhető meg az implikált volatilitás párhuzamos mozgására utaló általános tendencia a piaci szegmensek között normál körülmények között, úgy tűnik, hogy turbulens időben erősebb a kapcsolódás. A három eszközosztályt tekintve, az implikált volatilitásnak az újabb keletű rendeződése megérdemli a figyelmet, mert nem kapcsolódik semmiféle pénzügyi nyugtalansághoz, és ezért alátámasztja a piaci szereplők körében azt az általános várakozást, amely szerint a pénzpiaci feltételek a közeljövőben nyugodtabbak lesznek, mint amilyenek voltak 2004 elején.

az implikált pénzpiaci volatilitásban” című 3. keretes írást).

2005 elején hosszú lejáratú kötvények hozamai a nemzetközi piacokon először tovább csökkentek, majd 2005 februárjának közepén újra erőteljesen emelkedni kezdtek. Ez azt eredményezte, hogy február 24-én a tízéves államkötvényhozamok, mind az euróövezetben, mind az USA-ban, közel álltak a 2004 végi szinthez.

AZ EURÓÖVEZET RÉSZVÉNYPIACAI TOVÁBB ERŐSÖDTEK 2004-BEN

A 2004. évi euróövezetbeli részvényárak folytatták a 2003 eleje óta megfigyelhető felfelé irányuló tendenciákat (lásd a 13. ábrát). A Dow Jones EURO STOXX-index az évet mintegy 10%-os erősödéssel zárta az előző év végéhez viszonyítva, amely valamivel nagyobb növekedésre utal, mint a Standard & Poor 500 és a Nikkei 225 indexe.

Ezek az általános részvényár-növekedések az euróövezetben több tényezőt tükröztek, különösen a visszaeséseket a hosszabb távú kamatlá-

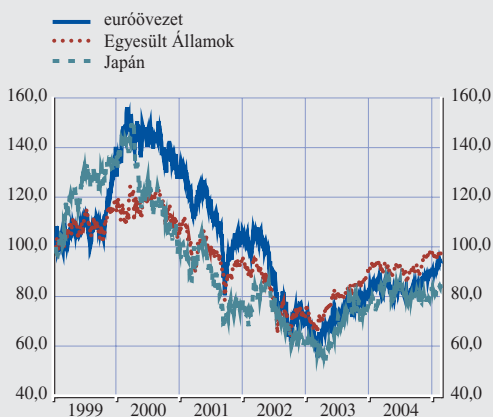
bak területén, és erős növekedést a tényleges bevételekben és az osztalékfizetésekben (lásd a 14. ábrát).

A részvénytőkepiaci volatilitásában erőteljes visszaesés figyelhető meg, ami arra utalt, hogy csökkent a bizonytalanság a piaci szereplők körében a részvénytőkepiaci kilátásokat illetően; úgy tűnik, hogy pozitívan járult hozzá az év folyamán a részvényár-emelkedésekhez (lásd még a 3. keretes írást). A potenciálisan negatív tényezők, mint a valamelyest kevésbé optimista globális növekedési kilátások az olajár-emelkedések eredményeként és – különösen 2004. év vége felé – az árfolyam-alakulások, csak mérséklő hatást tudtak gyakorolni a részvényárakra.

Ami az ágazati felosztást illeti, az euróövezetbeli részvényár-emelkedés 2004-ben széles alapú volt, a Dow Jones EURO STOXX-index tíz gazdasági szektorából mindössze egy ágazat (a technológia) ért el alacsonyabb részvényárakat 2004 végén, mint egy évvel korábban. A legerősebb növekedés az egészségügyben és a közműágazatban következett be, a távköz-

13. ábra Főbb részvényi indexek ¹⁾

(index: 1999. január 1. = 100; napi adatok)

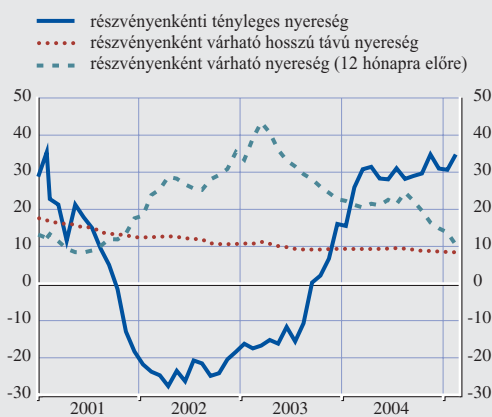


Források: Reuters, Thomson Financial Datastream és az EKB számításai.

1) Az euróövezet esetében a Dow Jones EURO STOXX általános index, az Egyesült Államok esetében a Standard & Poor's 500-as index, Japán esetében pedig a Nikkei 225-ös index. 2001 januárjától az euróövezeti adatok Görögországot is tartalmazzák.

14. ábra A tényleges és várható vállalati nyereségek növekedése

(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Thomson Financial Datastream (az Institutional Brokers Estimate System /IBES/ elemzői által várt nyereségek).

lési szektor is fellendült 2004-ben. Az energiaszektor szintén jobb teljesítményt nyújtott, mint az általános index, azzal a ténnyel alátámasztva, hogy a bevételek pozitív kapcsolatban állnak az olajárak alakulásával. Ez a tényező egyúttal hozzájárult a közműszektor teljesítményéhez is, mivel az alternatív energiaforrások, például földgáz, irányába mutató elmozdulások általánosság váltak a magas olajárak idején. Ezzel szemben, a fogyasztói ágazat gyengébb volt, mint az általános index 2004-ben, a ciklikus és nem ciklikus áruk és szolgáltatások tekintetében egyaránt. Ez arra utalhat, hogy a befektetők aggódnak az euróövezetbeli belső kereslettel és különösen a lakossági fogyasztással kapcsolatban.

A világgazdaság részvényárainak emelkedő tendenciája 2005 első két hónapjában folytatódott. A Dow Jones EURO STOXX-index további 3%-kal emelkedett 2004 vége és február 24 között, míg a Standard & Poor's 500 és a Nikkei 225 szintén emelkedett kissé ugyanebben az időszakban. Ezeket az áremeléseket elsősorban a vállalati nyereségesség további erőteljes javulása idézhette elő.

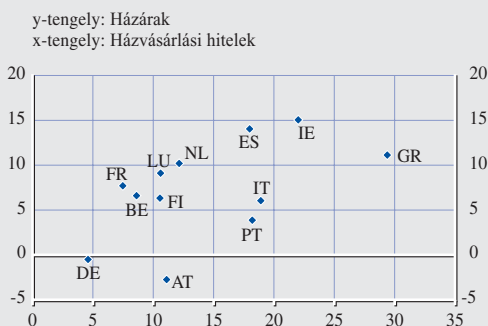
ERŐS KERESLET A LAKÁSFINANSÍROZÁS TERÜLETÉN

A háztartási szektor részéről a finanszírozás iránti kereslet erős volt 2004-ben, amit tükröz az a tény, hogy a háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves átlagos növekedése elérte a 7,8%-ot. A háztartásihitel-dinamika 2004-ben folytatta a felfelé irányuló tendenciát, amely megfigyelhető volt 2002 első negyedétől kezdve, és ez döntő mértékben kapcsolódott a hosszú lejáratú hitelek erőteljes növekedéséhez. 2004 első három negyedében a háztartásoknak nyújtott összes hitel éves növekedési rátája magasabb volt, mint az MPI-k hiteleinek éves növekedési üteme. Ez azt jelenti, hogy az egyéb pénzügyi intézmények által nyújtott hitelek továbbra is magas szinten emelkedtek, figyelembe véve, hogy több országban megtörtént a lakásjelzálog-hitelezés értékpapírosítása.

A háztartásoknak nyújtott hosszú lejáratú MPI-hitelek főként lakásvásárlási kölcsönök voltak. E komponens erős dinamikáját alátámasztotta a lakásárak élénk emelkedése több euróövezetbeli országban, és ez az emelkedés az euróövezet egészét tekintve 7%-ot meghaladó éves ütem-

15. ábra Lakáspiaci dinamika és hitelek az euróövezeti országokban

(éves átlagos növekedés a 1998 és 2003 között; százalékok)



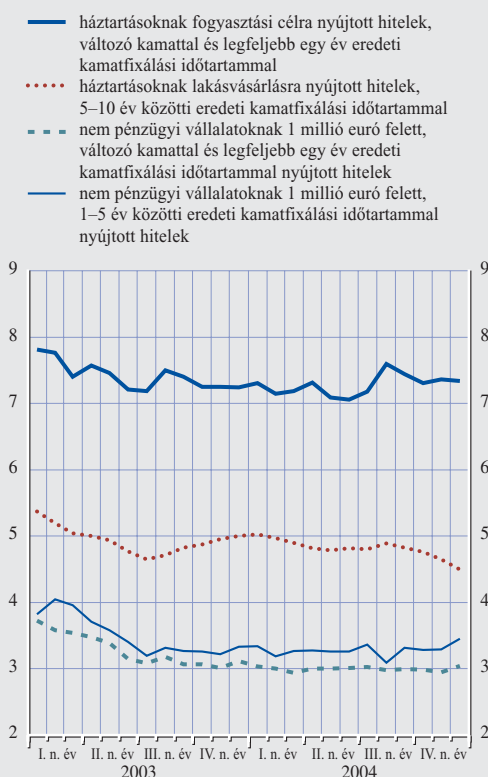
Forrás: az EKB-nek az MPI-hitel adatokon és a házákról rendelkezésre álló legfrissebb nemzeti adatokon alapuló számításai.

ben folytatódott 2004 első felében. A rendelkezésre álló adatok azt sugallják, hogy a lakásvásárlási célú háztartási hitelfelvétel lanyha maradt a legtöbb olyan országban, ahol nyomottak voltak a lakásár-alakulások, míg erős volt azokban az országokban, ahol a lakásárak gyorsan nőttek (lásd a 15. ábrát). Több euróövezetbeli országban a lakásárak és a lakásfinanszírozás alakulása is hozzájárulhatott a fogyasztáshoz. A lakásárak növekedése nagyobb finanszírozási igényt eredményezett, de egyúttal hangsúlyozhatta azt is, hogy a háztartások a hitelhez növekvő mértékben férnek hozzá, a számukra rendelkezésre álló fedezet összegének növekedésével egyenes arányban. Egyidejűleg a lakásvásárlási hitelek erőteljes bővülése önmagában is a lakásár-növekedés forrása lehetett.

A lakásvásárlási hitelek erős növekedését alátámasztó tényező a lakáshitel-finanszírozás alacsony költsége volt, amely tovább csökkent 2004-ben, a korábbi években uralkodó, és már egyébként is alacsony szintekről. Ez megnövelte a lakásvásárlások megfizethetőségét. Az új lakásvásárlási hitelek után felszámított MPI-kamatláb öt év fölötti és tíz év alatti kezdeti kamatrögzítéssel 52 bázisponttal csökkent az év folyamán, és 2004 decemberében 4,49%-on állt (lásd a 16. ábrát), tükrözve a közleplejratu

16. ábra Háztartásoknak és nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek kamatlába

(éves százalékok; új üzletek kamatlábai; banki folyószámlahitelek nélkül; súlyozott¹⁾)

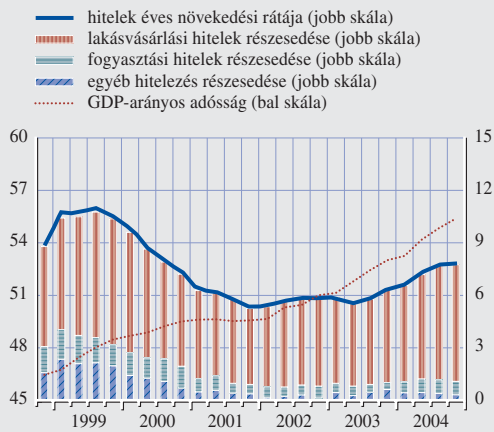


Forrás: EKB.
1) 2003 decembere óta a súlyozott MPI-kamatlábakat az új üzletek volumenének 12-havi mozgóátlagából kialakított ország-súlyok figyelembevételével számítják ki. Az ezt megelőző, 2003. január–decemberi időszakra vonatkozóan a súlyozott MPI-kamatlábakat a 2003-as új üzletek volumenének átlagából kialakított ország-súlyokkal számítják ki. További információ az EKB 2004. augusztusi Havi jelentésének „MPI-kamatlábak elemzése euróövezeti szinten” című keretes írásában található.

államkötvények összehasonlítható piaci kamatainak alakulását. Továbbá úgy tűnik, hogy a háztartások finanszírozásának általános rendelkezésre állása tovább javult 2004-ben. Valójában az eurórendszer hitelezésmérésének eredményei azt mutatják, hogy bizonyos mértékben enyhültek a bankok hitelengedélyezési követelményei a lakásvásárlási hiteleknél 2004 három utolsó negyedévében.

17. ábra GDP-arányos adósság és a háztartások hiteleinek növekedése

(GDP-arányos adósság és éves növekedés százalékban; részesedés az éves növekedési rátából százalékpontban)



Forrás: EKB.
Megjegyzés: A GDP-hez viszonyított adósság a negyedéves pénzügyi számlák alapján valamivel alacsonyabb, mint az éves pénzügyi számlák alapján, főként azért, mert az euróövezeten kívüli nem pénzügyi szektorok és bankok által nyújtott hiteletet nem tartalmazza.

A fogyasztói hitel éves növekedési üteme szintén erősödött 2004-ben, bár – a lakásvásárlási hitelezés alakulásához viszonyítva – alacsonyabb szintről és megkésvé. Ez az erősödés az Európai Bizottság fogyasztóibizalom-mutatójának fokozatos javulását tükrözheti olyan gazdasági környezetben, ahol a háztartások fogyasztási célú hiteleit viszonylag alacsony kamatláb jellemzi. Az eurórendszer hitelezés-felmérésének eredményei egyúttal rámutatnak a fogyasztási célú és egyéb hitelezés rendelkezésre állásának javulására is, ahogy a hitelezési feltételek enyhültek 2004 folyamán.

EMELKEDŐ HÁZTARTÁSI ELADÓSODOTTSÁG

A háztartások növekvő hitelfelvétele a háztartások GDP-arányos adósságában további növekedést eredményezett (lásd a 17. ábrát). Ez a GDP-hez viszonyított adósságnövekedési arány részben az árstabilitás és az alacsonyabb kamatlábak környezete felé történő elmozdulást tükrözi több euróövezetbeli országban az euró bevezetését követően. Valójában az adósság-szolgálati teher (azaz a kamat- és a tőketörlesztés aránya a szabad rendelkezésű jövedelemhez

18. ábra A nem pénzügyi vállalatok piaci alapú finanszírozási költségeinek mutatói

(éves százalékok)



Források: EKB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch és Consensus Economics Forecasts.

1) A nem pénzügyi vállalatok kötvényhozamai egy, a Merrill Lynch által összeállított, befektetési kategóriába sorolt nem pénzügyi vállalatokra vonatkozó indexen és egy magas hozamú indexen alapulnak. Az 1998 áprilisát megelőző időszakra vonatkozóan csak nemzeti adatok állnak rendelkezésre (Belgium, Franciaország, Németország, Olaszország, Hollandia és Spanyolország). A hozamok aggregálása a 2001-es vásárlóerő-paritásnak megfelelő GDP-súlyokkal történt. A névleges hozamokat (a Consensus Economics Forecasts által publikált) átlagos inflációs várakozásokkal deflálták, a vállalati kötvények átlagos lejáratával megegyező időszakokra.

2) Az osztalékhozamok a piaci szereplők által várt éves osztalékként kerültek meghatározásra, a részvényár százaléklábában kifejezve. A névleges hozamokat a HICP-vel deflálták.

viszonyítva) meglehetősen alacsony maradt az alacsony kamatszint miatt. Az euróövezetbeli háztartások GDP-hez viszonyított adósságaránya alacsony maradt például az Egyesült Királysághoz és az Egyesült Államokhoz viszonyítva is. Mindazonáltal, ez az adósságnövekedés nem mentes a kockázatoktól, hiszen növeli a háztartások kitétséget a kamatokban, jövedelmekben és az eszközárakban bekövetkező változásokkal szemben. A magasabb érzékenységi kockázat például azokra a háztartásokra vonatkozik, amelyek a korábbi évek historikusan is alacsony kamatláb-feltételei mellett, alacsony kamatfizetéssel finanszírozták változó kamatozású jelzáloghiteleiket. Jelentős bizonytalanság övezi ennek az érzékenységnek a becslését, mivel például az érvényes kamatfeltételekben bekövetkező változásoknak kitett aktuális jelzálog-adósság-hányad az alapot képező jelzálogszere-

zódések jellemzőitől függ. Ezek a jellemzők a nemzetközi jelzálogstruktúrához, kulturális szokásokhoz és történelmi tényezőkhöz, valamint szabályozási és fiskális kérdésekhez kapcsolódnak, amelyek jelentős mértékben változnak az egész euróövezetben.⁴⁴

A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSÁNAK ALACSONY KÖLTSÉGE

Az euróövezetben a nem pénzügyi vállalatok adósságfinanszírozási feltételei nagyon kedvezőek maradtak 2004-ben mindvégig; ezt tükrözték a vállalatikötvény-hozamok és banki kamatok. A vállalatok adósságfinanszírozási költségei alacsonyak voltak, és általában a korlátlanul férhetek hozzá a finanszírozás különböző forrásaihoz.

Ami az értékpapírok formájában történő finanszírozást illeti, a nem pénzügyi szervezetek által kibocsátott kötvények utáni hozamok alacsony szinten álltak nominál- és reálértékben egyaránt (lásd a 18. ábrát). Ugyanakkor a reálértéken számolt osztalékhozam (amelyet az alaptőkefinanszírozás reálköltségének mutatójaként lehet tekinteni), miközben valamelyest magasabb szinten állt, mint történelmi átlaga az 1990-es évek közepétől, visszaesett a 2003-ban megfigyelt csúcsról.

A kötvényfinanszírozás alacsony költsége nagyrészt a lejáratú spektrumban historikusan mindenütt alacsony kamatszintek, valamint az euróövezetben a társasági hitelkockázatra

vonatkozó pozitív befektetői megítélés tükröződésének következménye. A vállalati és az államkötvények közötti rés, különösen az AA és BBB osztályú kötvények esetében, tovább csökkent 2004-ben, a már korábban is alacsony szintekről. A különbség csökkenése olyan fundamentális tényezőkkel magyarázható, mint például a pénzügyi piacok volatilitásának hangsúlyos csökkenése (lásd az „Általános tendenciák az implikált pénzpiaci volatilitásban” című 3. keretes írást), valamint a társaságok nyereségességének javulása. Ugyanakkor, az alacsony kamatlábak összefüggésében nem lehet kizárni azt a lehetőséget, hogy egy hangsúlyozott „hozamkeresés” a befektetők részéről továbbra is szerepet játszott a vállalatikötvény-hozamok csökkenésében.

Az MPI-kölcsönökkel kapcsolatos finanszírozási költségekre rátérve (amelyek 2004-ben a nem pénzügyi vállalatok adósságfinanszírozásának legnagyobb részét tették ki), az MPI kamatlábai lényegében stabilak maradtak 2004-ben (lásd a 16. ábrát), a 2002-ben és 2003-ban bekövetkezett – összességében nagyon kis mértékű – visszaesések után.

A társaságok könnyebben hozzáférhettek a bankhitelhez is 2004-ben. Az eurórendszer által lefolytatott hitelezési felmérés eredményei fokozatos csökkenésre utalnak a vállalatoknak

⁴⁴ A további részleteket lásd „A jelzálogszerveződések jellemzői az euróövezetben” c. keretes írásban (EKB Havi jelentés, 2004. november).

4. keretes írás

A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK KEVÉSBÉ KEDVEZŐ FINANSZÍROZÁSI FELTÉTELEKNEK VOLTAK-E KITÉVE, MINT A NAGYVÁLLALATOK 2004-BEN AZ EURÓÖVEZETBEN?

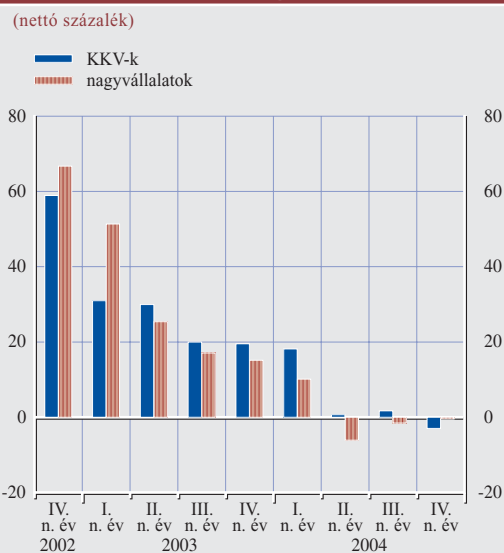
A kis- és középvállalkozások (KKV-k) – finanszírozási költségek és külső finanszírozáshoz történő hozzáférés tekintetében – általában nagyobb korlátokba ütköznek, mint a nagyvállalatok. Ellentétben a nagyvállalatokkal, a KKV-k jellemzően nem képesek a tőkepiacon finanszírozáshoz jutni, és ezért döntően banki hitelezésre vagy a még költségesebb külső finanszírozási formákra támaszkodnak (például kereskedelmi hitel, lízing és faktorálás stb.). Ezen túlmenően, a kisebb vállalkozásokat általában jobban sújtja a potenciális hitelezők rájuk vonatkozó információinak hiánya, amikor hitelért folyamodnak, mivel a vállalkozás korai szakaszában vannak, és kevésbé szigorú beszámolási kötelezettségek vonatkoznak rájuk (azaz kevésbé részletes

számveteli kimutatásokat készítenek stb.). Továbbá a KKV-knak általában kevesebb biztosítékot tudnak felajánlani (például állóeszközök), amelyekkel csökkenthetnék az elégtelen információk okozta problémákat, szemben a már jobban kifejlődött nagyobb cégekkel. Következésképpen a bankok gyakran szigorúbb hitelezési feltételeket érvényesítenek a kisebb és a vállalkozás korai szakaszában lévő vállalkozásoknak nyújtott kölcsönökre, mivel ezekről a társaságokról általában kevesebb információval rendelkeznek.

Továbbá, a KKV-k gyakran magasabb finanszírozási költségekkel szembesülnek (pl. a banki kamatlábak tekintetében), mint a nagyvállalatok. A kis összegű hitelek viszonylag magas kamatlábat több tényező magyarázhatja. Például, lehetnek olyan fix hitelezési költségek, amelyek nem arányosak a hitel összegével. A kisvállalkozások kockázatosabbak is lehetnek, mint a nagyobb és jobban megalapozott cégek (bár a bankok esetében a diverzifikációs hatások nagyobbak lehetnek a kisvállalkozásoknak nyújtott kölcsönök tekintetében). Ezen túlmenően, lehet, hogy a KKV-szektor hitelezői között kisebb a verseny, így a hitelezők jobban sarokba tudják szorítani kisméretű hitelfelvevőiket, megnövelve ezeknek a hitelfelvevőknek a bankváltás költségeit. Továbbá, viszonylag korlátozott és költségesebb külső finanszírozási lehetőségeik miatt, a KKV-k hagyományosan nagyobb mértékben támaszkodnak a belső finanszírozásra, átlagosan több likvid eszközt tartálékolva mérlegeikben. Mivel a likvid eszközök tartálékolása költséges, ez a kisvállalkozások számára további terhet jelenthet.¹

Ilyen körülmények között az euróövezetben növekvő figyelmet fordítottak az utóbbi időben a KKV-k finanszírozási feltételeire. Az eurórendszer által évente négyszer lefolytatott hitelezési felmérés minőségi információt nyújt a KKV-k és nagyvállalatok finanszírozási feltételeiről. Különösen a BLS beszámol a nagyvállalatoknak és a kis és középvállalkozásoknak nyújtott hitelek hitelezési feltételeiben bekövetkezett változásokról (lásd az A ábrát). 2002 negyedik negyedétől a KKV-knak és a nagy társaságoknak nyújtott hitelek banki hitelnormái nagyjából hasonló mintát követtek, fokozatosan csökkentették a hitelezési feltételek nettó megszorításait. A nagyvállalatoknak nyújtott hitelekre vonatkozó hitelezési feltételek marginálisan átlagosan kevésbé voltak szigorúak, sőt enyhültek is (nettó értelemben) 2004 negyedik negyedétől számítva. 2004 negyedik negyedében a KKV-knak nyújtott kölcsönök hitelezési feltételeinek nettó megszorítása viszonylag még tovább csökkent, és első alkalommal enyhült a hitelezési felmérés kezdete óta.

A ábra A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott kölcsönök vagy hitelkeretek jóváhagyásakor alkalmazott hitelszabványok változásai



Forrás: EKB.

Megjegyzés: A nettó százalékok a „jelentősen szigorított” és a „némileg szigorított” százalékok összegének és a „némileg könnyített” és „jelentősen könnyített” százalékok összegének különbségére vonatkoznak.

¹ Európában a KKV-k finanszírozásával kapcsolatos további részleteket lásd a *Europe's changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises* („Európa változó pénzügyi tájképe: a kis- és középvállalkozások finanszírozása” c. kiadványt, EIB Papers, 8. évfolyam, 2. szám, 2003., és az Európai Bizottság *SMEs and access to finance* („KKV-k és hozzáférés a finanszírozáshoz”) című kiadványát, Observatory of European SMEs, 2003, 2.sz.

Az új MPI-kamatstatisztika bevezetése (2003 januárjától kezdve) lehetővé teszi a különböző méretű hitelek (1 millió euró alatt és fölött) kamatterheinek összehasonlítását.² Feltételezve, hogy 1 millió eurónál nagyobb összegű hiteleket inkább nagyvállalatoknak nyújtanak, a különböző méretű hitelekre felszámított kamatlábak összehasonlítása bizonyos információt adhat a KKV-k finanszírozási költségeiről, összehasonlítva a nagyvállalatok hasonló költségeivel. Természetesen ez csak hozzávetőleges megkülönböztetés lehet. A 2003 januárjától 2004 decemberéig terjedő időszakban a kisösszegű MPI-hitelek kamatszintje (a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott, 1 millió euróig terjedő hitelek MPI-kamataival mérve), 0,4 és 1,8 százalékpont között magasabb volt, mint a nagyobb MPI-összegek kamatszintje (a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott, 1 millió euró összeget meghaladó hitelek után számított MPI-kamatokkal mérve) (lásd a B ábrát). Összességében, a 2003 januárjától kezdődő időszakban a kis összegű hitelek és a nagy összegű hitelek közötti kamatkülönbség csak kismértékben változott. Az újabb folyamatokat részletesebben vizsgálva 2004-ben a kis összegű hitelek kamatai, a nagy összegű hitelek és az egy évnél hosszabb, legfeljebb öt éves kamatfixálású hitelek kamatai közötti különbség kis mértékben nőtt (10, illetve 15 bázisponttal), míg az öt éven túli kamatfixálású hitelek kamatlábaival szemben lényegében változatlan maradt.

Míg a nagyvállalatokhoz képest a KKV-k finanszírozási költségei viszonylag magasak maradtak, a 2004. évi folyamatok alapján véve hasonló hatással voltak mind a kis-, mind a nagyvállalatokra. Ugyanakkor bizonyos jelek utalnak arra, hogy ugyanebben az időszakban a KKV-k hozzáférése a finanszírozáshoz jelentősen javult.

2 Lásd még a „Pénzügyi integráció az euróövezetbeli hitelpiacon” című 13. keretes írást.

B ábra Nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott kis és nagy hitelek MPI-kamatfelárai^{1), 2)}

(százalékpontok; új üzleti hitelek)



Forrás: EKB.

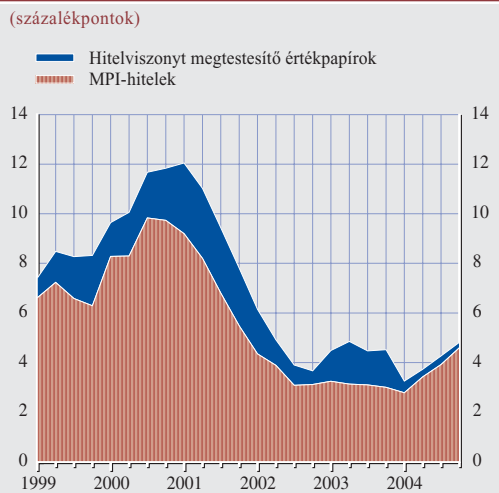
1) 2003. decembere óta a súlyozott MPI-kamatlábakat az új üzletek volumenének 12-havi mozgóátlagából kialakított ország-súlyok figyelembevételével számítják ki. Az ezt megelőző, 2003. január–novemberi időszakra vonatkozóan a súlyozott MPI-kamatlábakat a 2003-as új üzletek volumenének átlagából kialakított ország-súlyokkal számítják ki. További információ az EKB 2004. augusztusi Havi jelentésének „MPI-kamatlábak elemzése euróövezeti szinten” című keretes írásában található.
2) Kis hiteleknek számítanak az 1 millió euró alatti hitelek, míg nagyoknak az 1 millió euró feletti hitelek.

nyújtott hitelekre vonatkozó hitelezési standardok nettó megszigorításában 2004 első felében, majd ez nettó enyhüléssé változott az év második felében. Ugyanakkor volt némi különbség a nagyvállalatok és a kis- és közepes méretű vállalatok között a finanszírozási költségek tekintetében. (lásd „A kis- és középvállalkozások kevésbé kedvező finanszírozási feltételeknek voltak-e kitéve, mint a nagyvállalatok 2004-ben az euróövezetben?” című 4. keretes írást).

A KÜLSŐ FINANSZÍROZÁS KORLÁTOZOTT IGÉNYBEVÉTELE 2004-BEN

Annak ellenére, hogy a finanszírozási feltételek kedvezőek maradtak, a nem pénzügyi vállalatok csak korlátozott mértékben vették igénybe a külső finanszírozást 2004-ben. Az adósságfi-

19. ábra A nem pénzügyi vállalatok éves adósságnövekedési rátájának összetétele

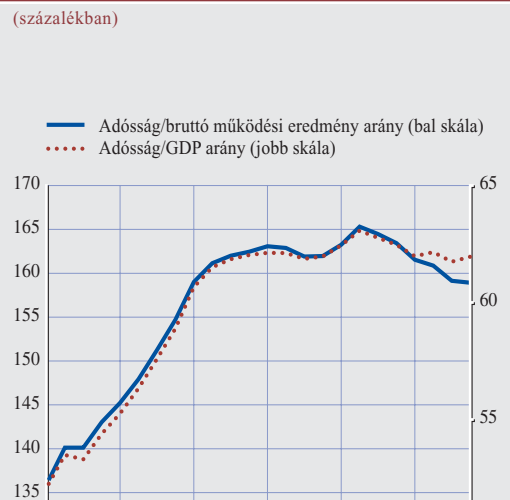


Forrás: EKB.

nanszírozás éves növekedési rátája 2004 végén 4,8% volt, amely kismértékű növekedés a 2003 végi 4,5%-os szinthez képest. 2004 második felében valamelyest emelkedett, főként a hitel-finanszírozás növekedésének eredményeként (lásd a 19. ábrát). Valójában, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési rátája 2004 végén 5,4%-ra nőtt, a 2003. év végi 3,5%-ról. Ugyanakkor a nem pénzügyi vállalatok hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-kibocsátási tevékenységének nettó növekedési üteme jelentősen alacsonyabb volt 2004-ben, mint az előző évben, 10,5%-ról 2,4%-ra esett vissza 2003 vége és 2004 vége között.

Az a tény, hogy általában az adósságfinanszírozási folyamatok viszonylag visszafogottak maradtak, több tényezővel lehet kapcsolatos. Először is a vállalati nyereségesség javulása, legalábbis a Dow Jones EURO STOXX-nagyvállalati indexében (lásd a 14. ábrát), a belső megtakarítások fokozásával azt eredményezhette, hogy nőtt a vállalatok motivációja teljes

20. ábra Nem pénzügyi vállalatok mérlegmutatói



Források: EKB, Eurostat.

Megjegyzés: A 2004. negyedik negyedévre vonatkozó számok becslése a pénz- és bankstatisztikákban, valamint az értékpapír-kibocsátási statisztikákban jelentett tranzakciók alapján készült. A negyedéves pénzügyi számlák alapján az adósságráták valamivel alacsonyabbak, mint az éves pénzügyi számlák alapján, mert nem tartalmazzák az euróövezeten kívüli nem pénzügyi szektorok és bankok által nyújtott hiteleket.

adósságállományuk csökkentésére. Másodsor, a viszonylag lassú adósságfinanszírozási növekedés szintén tükrözheti a jelenlegi gazdasági fellendülés fokozatos természetét. E tekintetben, úgy tűnik, hogy a vállalatok óvatos „kivárást” megközelítést alkalmaztak a további nagy beruházásaik finanszírozása tekintetében.

2004-ben egyúttal lassult a nem pénzügyi vállalatok közvetett finanszírozása a nem monetáris pénzügyi vállalatok szektorában tevékenykedő vállalatok útján. Ez a szektor magában foglalja a nem pénzügyi vállalatok pénzügyi leányvállalatait, a speciális értékpapírosítási társaságokat és más olyan társaságokat, amelyek a bankok nevében szereznek forrásokat.

A nem monetáris pénzügyi vállalatok részéről a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátásának évi nettó növekedési rátája 22,3%-ról 13,2%-ra csökkent 2003 vége és 2004 vége között. Mindazonáltal erős maradt, összehasonlítva más ágazatok kibocsátási tevékenységével.

2004 végén a nem pénzügyi vállalatok részéről a tőzsdei részvények kibocsátásának éves növekedési üteme az euróövezetben 0,9% alatt volt, amely lényegében nem jelentett változást az előző két évben megfigyelhető nagyon alacsony szinthez képest. A tőkefinanszírozás alacsony szintű igénybevétele egyrészt a külső finanszírozás iránti viszonylag alacsony kereslettel, másrészt a finanszírozás más forrásainak nagyon alacsony költségével magyarázható. A tőzsdei részvények alacsony nettó kibocsátása is bizonyos mértékig több olyan strukturálisabb fejleményt tükröz, mint például a részvények kivezetése és a visszavásárlási műveletek, amelyeket főként olyan társaságok hajtanak végre, amelyek elegendő készpénzt generáltak saját vállalkozásaikba történő visszaforgatásra, illetve részvényeik visszavásárlására.

A kedvező finanszírozási feltételek a társaságok mérlegpozíciójának bizonyos mértékű javulásához vezettek 2004-ben (lásd a 20. ábrát). Történelmi perspektívából vizsgálva, a vállalati adósságarányok viszonylag magas szinten maradtak. Azonban, ami az MPI-kamatok általános esését illeti, ezek nem eredményeztek jelentősen nagyobb adósságszolgálati költségeket a nem pénzügyi vállalatok számára az elmúlt évek során.

2.3 AZ ÁRAK ALAKULÁSA

Az euróövezetben a teljes harmonizált fogyasztóiár-index inflációja 2004-ben átlagosan 2,1% volt, az előző évhez képest nem változott (lásd az 1. táblázatot). Az árakra leginkább a magasabb olajárak, valamint a közvetett adók és szabályozott árak további emelései gyakoroltak felfelé irányuló nyomást, amit viszont az euró folytatódó erősödése, a visszafogott kereslet és a feldolgozatlan élelmiszerárak jelentős mértékű esése ellensúlyozott. Annak ellenére, hogy az olajárak tekintélyes mértékben emelkedtek az euróövezet fogyasztói árait, vajmi kevés jel utal arra, hogy az euróövezet gazdaságában nagyobb mértékű inflációs nyomás lenne kialakulóban. 2004-ben a termelői árak átlagosan évi 2,3%-kal növekedtek, a 2003. évi 1,4%-kal szemben, amit leginkább az energia és a félkész termékek árainak emelkedése magyaráz. Csúppán néhány jel mutat arra, hogy ezek a hatások jelentősebb mértékben begyűrűztek a termelési lánc későbbi szakaszában alkalmazott árakba. A jelenleg tapasztalható mérsékelt növekedés mellett és foglalkoztatási körülmények között a bérnövekedés 2004-ben hasonlóan visszafogott volt.

2004 decemberéhez képest 2005 januárjában a harmonizált fogyasztóiár-indexszel mért teljes infláció 0,5%-kal, tehát 1,9%-ra esett vissza.

1. táblázat Az árak alakulása

(ellenkező jelzés hiányában éves százalékos változások)

	2002	2003	2004	2003 IV. n. év	2004 I. n. év	2004 II. n. év	2004 III. n. év	2004 IV. n. év	2004. dec.	2005. jan.
A HICP és összetevői										
Teljes index	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Energia	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Feldolgozott élelmiszerek	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Feldolgozatlan élelmiszerek	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Ipari termékek energia nélkül	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Szolgáltatások	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
Egyéb ár- és költségmutatók										
Ipari termelői árak ¹⁾	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Olajárak (EUR/hordó) ²⁾	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Tömegárak ³⁾	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

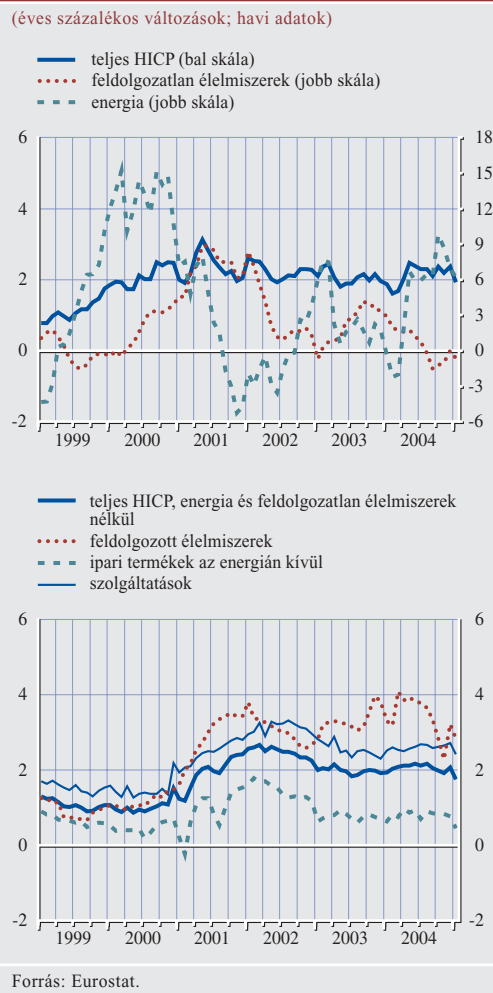
Források: Eurostat, Thomson Financial Datastream és Hamburg Institute of International Economics.

1) Kivéve építőipar.

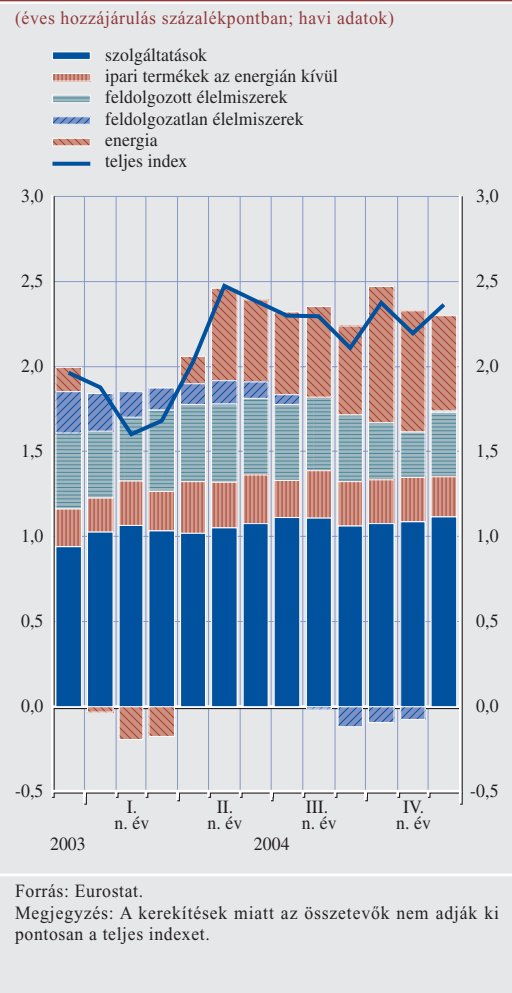
2) Brent keverék (egyhónapos határidős szállításra).

3) Energiát kivéve; euróban.

21. ábra Az euróövezet HICP-inflációjának összetétele: főbb alkomponensek



22. ábra Az alkomponensek hozzájárulása a HICP-inflációhoz



A csökkenés a harmonizált fogyasztóiár-indexszel mért teljes infláció összetevőinek széles körében volt tapasztalható, és részben bázishatások okozták. Szerepet játszottak benne olyan további kedvező hatások is, mint az energiaárak éves növekedési üteme, a feldolgozatlan élelmiszerek árainak csökkenése és az euróövezet egyes területein végrehajtott nagyobb mértékű szezonális értékesítési engedmények.

VOLATILIS KOMPONENSEK BEFOLYÁSOLTÁK A FOGYASZTÓI ÁRINDEX ALAPJÁN MÉRT INFLÁCIÓT

A HICP volatilis összetevői, különösen az energia-, és kisebb mértékben a feldolgozatlan élel-

miszerárak, nagyrészt magyarázatot adnak a fogyasztóiár-index alapján mért infláció 2004. évi alakulására. (lásd a 21. ábrát).

2004-ben a vártnál magasabbak voltak az olajárak. Decemberben egy hordó Brent olaj átlagára euróban 25%-kal haladta meg a 2003. decemberi átlagát (az 5. keretes írás bővebben fejti ki az olajáraknak az euróövezet gazdaságára gyakorolt hatását). Az euróövezetben ez jelentős mértékű közvetlen inflációs nyomást jelentett a fogyasztói energiaárakra, amelyek a 2003. évi átlagos 3,0%-os emelkedéssel szemben 2004-ben átlag 4,5%-kal emelkedtek. 2004-

ben az átlagos éves inflációt négy éve a legnagyobb mértékben, 0,4 százalékponttal növelték.

A HICP energiakomponensének erős bázishatásai következtében a CPI-infláció 2004 első negyedében az előző év azonos időszakához képest hozzávetőleg 1,7%-kal esett vissza. Ezután az energiaárak váratlan emelkedésével összhangban növekedni kezdett, majd májusban 2,5%-on tetőzött. Ez az inflációs nyomás nagyjából ellensúlyozta a feldolgozatlan élelmiszer-

árak mérséklő hatását, amelynek következtében az éves növekedés üteme a 2003. évi átlagos 2,1%-ról 2004-ben 0,6%-ra esett vissza. A nyár és az őszi folyamán a kedvező időjárás miatt a feldolgozatlan élelmiszerek árainak emelkedése visszafogott volt, ez pedig mérsékelte a teljes harmonizált fogyasztóiár-index növekedését. A HICP-infláció mindazonáltal az év végéig 2% felett maradt.

5. keretes írás

OLAJÁRAK ÉS AZ EURÓÖVEZET GAZDASÁGA

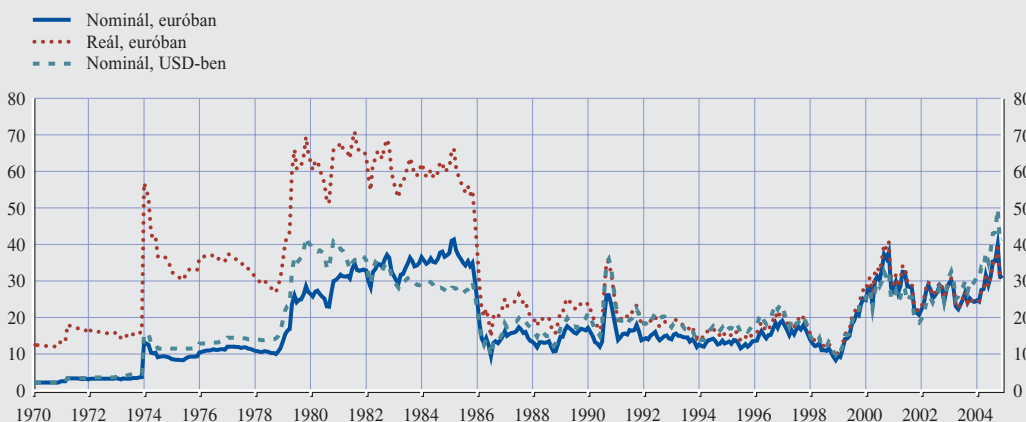
Ebben a keretes írásban ismertetjük az olajár 2004. évi alakulását és hatását az euróövezet gazdaságára. Írásunk először is a 2004. évi olajár-emelkedést helyezi történelmi perspektívába, majd ismerteti azokat a csatornákat, amelyeken keresztül az olajárak befolyásolják az euróövezeti inflációt és a teljesítménynövekedést. Végül, kísérletet tesz az olajár-emelkedés hatásának mennyiségi meghatározására, azonban hangsúlyozza, hogy bizonyos hatásokat modellekkel nem lehet leírni.

Olajárak alakulása hosszabb időtávból

Az USA-dollárban kifejezett olajárak rekordszinteket értek el nominálértékben számolva 2004 során. Azonban vannak kulcsfontosságú különbségek a növekedések és a korábbi olajár-

A ábra Brent nyersolajárak

(hordónként)



Források: IMF és az EKB számításai.

Megjegyzés: A reál olajárak lehetővé teszik annak összehasonlítását, hogy idővel hogyan hat az olajárak alakulása a vásárlóerőre. A számítás úgy történik, hogy a nominál olajárakat deflálják a 2004. decemberi euróövezeti HICP-inflációt használva alapul. Az 1990 előtti adatok nemzeti CPI-adatokra vonatkoznak.

sokkok között. Először, a 2004. évi növekedés jelentős mértékben kisebb volt, mint amit az egyéb jelentős olajársokkok alatt figyeltünk meg (lásd a táblázatot). Átlagosan, 2004-ben a Brent kőolaj ára 33%-kal magasabb volt, mint 2003-ban. Mindazonáltal az eurónak az USA-dollárral szembeni általános erősödésének eredményeként az olajárak euróban kifejezve 20%-kal emelkedtek 2004-ben. Másodszor, figyelembe véve az inflációt, azaz reálértékben, az olajértékek 2004-ben sokkal alacsonyabbak voltak, mint a korábbi magas árakkal jellemezhető időszakokban (lásd A ábra). Harmadszor, az áremelkedést befolyásoló tényezők 2004-ben szintén eltértek a korábbi olajársokkoktól. Az 1973., 1979., 1990. és 1999. évi olajár-emelkedésekkel szemben, amelyeket főként az olajkínálat jelentős zavara okozott, különböző tényezők fejtették ki hatásukat a 2004. évi olajárakra. Ezek közé tartozik a várakozásokat meghaladó olajkereslet, a globális tartalékkapacitások csökkenése, valamint, hogy aggályossá vált az ellátás biztosítása több olajtermelő országból.

Meghatározott időszakok Brent nyersolajár-emelkedése

(az éves átlag százalékos változása)

	1973-1974	1978-1979	1999-2000	2003-2004
USD-ben	204	125	60	33
Euróban	210	110	84	20

Források: IMF és az EKB számításai.

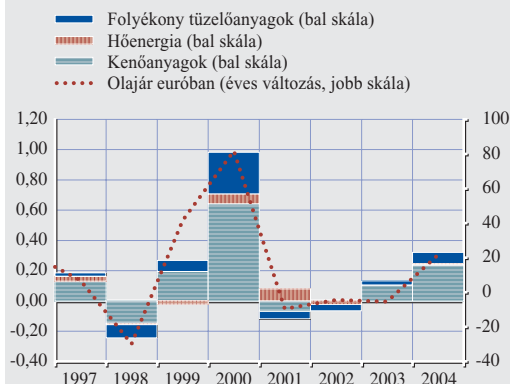
Olajárváltozások transzmissziója az euróövezeti inflációba

Rátérve az olajár-emelkedés által az euróövezeti árakra gyakorolt hatásra, segít, ha megkülönböztetjük a közvetlen, a közvetett és a másodlagos hatásokat.¹ Először is, a közvetlen hatások az olajár változás által az egész HICP-re gyakorolt hatásra utalnak, a fogyasztói energiaárakra kifejtett közvetlen hatás útján. Az energiakomponens az egész HICP 8%-át teszi ki, és erősen korrelál az euróban kifejezett olajárakkal. A B ábra ábrázolja az energiakomponensek legfontosabb olajjal kapcsolatos tételeinek hozzájárulását az éves általános HICP-inflációs indexhez, az olajár alakulásával együtt. Ez az ábra azt mutatja, hogy a közvetlen hatás az olajár emelkedéstől számított egy éven belül jelentkezik.

1 Lásd még az „Olajárak és az euróövezet gazdasága” című cikket az EKB Havi jelentésének 2004. novemberi számában és az „Újabb keletű olajár-alakulások és ezek hatása az euróövezeti árakra” című keretes írást, ugyanazon kiadvány 2004. júliusi számában.

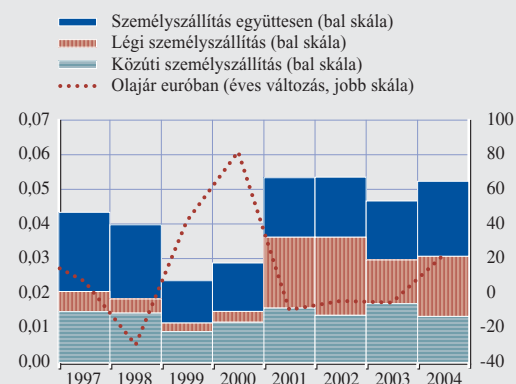
B ábra Olajárak és az energiakomponensek részesedése a HICP-inflációból

(ellenkező jelölés hiányában százalékpontos részesedés)



C ábra Olajárak és a szállítási komponens részesedése a HICP-inflációból

(ellenkező jelölés hiányában százalékpontos részesedés)



Források: Eurostat, Thomson Financial Datastream és az EKB számításai.

Másodsor, a közvetett hatások arra a lehetőségre utalnak, hogy a közvetlen hatásokon túlmenően egy olajársokk, megnövelve az energia input költségeket, hatást gyakorolhat más áruk és szolgáltatások árára. Ez egy általánosabb áremelkedéshez vezethet, bár attól a mértéktől is függ, amilyen mértékig a haszonkulcsok elnyelik az emelkedő költségeket. Például, a C ábra közvetett hatást mutat be a HICP-közeledéssel kapcsolatos szolgáltatási komponensein keresztül. E komponensek hozzájárulása az általános HICP-inflációhoz az olajár-emelkedést követően bizonyos késéssel hajlamos növekedni. Azonban meg kell jegyezni, hogy más tényezők is hatást gyakorolnak ezekre a komponensekre, míg a HICP egyéb komponenseire szintén közvetett befolyást gyakorolnak az olajár-változások.

Végül, a másodlagos hatások arra a lehetőségre utalnak, hogy a korábban említett közvetlen és közvetett hatásokon túlmenően, egy olajársokk még további hatást gyakorolhat az inflációra, mert az erőteljesebb bérkövetelésekhez vezethet, amellyel ellensúlyozni kívánják a reáljövedelem csökkenését. Az ilyen másodlagos hatások késleltetve szoktak bekövetkezni. Jellemzően, a sokk tartósságával kapcsolatos elvárások mellett, a másodlagos hatások előfordulása attól függ, hogy vajon a gazdasági összefüggések, és különösen a munkaerőpiaci helyzet, ösztönzi-e az erőteljesebb bérköveteléseket. 2004-ben az olajársokkkal kapcsolatos másodlagos hatások korlátok között maradtak az euróövezeti gazdaság és munkaerőpiaci feltételek ciklikus helyzete miatt. Az 1970-es és 1980-as években alkalmazottakhoz képest kisebb bérindexálás is hozzájárulhatott az infláció által a béralakulási folyamatban betöltött szerep csökkenéséhez.

Az olajárváltozások transzmissziója az euróövezeti teljesítménynövekedésbe

Döntően két csatornán keresztül érintik az olajársokkok a reálgazdaságot. Először a kínálati oldal csatornáját vizsgáljuk, mivel az olaj fontos input-tényező a termelési folyamatban. Az olajár-emelkedés különösen rövid távon a termelési költségek emelkedéséhez vezet, mivel az olaj más energiaforrásokkal való behelyettesítésének lehetőségei korlátozottak. A teljesítményszint eshet, ahogy az olajár-emelkedés bekövetkezik, ami egyúttal más termelési tényezők iránti alacsonyabb kereslethez vezethet, mint például a munkaerő. Másodsor, a keresleti oldalon az olajár emelkedés a nettó olajimportáló gazdaságok, mint például az euróövezet, cse-rearányromlásával jár. A reáljövedelem ebből adódó hanyatlása alacsonyabb belső kereslethez vezet, amennyiben azt nem kompenzálja a csökkentett megtakarítás vagy növekvő hitelfelvétel. Több más csatorna, amely nehezebben mérhető, közvetíti egy olajársokk hatásait, például a bizalmon vagy részvény piacon keresztül.

Az olajár-emelkedés hatásának modell alapján történő mennyiségi meghatározása

Az elmúlt év során megfigyelt olajáremelkedés által az euróövezeti inflációra és a reál GDP növekedésre gyakorolt hatás különböző modellekkel közelíthető meg. Ezek a becslések általában azt mutatják, hogy az olajár 20%-os növekedése az euróövezeti inflációt kb. 0,2 százalékponttal emeli az első évben, majd kb. 0,1 százalékpontos további hatás várható a rákövetkező két évben. Ami a reál GDP-növekedést illeti, a becsült hatás az első évben körülbelül -0,1 és -0,3 százalékpont között alakulna, és csak jelentéktelen hatása lenne a második és harmadik évben.²

² További információ az 1. lábjegyzetben hivatkozott cikkben található.

Azonban a szimulációs eredményeket nem szabad kritikátlanul elfogadni. Egyrészt, több alap-tételt egyértelműen szem előtt kell tartani, mint pl. a nemlinearitások és aszimmetriák esetleges fennállása, valamint azt a tényt, hogy a modellek nem vesznek figyelembe minden lehetséges transzmissziós csatornát. Másrészt, azt is meg kell jegyezni, hogy strukturális szempontból több tényező utal arra, hogy az euróövezet gazdasága rugalmasabbá vált az olajár-sokkokkal szemben az elmúlt években, azzal az eredménnyel, hogy a modellszimulációk túlbecsülhetik a hatást. Mindenekelőtt, összehasonlítva a 1970-es évekkel a termelés olajigényessége és az olajfogyasztás részaránya a teljes energiafogyasztásban jelentősen csökkent az euróövezetben. Továbbá, a monetáris politika hitelessége és reakciója fontos szerepet játszik az olajár-emelkedéseknek az euróövezet gazdaságára gyakorolt hatásának meghatározásában, ami bizonytalanná teszi a hatás számszerűsítését.

Azonban nyilvánvalóan további strukturális reformokra van szükség, hogy megnöveljük az euróövezeti gazdaságnak azt a képességét, hogy zavartalanabban és gyorsabban alkalmazkodjon a jövőbeli sokkokhoz. Különösen, az euróövezeti energiaszektorban a hatékony versenyképesség növelése lenne rendkívül előnyös, mivel jelentős torzulások nélkül lehetővé tenné a magasabb olajárak elnyelését. Ebből a célból, az olajár-emelkedés kompenzálása olyan fiskális intézkedésekkel, mint például adócsökkentések, nem tanácsos, mivel ez növelné az erőforrás-elosztásban fennálló torzulásokat, és így megakadályozná a gazdasági szereplőket abban, hogy alkalmazkodjanak az ilyen külső sokkokhoz.

2004-ben azonban más külső inflációs nyomást okozó hatások is érték a gazdaságot. Különösen az olajon kívüli egyéb nyersanyagárak nőttek gyors iramban az év első felében, azután pedig mérséklődésnek indultak. Az euró jelentős mértékű felértékelődése azonban részben ellensúlyozta az olajtermékek és a többi nyersanyag árainak inflációs nyomását.

A HICP többi, kevésbé változékony komponense, kiváltképpen a közvetett adók és a szabályozott árak alakulása, 2004-ben a CPI-infláció bizonyos mértékű szinten maradásához vezetett. Akárcsak 2003-ban, az euróövezet több országában emelték a dohánytermékekre kivetett adókat, s ezzel ismét jelentősen felerősödött a feldolgozott élelmiszerárakra gyakorolt inflációs nyomás. Következésképpen a feldolgozott élelmiszerárak a 2003-ban mért 3,3%-os növekedéssel szemben 2004-ben átlagosan 3,4%-kal nőttek. A nem energiajellegű ipari termékek árváltozásának éves növekedési üteme 2003-ban csakúgy, mint 2004-ben 0,8% volt. A szabályozott árak, különösen az egészségügyi és a gyógyszeripari termékek emelkedése miatt ez a komponens nem csökkent. A szabályozott egészségügyi árakra vonatkozó intézkedések az

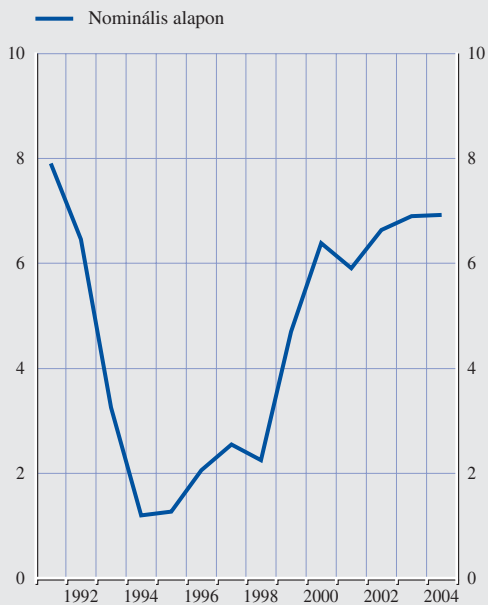
orvosi, fogorvosi és kórházi szolgáltatások árának jelentős emelkedését váltották ki. Ennek következtében a szolgáltatások árai általában véve is emelkedtek: a 2003. évi 2,5%-ról 2004-ben 2,6%-ra. Bár kisebb mértékben, az energiaáraknak a szállítványozás költségeiben megjelenő inflációgerjesztő hatása szintén hozzájárult a szolgáltatások árának általános emelkedéséhez. Az 5. keretes írás az olajárak alakulásának hatásait vizsgálja az euróövezetben.

DINAMIKUS LAKÓINGATLANÁRAK

Az euróövezetben 2004-ben folytatódott a (harmonizált fogyasztóiár-indexbe nem számító) lakóingatlanok árának gyors emelkedése: 2003 első félévéről 2004 első félévére 6,9% emelkedést mutatott. E számadat mögött az euróövezet különféle országainak egymással ellentétes folyamatai húzódnak meg: míg Spanyolországban, Írországban, Franciaországban és Olaszországban kétjegyű emelkedés, Németországban enyhe csökkenés volt megfigyelhető. A 2004 második félévére vonatkozóan rendelkezésre álló adatok arra engednek következtetni, hogy az erőteljes áremelkedés folytatódott, így 2004. volt a negyedik azoknak az egymást követő éveknek a sorában, amelyekben

23. ábra Az euróövezeti lakóingatlan-árak alakulása

(éves százalékos változások, éves adatok)



Forrás: Az EKB-nek a nem harmonizált nemzeti adatokon alapuló számításai.
Megjegyzés: A 2004. évi adatok az év első felére vonatkoznak.

a lakóingatlanok árai 6-7%-kal emelkedtek (lásd a 23. ábrát). Ez a tartós és erőteljes ár-emelkedés azonban a 90-es évek közepének viszonylag szerény (3% alatti) ár-emelkedéssel jellemezhető időszakát követte.

EMELKEDŐ TERMELŐI ÁRAK A TERMELÉSI LÁNC KEZDETI SZAKASZAIBAN

Az (építőipar nélkül számított) ipari termelői árak teljes éves növekedési üteme az euróövezetben 2004 során állandóan gyorsult (lásd a

24. ábra Az ipari termelői árak bontása

(éves százalékos változások; havi adatok)



Forrás: Eurostat.

24. ábrát). A növekedés a második negyedévben pörgött fel, elsősorban az energiaárak és a félkész termékek árainak növekedése következtében. Ez megfelel az olaj- és egyéb nyersanyagárak emelkedésének, amely nyomást gyakorol a termelési lánc kezdeti szakaszainak induló (input) áraira. A félkész termékek árai a 2003. évi 0,8%-kal szemben 2004-ben átlagosan 3,5%-kal emelkedtek.

2. táblázat A munkaerőköltség mutatói

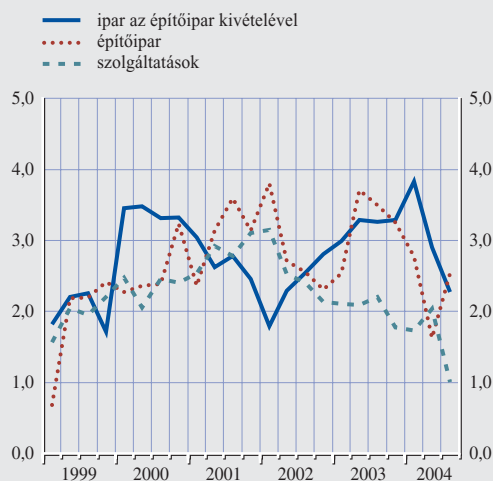
(ellenkező jelzés hiányában éves százalékos változások)

	2002	2003	2004	2003 IV. n. év	2004 I. n. év	2004 II. n. év	2004 III. n. év	2004 IV. n. év
Kialkudott bérek	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Egy órára eső összes munkaerőköltség	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Havi bruttó keresetek	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Egy munkavállalóra jutó javadalalmazás	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Munkatermelékenység	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Fajlagos munkaerőköltség	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Források: Eurostat, nemzeti adatok és az EKB számításai.

25. ábra Az egy alkalmazottra jutó szektoronkénti javadalmazás

(éves százalékos változások; negyedéves adatok)



Források: Eurostat és az EKB számításai.

Annak azonban, hogy a termelési lánc későbbi szakaszaiban jelentősebb inflációs nyomás alakult volna ki, alig volt jele. A fogyasztói

árak átlagosan 1,3%-kal emelkedtek, ez pedig még mindig a történelmi átlag alatti, de a 2003-ban mért 1,1% átlagnövekedés feletti érték. 2003–2004 során a fogyasztási cikkek termelői árainak növekedése jelentős részben a dohánytermékekre kivetett adó emelkedéséből adódott. Még általánosabban fogalmazva: időbe telik, mire az induló árak inflációgerjesztő hatásai az egész termelési láncon átvonulnak, ezért előfordulhat, hogy a nyersanyagárak növekedésének a fogyasztási cikkek termelői áraira kifejtett és a termelési lánc korábbi szakaszaiban már megfigyelhető késleltetett hatásai csak 2005 év elején kezdtek felgyorsulni. Visszafogott kereslet mellett azonban előfordulhat, hogy a vállalatok nem hárítják tovább az energia és a félkész termékek áraiban bekövetkezett emelkedéseket.

A MUNKAERŐKÖLTSÉGEK MÉRSÉKELTEN VÁLTOZTAK 2004-BEN

Az euróövezetben a munkaerőköltségek mutatószámai a korábbi évekhez képest tovább enyhültek 2004-ben. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedése 2004 első félévében

3. táblázat A reál-GDP-növekedés összetevői

(ellenkező jelzés hiányában százalékos változások; szezonálisan kiigazítva)

	Éves ráták ¹⁾									Negyedéves ráták ²⁾				
	2002	2003	2004	2003	2004	2004	2004	2004	2003	2004	2004	2004	2004	
				IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
Reál bruttó hazai termék	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2	
<i>ebből:</i>														
Belföldi kereslet	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3	
Magánfogyasztás	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5	
Állami fogyasztás	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2	
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6	
Készletek változása ^{3), 4)}	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1	
Nettó export ³⁾	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2	
Export ⁵⁾	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5	
Import ⁵⁾	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0	
Reál bruttó hozzáadott érték														
<i>ebből:</i>														
Ipar, kivéve az építőipart	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6	
Építőipar	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3	
Tiszán piaci szolgáltatások ⁶⁾	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3	

Források: Eurostat és az EKB számításai.

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 euróövezeten belüli határokon átnyúló kereskedelmet. Tekintve, hogy az euróövezeten belüli kereskedelem szerepel a nemzeti számlák export- és importadataiban, 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.

visszaesett, így az éves átlagnövekedés (a 2003-ban mért 2,4%-kal szemben) 2,2%-ot tett ki. A visszaesés a gazdaság valamennyi szektorát jellemezte (lásd a 25. ábrát), bár a többenél valamivel nagyobb mértékben sújtotta a piaccal kapcsolatos szolgáltatásokat. A rendelkezésre álló munkavállalónkénti jövedelmi adatok tanúsága szerint 2004 második félévében a bérnövekedés tovább lassult. Ezt támasztják alá a többi munkaerőköltség-adatok is. A bértárgyalásokon kialakult bérek éves növekedési üteme a 2003. évi 2,4%-kal szemben 2,2% volt. Azok az egyedi, ún. anekdotikus adatok, amelyek a bértárgyalásokon 2004 év végéig az euróövezet több országában született megállapodásokra vonatkoznak, nem utalnak arra, hogy a magasabb olajáraknak bármiféle másodlagos hatása lett volna. 2004 folyamán az óránkénti munkaerőköltségek éves növekedési üteme is végig fokozatosan csökkent, a 2003. évinél lényegesen alacsonyabb szintre esett vissza. A reál GDP szerény mértékű növekedése és az euróövezet munkaerőpiacára csak korlátozottan nehezedő nyomás miatt 2004 folyamán a bérek is csak mérsékelten változtak.

A csekély mértékű bérnövekedés mellett újra felívelő, 2004 első három negyedévében 1,4% átlagot is elérő termelékenységnövekedési adatok visszafogták a fajlagos munkaerőköltség növekedését. A 2003-ban mért 2,0%-kal szemben 2004 első három negyedévében a fajlagos munkaerőköltség 0,5%-kal növekedett.

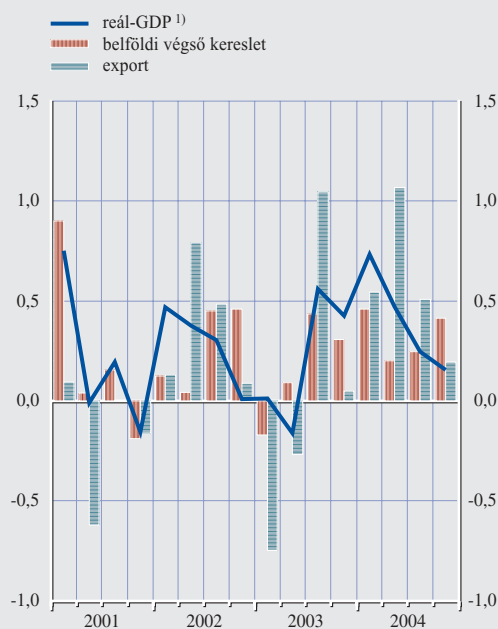
2.4. A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

2004-BEN FOLYTATÓDOTT A GAZDASÁGI FELLENDÜLÉS

A 2003 második félévében megindult gazdasági fellendülés 2004-ben is folytatódott az euróövezetben. Az egész térség 2004. évi 1,8%-os GDP-növekedése, amely a 2000 óta mért legmagasabb adat, lényegében megfelel a 2003. év végi várakozásoknak. A fellendülés hajtómotorja az erőteljes export volt, amely 2004-ben 5,6%-kal haladta meg a 2003. évi adatot. A belföldi kereslet is magasabb volt, különösen a beruházások. Több előre nem teljes mértékben

26. 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.

látott tényező miatt azonban a gazdasági fellendülés nem tudott megerősödni 2004 folyamán. Az előző negyedévhez mért negyedéves növekedés az év első felében sokkal magasabb volt, mint a másodikban. Az olajárak és az árfolyamok alakulása visszafogta a növekedést, a csupán fokozatosan javuló munkaerőpiaci feltételek és a fogyasztók csekély bizalma pedig alacsony szinten tartotta a magánszektor fogyasztását.

2003 közepétől 2004 nyaráig a fellendülést az export növekedése idézte elő, a belföldi végső (azaz a készletváltozások nélküli) kereslet viszonylag szerény mértékben járult csak hozzá (lásd a 26. ábrát). 2004 második félévében a negyedév/negyedév adatok elsősorban a külgazdaság hirtelen visszaesése következtében mérséklődtek, amit a fokozatosan növekvő belföldi végső értékesítés csak részben tudott kompenzálni. A fellendülésben egyes negyedévekben viszonylag jelentős, bár változókéony

szerepet játszottak a készletek is. A készletváltozások kivételével ezek a gazdasági folyamatok nagyjából megfelelnek azoknak a sajátosságoknak, amelyek az euróövezet elmúlt évtizedekben tapasztalt fellendüléseit jellemezték.

A belföld tekintetében a magánszektor fogyasztásának negyedév/negyedév növekedési üteme 2004 folyamán viszonylag gyenge maradt, ami nemcsak a visszafogott munkaerőpiacnak köszönhető, hanem annak is, hogy továbbra is bizonytalan a szükséges strukturális változások végrehajtása (a strukturális reformok haladásá-

6. keretes írás

A STRUKTURÁLIS REFORMOK ELŐREHALADÁSA AZ EURÓPAI UNIÓ MUNKAERŐ- ÉS ÁRUPIACÁN

Az áru- és a munkaerőpiac strukturális reformja alapvetően fontos Európa növekedési potenciáljának fokozásához, a sokszerű változásokkal szembeni ellenálló képesség és az alkalmazkodóképesség fejlesztéséhez. A gazdasági növekedés potenciális mértékének növelésére szolgáló intézkedések egyre fontosabbak az öregedő népesség munkaerő-kínálatra gyakorolt negatív hatásának fényében. 2000 márciusában Lisszabonban tartott ülésén az Európai Tanács egy ambiciózus reformtervet mutatott be, amelynek célja az, hogy az Európai Uniót 2010-re a világ legversenyképesebb, legdinamikusabb tudásalapú társadalmává tegye. A Wim Kok elnöklété¹ alatt működő szakértői munkacsoport 2004 novemberében kiadott jelentése alkotja a stratégia félidős értékelésének alapját. Az Európai Bizottságnak az Európai Tanácshoz 2005 februárjában benyújtott tavaszi jelentése a lisszaboni stratégiát támogató szorosabb tagállami felelősségvállalást, egyszerűsítést, ésszerűbbé tételt, valamint a növekedésre és a foglalkoztatottságra irányuló fokozott figyelmet írta elő. A stratégia félidős értékelését az Európai Tanács 2005 márciusában végezte el. Ebben a keretes írásban az EU reformtervének végrehajtása terén az elmúlt években, különösen 2004-ben elért haladást tekintjük át.

Az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokban (Broad Economic Policy Guidelines, BEPG) az Európai Unió a gazdaságpolitika különböző területein átvélő prioritásokat határoz meg. Ezek a prioritások alkotják majd az egyes EU-tagállamok számára készített politikai javaslatok alapját. A *munkaerőpiac* tekintetében a 2003 és 2005 közötti időszakra vonatkozó BEPG-k, valamint a BEPG-k 2004-ben naprakésszé tett változatai az alábbi tényezők fontosságára mutatnak rá: (i) javítani kell az adók és juttatások együttes ösztönző hatását a munka kifizetődővé tétele érdekében; (ii) hatékony és aktív, a leghátrányosabb csoportokat megcélzó munkaerőpiaci politikát kell kialakítani; (iii) elő kell mozdítani a rugalmasabb munkaszervezést és felül kell vizsgálni a munkaszerződésekre vonatkozó szabályozást; (iv) elő kell segíteni a földrajzi és foglalkoztatási mobilitást; valamint (v) biztosítani kell, hogy a bérmegállapodási rendszerek lehetővé tegyék, hogy a bérek kifejezzék a termelékenységet.

Az elmúlt években számos ország hajtott végre reformokat adózási és juttatási rendszerében a nem bérjellegű munkaerőköltségek csökkentése és a munkaerő-kínálat bátorítása érdekében. Az alsó és középső jövedelmi sávban csökkentek a személyijövedelemadó-kulcsok, és mind a munkáltatói, mind a munkavállalói társadalombiztosítási járulékokat csökkentették, különösen az alacsony fizetésűek számára. Ezenkívül eredményeket értek el a munkaerőpiac perifériájára szorultak foglalkoztatási arányának növelésében is. Egyes tagállamok növelték az ideiglenes munkaerőt közvetítő ügynökségek szerepét, és lazítottak az ideiglenes szerződéssel

1 Bővebb tájékoztatás a 4. fejezet 1.1. pontjában található.

foglalkoztatottak munkaügyi védelmén. Változások történtek továbbá a munkaidőre vonatkozó szabályok terén, uniószerre lehetővé téve a munkaórák megengedhető legmagasabb számának rugalmasabb kiszámítását, és egyes országokban kiterjesztették a részmunkaidőben történő munkavállalás jogát. Bizonyos jelek arra mutatnak, hogy a cégek a múltban végrehajtott reformok eredményeképpen rugalmasabban képesek munkavállalói erőforrásaikat kiaknázni. A legfrissebb adatok tanúsága szerint például a munkaórák korrekciója az euróövezetben a 2001 és 2003 közötti gazdasági lassulás időszakában nagyobb szerepet játszott, mint a korábbi ciklusokban.

Az Európai Unió legtöbb tagállama további munkaerőpiaci reformokat hajtott végre 2004 során: további reformokat vezettek be a jövedelemadó-rendszerekben, átalakították a társadalombiztosítási és juttatási rendszereket, és növelték az átlagos nyugdíjkorhatárt. Úgy tűnik azonban, a reformok elmaradnak attól a mértéktől, amit a kormányok bejelentettek. Korlátozott előrehaladás történt a munkaerőpiaci részvétel előmozdításában, az emberi tőke felhalmozásába történő befektetés, valamint a munkavállalók és a vállalatok változó makrogazdasági feltételekhez történő alkalmazkodásának előmozdítása terén. A hosszú távú munkanélküliség átképzéssel történő csökkentése, a munkavállalók termelékenységének szakképzési és szakmai továbbképzéssel történő növelése, valamint az élethosszig tartó tanulás érdekében tett intézkedések továbbra is a reformok kiemelt területei közé tartoznak. Ezenkívül a munkaerő mobilitásának fokozása érdekében további reformokra van szükség a nyugdíj- és egészségbiztosítási jogok átruházhatóvá tétele terén, valamint a termelékenység helyi, regionális és iparági eltéréseinek figyelembevételével lehetővé kell tenni a bérek differenciálását.

Az árupiac strukturális reformterve számos területet ölel fel. Többek között a BEPG-k arra igyekeznek ösztönözni a tagállamokat, hogy a következőképpen segítsék elő a versenyt az áruk és szolgáltatások piacán: (i) gyorsabban ültessék át a belső piacra vonatkozó irányelveket a nemzeti jogba; (ii) tegyék nyitottabbá a közbeszerzési eljárásokat; (iii) biztosítsanak megfelelő hatásköröket, erőforrásokat és függetlenséget a versenyjogi és szabályozó hatóságok számára; (iv) csökkentsék az állami támogatásokat; valamint (v) segítsék elő a piacra jutást és a hatékony versenyt a hálózati iparágakban.

2002 és 2003 során emelkedett azoknak a belső piacra vonatkozó EU jogszabályoknak az aránya, amelyeket a tagállamok még nem ültettek át nemzeti jogrendjükbe (ez az ún. „átvételi elmaradás”), és ez a tendencia 2004-ben is folytatódott. Az Európai Bizottság számos intézkedést tett az egységes belső piac működésének fejlesztése érdekében, különösen a szolgáltatások területén. Az egységes belső piac működésének azonban még számos gátja van, különösen a szolgáltatási ágazatban. A korlátokat főként a tagállami jogszabályok jelentik, például a más uniós tagállamban történő leányvállalat-alapítás adminisztratív terhei és eljárásai. 2004. év elején az ír, a dán, a luxemburgi és az angol elnökség megállapodott abban, hogy közösen kezdeményezik a szabályozási reformok előtérbe helyezését 2004–2005 során, valamint az adminisztratív terhek csökkentésére teendő nagyobb erőfeszítéseket. Számos ország hozott intézkedéseket a közbeszerzési eljárások hatékonyságának és átláthatóságának javítása érdekében. Egyes országok még bővítették is versenyjogi és szabályozó hatóságaik jogkörét és függetlenségét. Ezenkívül folytatódni látszik az állami támogatások csökkentésének és horizontális célokra átirányításának az elmúlt években megfigyelt tendenciája, bár bizonyos ágazatokban, például a közlekedés területén az állami támogatás továbbra is fontos szerepet játszik. A tag-

2 Bővebb tájékoztatást az EKB *Havi jelentésének* 2004. októberi számában a „Developments in total hours worked in the euro area” című cikk nyújt.

államok folytatták szabályozási reformjaik végrehajtását a hálózati ágazatokban, ezen a területen azonban még nem készült el a szabályozási reform terve. Az eddig védelmet élvező ágazatokban, például a villamos- és gázenergia-szolgáltatásban, a reformok végrehajtását ténylegesen be kell fejezni.

Összegzésül elmondható, hogy a strukturális reformok területén további előrehaladást értek el 2004 során, különösen a munkaerőpiac terén, a reformok általános üteme azonban továbbra is elmaradt a várakozásoktól. Ennek eredményeképpen az Európai Unió nagy valószínűséggel nem fogja tudni teljesíteni a lisszaboni célokat, hacsak a tagállamok nem tesznek lényegesen nagyobb erőfeszítéseket a reformok végrehajtására. A strukturális reformok végrehajtására irányuló megújult lendület nemcsak az általános gazdasági hatékonyságot és a hosszú távú növekedési kilátásokat növeli, hanem a fenntartható gazdasági fellendülés alapjait is erősítheti.

ról lásd a 6. keretes írást). Valószínűleg ez is hozzájárult a fogyasztók bizalmának megrendüléséhez. A bruttó állóeszköz-felhalmozás 2004 folyamán jelentősen növekedett, annak ellenére, hogy az év első felében a német építőipari befektetés, a második felében pedig az állami beruházások estek vissza lényegesen.

A gazdasági növekedést 2004-ben sajátos külső tényezők is befolyásolták: az olajárak és az árfolyamok alakulása. Az euróövezet növekedését nem csupán az olajárak emelkedésének a magasabb termelési költségekben és a fogyasztói jövedelmek alacsonyabb vásárlóerejében megjelenő közvetlen hatása érte, hanem a nemzetközi környezetet befolyásoló közvetett

hatása is. A világgazdasági tevékenység 2004. év eleji erőteljes bővülése az év második felére kifulladásra a 2004 derekától emelkedő olajárak, amelyek következtében az esztendő második felében megcsappant az euróövezet exportja iránti keresletbővülés. Annak ellenére, hogy csökkentette az euróövezet importőreinek olajköltségeit, az euró árfolyamának 2003 folyamán tapasztalt jelentős mértékű erősödése is késleltetett negatív hatást fejtett ki az euróövezet egészének versenyképességére.

Ágazati szempontból a hozzáadott érték növekedése a ciklus során többé-kevésbé követte a teljes tényleges kibocsátás változásait. Különösen

4. táblázat A munkaerőpiac alakulása

(százalékos változások az előző időszakhoz képest; százalékok)

	2002			2003			2003			2004			
	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	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Foglalkoztatás	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Mezőgazdaság ¹⁾	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Ipar ²⁾	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– kivéve építőipar	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– építőipar	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Szolgáltatások ³⁾	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
Munkanélküliségi ráták⁴⁾													
Összesen	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
25 év alatt	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25 év és a felett	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Források: Eurostat és az EKB számításai.

1) Beleértve a halászatot, vadászatot és erdőszeteket.

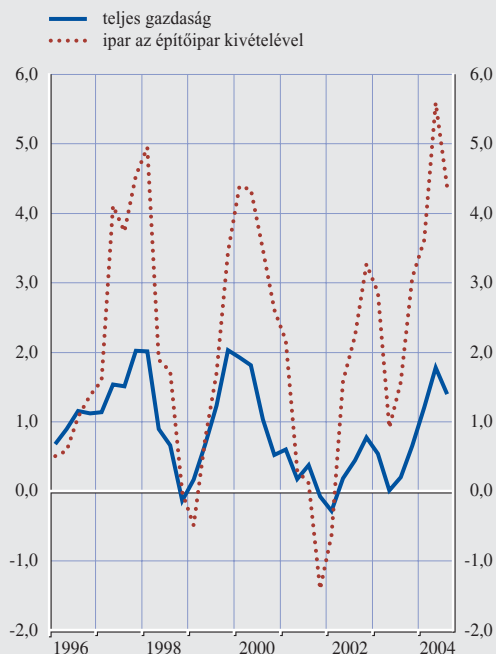
2) Tartalmazza a feldolgozóipart, építőipart, bányászatot és kőbányászatot, villamosenergia-, gáz- és vízellátást.

3) Kivéve területen kívüli testületeket és szervezeteket.

4) A munkaerő százaléka az ILO ajánlásai szerint.

27. ábra A munka termelékenysége

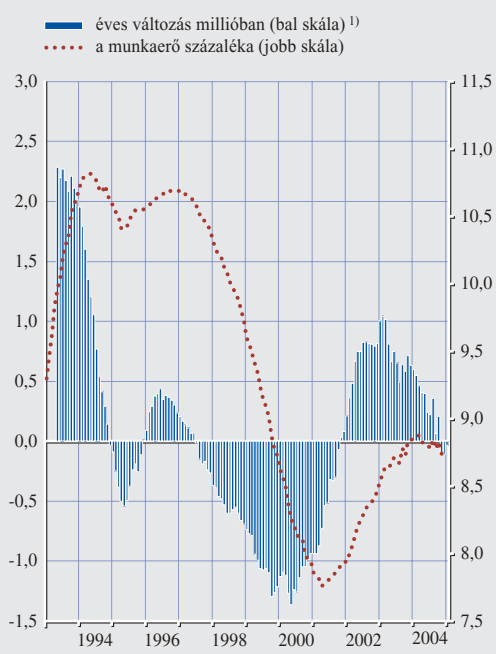
(éves százalékos változások)



Forrás: Eurostat.

28. ábra Munkanélküliség

(havi adatok; szezonális kiigazítással)



Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: Az adatok az Euró 12-re vonatkoznak (beleértve 2001 előtti időszakokat).

1) Az éves változások nincsenek szezonálisan kiigazítva.

a feldolgozóipar és a tisztán piaci szolgáltatások hozzáadott értéke növekedett tartósan 2004 első feléve során, a második felévben azonban visszaesett. A gazdaság elmúlt években tapasztalt ciklikus mozgását tehát sokkal inkább a gazdaság egészében együttesen fellépő zavarok, semmint egy-egy ágazat sajátos zavarai határozták meg.

Különbéféle szórás mérések azt jelzik, hogy kisebb lett a reál-GDP növekedésének az euróövezet egyes országaiban mért ütemei közötti eltérés 2004-ben. Részben a világgazdasági fellendülés következtében, a reál-GDP átlagos növekedése 2004-ben az euróövezet valamennyi országában gyorsabb volt, mint az előző évben, egyedül Görögországban nem haladta meg a 2003. évi adatot, de ott is viszonylag erőteljes volt.

2004-BEN ÉLÉNKÜLT A MUNKAERŐPIAC ÉS A TERMELÉKENYSÉG NÖVEKEDÉSE

Noha a fokozatos javulás jelei mutatkoznak, 2004 folyamán a munkaerőpiaci feltételek nem változtak jelentős mértékben. A foglalkoztatottság 2003-ban gyakorlatilag nem változott, 2004-ben viszont végig emelkedett (lásd a 4. táblázatot). Ez a növekedés összességében azonban csak szerény mértékű maradt. Ez részben a gazdasági tevékenység lanyhulására adott késleltetett foglalkoztatási reakciónak felel meg, részben pedig a foglalkoztatás 2001–2003 közötti gazdasági recesszió során mutatott (és a foglalkoztatottak számával mért) szokatlan rugalmasságát tükrözi, amelynek következtében a fellendülés e szakaszában kevesebb munkaerő felvételére volt szükség. Miközben a foglalkoztatottak száma gyakorlatilag nem változott az utóbbi ciklikus fázisok során, a rendelkezésre álló adatok tanúsága szerint a ledolgozott órák

7. keretes írás

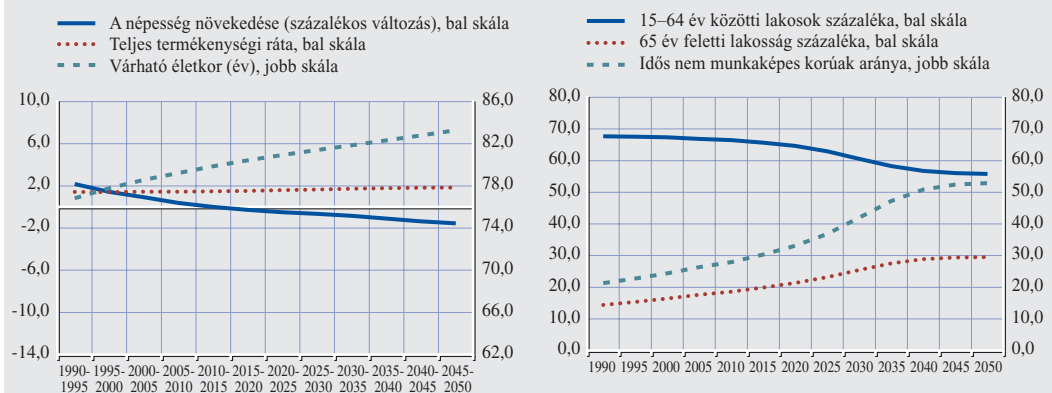
A DEMOGRÁFIAI VÁLTOZÁSOK POTENCIÁLIS HATÁSAI AZ EURÓÖVEZETBEN

Akárcsak számos más iparosodott országban, az euróövezetben is csökkenő népességnövekedés és fokozatos elöregedés jellemzi a legutóbbi, valamint az előrejelzett demográfiai folyamatokat. Ezek a tendenciák az euróövezet legtöbb országának alacsony termékenységi és egyre hosszabb várható élettartamadataiból adódnak. Bár a demográfiai előrejelzések bizonytalan-sági tényezője meglehetősen nagy, úgy tűnik a legtöbbjük, így az Eurostat és az Egyesült Nemzetek előrejelzései is, azonos mintát követnek. Ebben a keretes írásban a legfontosabb következtetéseket fejtjük ki.

Demográfiai változások

Az euróövezet országait tekintve rendelkezésünkre álló legfrissebb előrejelzések (a világ népességszámításairól 2002-ben megjelent ENSZ-kiadvány) szerint, az euróövezetben valamennyi termékenységi arányszám a 2050-ig terjedő időszakban várhatóan elmarad attól a szinttől, amely a népesség utánpótlásához szükséges volna, vagyis attól, hogy minden nő két gyermeket vállaljon. Ugyanakkor a várható átlagos élettartam valószínűleg öt évvel meghosszabbodik 2005 és 2050 között (lásd az alábbi ábra bal oldali tábláját). E két tényező együttes hatása lelassítja az euróövezet népességnövekedését, úgyhogy 2015-től kezdve a teljes népesség csökkenésére számíthatunk. Ezenkívül az idősek (65 év feletiek) aránya előreláthatóan növekszik, miközben a munkaképes korúak (15-64 évesek) aránya előbb fokozatosan, majd 2015-től kezdve rohamosan hanyatlik (lásd az alábbi ábra jobb oldali tábláját). Ezzel együttjár az euróövezetben az időskorú eltartottak (vagyis a 65 év feletiek és a 15-65 éves korúak) arányának 2005. évi 26% körüli értékéről 2015-re 30%-ra, majd 2050-ig 52% fölé emelkedése is, amely 2005 és 2050 között összesen mintegy 26 százalékpontos emelkedést jelent.

Jelentősebb demográfiai fejlemények az euróövezetben



Forrás: Egyesült Nemzetek 2002-es kilátásai a világ népességére (átlagos termékenységi variáns) és az EKB számításai.

1 E bekezdés és az ábrák számadatai a termékenységet illetően a legvalószínűbbnek tekinthető „átlagos variáns” feltevéseire vonatkoznak. További információ: „A világ népességére vonatkozó kilátások: a 2002-es felülvizsgálat”, Egyesült Nemzetek.

Gazdasági következmények

Egy ilyen mértékű demográfiai változásnak mélyreható gazdasági következményei lesznek az euróövezet országaira nézve. A munkaerő-kínálat összetétele például az idősebb munkavállalók arányának növekedésével együtt változik, sőt ha a munkavállalók továbbra is korán nyugdíjba vonulnak és nem lesz elég új munkavállaló, aki felváltsa őket a munkaerőpiacon, még vissza is eshet. A munkaképes korú népesség számának az előrejelzések szerinti csökkenése az euróövezetben visszafogja majd a termelés lehetséges mennyiségét, hacsak egyéb növekedést serkentő tényezők, például a munkaerőpiaci részesedés, a munka termelékenységének növelése és/vagy egyéb források, pl. a tőke, termelésben történő felhasználása nem ellensúlyozzák. Vitatott, hogy milyen mértékben járulhat hozzá a munkaerő-kínálat növeléséhez a bevándorlás. A legtöbb tanulmány azt sejteti, hogy a migráció csupán csekély és időleges mértékben segít Európa demográfiai gondjain, mivel a potenciális migránsok száma jelentéktelen a probléma méretéhez képest, valamint gyakorlati és politikai korlátok is gátat szabnak a bevándorlásnak.

Ahogy növekszik a nyugdíjasok aránya a nyugdíj- és egészségbiztosítási rendszerek járulékfizetőinek számához képest, úgy növekszik majd a társadalombiztosítási rendszerek, különösen a felosztó-kirovó elven alapuló állami nyugdíjrendszerek finanszírozására gyakorolt nyomás. Az orvosi technológia előrehaladtával és az idősek számának emelkedésével együtt az ilyen jellegű szolgáltatások iránti igény növekedésével várhatóan növekszenek majd az egészségügyre és a hosszú távú ellátásra fordított állami kiadások is. E potenciális hatások jelentős méreteket ölthetnek. Az Európai Bizottság Gazdaságpolitikai Bizottságának Népeségöregedési Munkacsoportja szerint 2050-re az euróövezet legtöbb országában a nyugdíjkiadások a GDP 3–6%-ával növekszenek majd. Az egészségi és hosszú távú ellátásra fordított kiadások további növekedése a GDP 2–4%-át teheti ki.

A népesség elöregedése valószínűleg változásokat okoz majd a pénzügyi piacok szerkezetében és a pénzügyi eszközök árainak meghatározásában is. A különböző nemzedékekhez tartozó háztartások jellegzetesen eltérő pénzügyi eszközmennyiséggel rendelkeznek, és más-más kockázatú befektetéseket választanak. Mivel egy gazdaságban a hosszú távú lakásigény többek között a háztartások számától függ, a demográfiai változások hatással lehetnek az ingatlanárakra is. Ezen kívül a nyugdíjreformok, különösen a magánfinanszírozás irányába tolódás, valószínűleg jelentős mértékben befolyásolják majd a pénzügyi piacokat, mivel az intézményi befektetők, például a nyugdíjalapok és a biztosítók szerepe megnövekszik. Mivel a pénzügyi árak hosszú idősorai csak korlátozottan állnak rendelkezésre, mérésük gondot okoz, a lakosságnak viszont általában csak elenyésző töredéke rendelkezik részvényekkel, a demográfiai változások pénzügyi piacokra gyakorolt hatásai csak korlátozott mértékben számszerűsíthetők. Az „életciklus-elméleten” alapuló modellek segítségével végzett szimulációk azonban általában arra a következtetésre jutnak, hogy a népesség öregedése a pénzügyi eszközök (mind a részvények, mind a kötvények) árainak csökkenéséhez vezet, a pillanatnyilag aktív népesség nyugdíjba vonulásakor pedig magasabb díjat kell fizetni a részvényekért.

Átfogó reformokra van szükség

Annak érdekében, hogy megbirkózzanak a demográfiai változások hatásaival, a kormányoknak átfogó reformokat kell végrehajtaniuk, amelyek a nyugdíj- és egészségügyi rendszerek konkrét problémáinak megoldására, az összesített államadósság csökkentésére és a gazdasági

növekedés hajtómotorját jelentő tényezők erősítésére irányulnak. Az Európai Unió kormányai egy háromágú stratégiában állapodtak meg. Ezt a stratégiát – amely három nagy célt tűz maga elé – első ízben a 2001. évi átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásban határozták meg, a foglalkoztatás növelését, az államadósság csökkentését és a nyugdíjrendszerek átalakítását, ennek keretében a finanszírozás irányába történő nagyobb mértékű eltolódást.

Az euróövezet országainak sürgősen növelniük kell valamennyi munkaképes korú csoport munkaerőpiaci részvételét és foglalkoztatását, de kiváltképpen azokét, akiknek a körében pillanatnyilag rendkívül alacsony a foglalkoztatottság, így például az 55 év felettiekét. A legelső fontos lépés azoknak a munkavállalástól elijesztő tényezőknek a leépítése, amelyek az adók és juttatások kölcsönhatásainak következtében és az előnyugdíjazási konstrukciók miatt jelenleg az euróövezet számos munkaerőpiacán tartják magukat. Az ilyen rendszerek leginkább a másodlagos (nem családfenntartó) keresőket, a rosszul fizetett és a legidősebb munkavállalókat, valamint a nőket tántorítják el a munkavállalástól. A női munkaerő-piaci részvétel növelésére irányuló politikának a munkaidő rugalmassá tételével, valamint a gyermek- és idősfelügyeleti szolgáltatások javításával meg kell könnyítenie a nők számára, hogy a családi életet és munkájukat összeegyeztessék. Ezenkívül egyes esetekben hasznos lehet a munkavégzés időskori folytatásának ösztönzése, például a munkavégzés fokozatos leépítésére irányuló politika, illetve az idős munkavállalók részmunkaidős és ideiglenes foglalkoztatásának növelése. Kellő mértékben kell ösztönözni azonban azokat a munkáltatókat is, akik idős munkavállalókat vesznek fel/tartanak meg. Sok országban lesz szükség az emberi tőkébe és a kutatás-fejlesztésre történő befektetés tartós folyamatára ahhoz, hogy ellensúlyozzák a népesség előregedésének a munka termelékenységére, illetve a teljes tényezőtermelékenységre kifejtett lehetséges hatásait.

Az államadósság csökkentésével javítható a fiskális folyamatok fenntarthatósága, ezzel pedig az állami pénzügyek kevésbé lesznek kitéve a demográfiai változások hatásainak. Az alacsonyabb adósságszint tartalék lehetőséget biztosít a kormányoknak az öregedéssel kapcsolatos költségvetési terhek felduzzadásának időszakában. Hasonlóképpen költségvetési forrásokat szabadít fel, ha alacsonyabb kamatokat kell fizetni az államadósságra, így a kormányoknak nagyobb mozgásterük marad arra, hogy megbirkózzanak előre nem látható nehézségekkel. E tekintetben a stabilitási és növekedési paktum rendelkezései, különösen az az előírás, amely szerint az állami pénzügyeknek egyenlegközeli állapotban kell lennie vagy többletet kell mutatnia, a helyes irányban ösztönzik a kormányokat az öregedéssel kapcsolatos költségvetési terhekre történő felkészülésben.

Az előrejelzések szerint a nyugdíjrendszerekre nehezedő nyomás mértéke arra utal, hogy a nyugdíjreformok terén két stratégiát kell követni. Egyrészt a fennálló felosztó-kirovó rendszerekben belül további korrekciót igényel a juttatások és járulékok szerkezete (parametrikus reformok). Ezek közé tartozik a juttatási képletek átdolgozása és a nyugdíjjuttatások indexálásához igazodás. Kiegészítésként a legtöbb ország kénytelen lesz a juttatások nagyobb hányadának finanszírozása és a finanszírozási konstrukciók diverzifikálása felé haladni (rendszerszintű reformok). A munkajövedelemből teljesített folyó transzferek helyett a nyugdíjakat a nyugdíjalapokon keresztül előzőleg felhalmozott tőkéből kell finanszírozni. Így az irányelveknek olyan infrastruktúra kialakítását kell támogatniuk, amely lehetővé teszi az ilyen alapok számára a nyugdíjcélú megtakarítások hatékony kihelyezését, a velük kapcsolatban felmerülő kockázatok kezelését, valamint a nyugdíjcélú megtakarítások nem spekulatív jellegének megőrzését.

Levonhatjuk azt a következtetést, miszerint a népesedési előrejelzések arra engednek következtetni, hogy az euróövezetben a demográfiai változás 2015 körül válik majd a legnyilvánvalóbbá, jóllehet az egyes országok eltérő ütemben haladnak ezen az úton, több országban már el is kezdett csökkenni a népesség. Bár számos ország kezdi javítani adó- és juttatási rendszerei ösztönzőinek összeegyeztethetőségét, valamint állami pénzügyeinek fenntarthatóságát, további mélyreható reformokra lesz szükség a közeljövőben. Azért van szükség az átfogó és ösztönzőkkel kompatibilis reformok időben történő bevezetésére, hogy felkészüljünk a demográfiai változásra.

számát tekintve a foglalkoztatás sokkal élénkebben reagált a konjunkturális folyamatokra. Ez arra utal, hogy az utóbbi recesszió és az azt követő fellendülés során a munkáltatók a foglalkoztatottak száma helyett valószínűleg inkább a munkaórák számát igazították a szükségletek változásaihoz.

Bár negyedévről negyedévre csökkenő mértékben, az (építőipar figyelmen kívül hagyásával számított) iparban 2004 folyamán tovább zsugorodott, a szolgáltató szektorban pedig folyamatosan nőtt a foglalkoztatottság. A munka termelékenysége 2004 során jelentősen javult (különösen az ipari szektorban) (lásd a 27. ábrát). A munka termelékenysége 2003 közepe óta töretlenül növekszik, ez pedig a gazdasági tevékenység és a foglalkoztatottság szoros konjunkturális folyamatait tükrözi.

Az euróövezetben a munkanélküliségi ráta 2004-ben 8,8% volt, így lényegében változatlan maradt (lásd a 28. ábrát). Nem jegyeztek fel lényeges változást a munkanélküliek korcsoportok és nemek szerinti megoszlásában sem. A munkanélküliek száma azonban a 2003. évi meredek csökkenést követően 2004 során összességében mintegy 50 000 fővel csökkent. A javulás jelei, még ha szerények is, összhangban állnak a munkaerőpiaci fordulatra utaló egyéb jelekkel. Ezek közé tartozik az állás kínálatok száma is, amely 2001-től kezdve folyamatosan csökkent, de 2004 második felétől növekszik.

Az euróövezet legtöbb országában az átlagos munkanélküliség 2003 és 2004 folyamán gyakorlatilag nem változott, bár egyes országok

nyilvántartott munkanélküliségi adatait bizonyos mértékig statisztikai változtatások is befolyásolták. Mindent összevetve 2004-ben csökkent az euróövezet országainak munkanélküliségi rátái közötti különbség.

2.5. FISKÁLIS FOLYAMATOK

NAGYJÁBÓL VÁLTOZATLAN KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG 2004-BEN

Az euróövezet költségvetési folyamatai 2004-ben nem alakultak kielégítően. Az Eurostattól származó legutóbbi adatok szerint, az euróövezet deficitje lényegében nem változott, a GDP 2,7%-át tette ki (lásd az 5. táblázatot). A 2004. évi költségvetési eredmény elsősorban a fiskális fegyelem kis mértékű lazítása miatt következett be, a konjunkturális ciklus hatása csekélyebb jelentőségű volt. Az euróövezet legtöbb országa nem érte el a 2003. év végi – 2004. év eleji frissített stabilitási programokban kitűzött célokat. Átlagosan a GDP 0,3 százalékpontjában tértek el a céloktól, főként azért, mert egyes komoly egyensúlyhiánnyal küszködő országok nem tudták teljesíteni a strukturális konszolidációra vonatkozó nagyratörő terveiket.

Számos ország deficitje elérte vagy meg is haladta a GDP 3%-ára beállított referenciaértéket, négy ország (Németország, Görögország, Franciaország és Hollandia) pedig túlzott deficit helyzetbe került. Három egymást követő évben a deficit jelentős eltéréssel haladta meg a GDP 3%-át Németországban és Franciaországban. Jelentős mértékű statisztikai revíziók után vált világossá, hogy az ESA 95 módszer-

5. táblázat Fiskális pozíciók az euróövezetben

(a GDP százalékában)

Államháztartás többlete (+) / hiánya (-)

	2001	2002	2003	2004
Euróövezet	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7
Belgium	0,4	0,1	0,4	0,1
Németország	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Görögország	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Spanyolország	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Franciaország	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Írország	0,9	-0,5	0,2	1,3
Olaszország	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luxemburg	6,2	2,3	0,5	-1,1
Hollandia	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Ausztria	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugália	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Finnország	5,2	4,3	2,5	2,1

Államháztartás bruttó adóssága

	2001	2002	2003	2004
Euróövezet	69,6	69,5	70,8	71,3
Belgium	108,0	105,4	100,0	95,6
Németország	59,4	60,9	64,2	66,0
Görögország	114,8	112,2	109,3	110,5
Spanyolország	57,8	55,0	51,4	48,9
Franciaország	57,0	59,0	63,9	65,6
Írország	35,8	32,6	32,0	29,9
Olaszország	110,7	108,0	106,3	105,8
Luxemburg	7,2	7,5	7,1	7,5
Hollandia	52,9	52,6	54,3	55,7
Ausztria	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugália	55,9	58,5	60,1	61,9
Finnország	43,8	42,5	45,3	45,1

Források: Eurostat és az EKB számításai.

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

tan szerint Görögország deficitje már 1997 óta a referenciaérték felett van, 2004. évi hiánya a GDP 6,1%-át teszi ki. Olaszország deficitje a GDP 3,0%-a volt, Portugáliáé a folyamatosan (bár csökkenő lendülettel) végrehajtott jelentős mértékű átmeneti gazdaságpolitikai intézkedések ellenére éppen csak a GDP 3%-a alatt maradt.

Ha az Európai Bizottság becslései alapján a ciklikus hatásokkal kiigazított elsődleges egyenleggel mérjük, az euróövezet egészére számított költségvetési eredmény enyhén expanzív költségvetési politikai irányt tükrözött. Gyakorlatilag változatlan kamatkidások mellett, elsősorban az elsődleges egyenleg romlása okozta ezt a jelenséget. A GDP növekedése a becslések szerint nagyjából a potenciális növe-

kedésnek megfelelő mértékben gyorsult, ezért a gazdasági környezetnek a becslések szerint átlagban alig volt hatása a költségvetés ciklikus elemének változására. Strukturális konszolidációt csupán néhány esetben hajtottak végre. A három leginkább eladósodott ország számára (Belgium, Görögország és Olaszország) továbbra is hasznot jelentettek a kamatkidási megtakarítások, amelyek kedvező hatással voltak a költségvetési pozíciók általános állapotára. Ez részben ellensúlyozta a szóban forgó országok elsődleges egyensúlyának romlását.

A költségvetési folyamatokból kitűnik, hogy az euróövezet átlagában az elsődleges kiadások megtakarításai nem voltak elegendőek az adócsökkentések és az átmeneti korrekciók fokozatos megszüntetésének finanszírozására.

A bevételeket csökkentette a közvetlen adók és társadalombiztosítási járulékok csökkentése, valamint az átmeneti intézkedések megszűnése következtében a tőkebevételek visszaesése. Ezeket részben ellensúlyozták a közvetlen adók emelkedései. A kiadási oldalon az átmeneti intézkedések megszűnése ellenére kimutatható bizonyos mértékű korlátozás (elsősorban a közösségi fogyasztáson és a társadalmi juttatá-

sokon keresztül). Bár ez irányváltást jelent az elmúlt évek kevésbé szigorú kiadási politikáiban, még nem volt elegendő a bevételek visszaesésének teljes ellensúlyozására.

Az euróövezet GDP-arányos adóssága már két egymást követő évben növekedett, és 2004-ben elérte a 71,3%-ot. Ez a romlás főként az alacsony (és csökkenő) elsődleges többletmutató-

8. keretes írás

AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ÁLTAL KIBOCSÁTOTT, HITELVISZONYT MEGTETTESÍTŐ ÉRTÉKPAPÍROK ALAKULÁSA AZ EURÓÖVEZETBEN

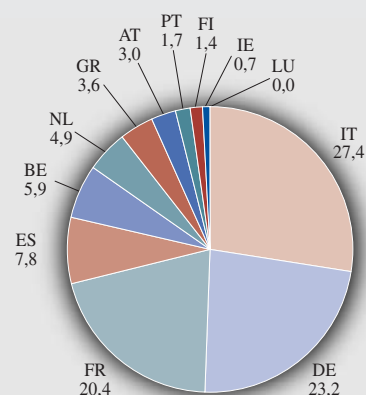
Az euróövezet egyre növekvő államháztartási hiányadatai mellett az elmúlt években az államháztartás adósságát megtestesítő értékpapírok állománya is növekedett. Ezt mind a GDP-hez viszonyított adósság növekedése, mind pedig az euróövezetben az államháztartás által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok magasabb éves növekedési üteme tükrözi: 2002. év végén 5,0%, 2003. év végén 5,5%, 2004. év végén pedig 5,4% volt (a 2001. év végi 3,3%-kal szemben).¹

Az államháztartás adósságát megtestesítő értékpapírok teljes összegét tekintve 2004. év végén az euróövezet e szegmensében a legfőbb szerepet Olaszország, Németország és Franciaország tőkepiacai játszották, a teljes piacból részesedésük hozzávetőleg 20-30% volt (lásd az A ábrát).

Az euróövezet államháztartási adósságát megtestesítő értékpapírállomány-szerkezetének kialakulásának három fő jellemzője van. Először is, a hitelviszonyt megtestesítő állampapírok kibocsátását túlnyomó többségében a központi kormányok végzik, 2004-ben a forgalomban lévő hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok 94,3%-át ők bocsátották ki, míg az államháztartás többi szereplője csak a maradék 5,7%-ot (lásd az alábbi táblázatot). Mindazonáltal az államháztartás egyéb szektorai aktív részt vállalnak benne, hiszen a központi kormányzat által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részaránya 1998 óta zsugorodik, az államháztartás egyéb szektorai által kibocsátott adósságpapírok aránya viszont kis híján megkétszereződött 1998 és 2004 között.

A ábra Az euróövezet állami hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-állománya kibocsátó országok szerint 2004-ben

(százalékban; időszak vége)

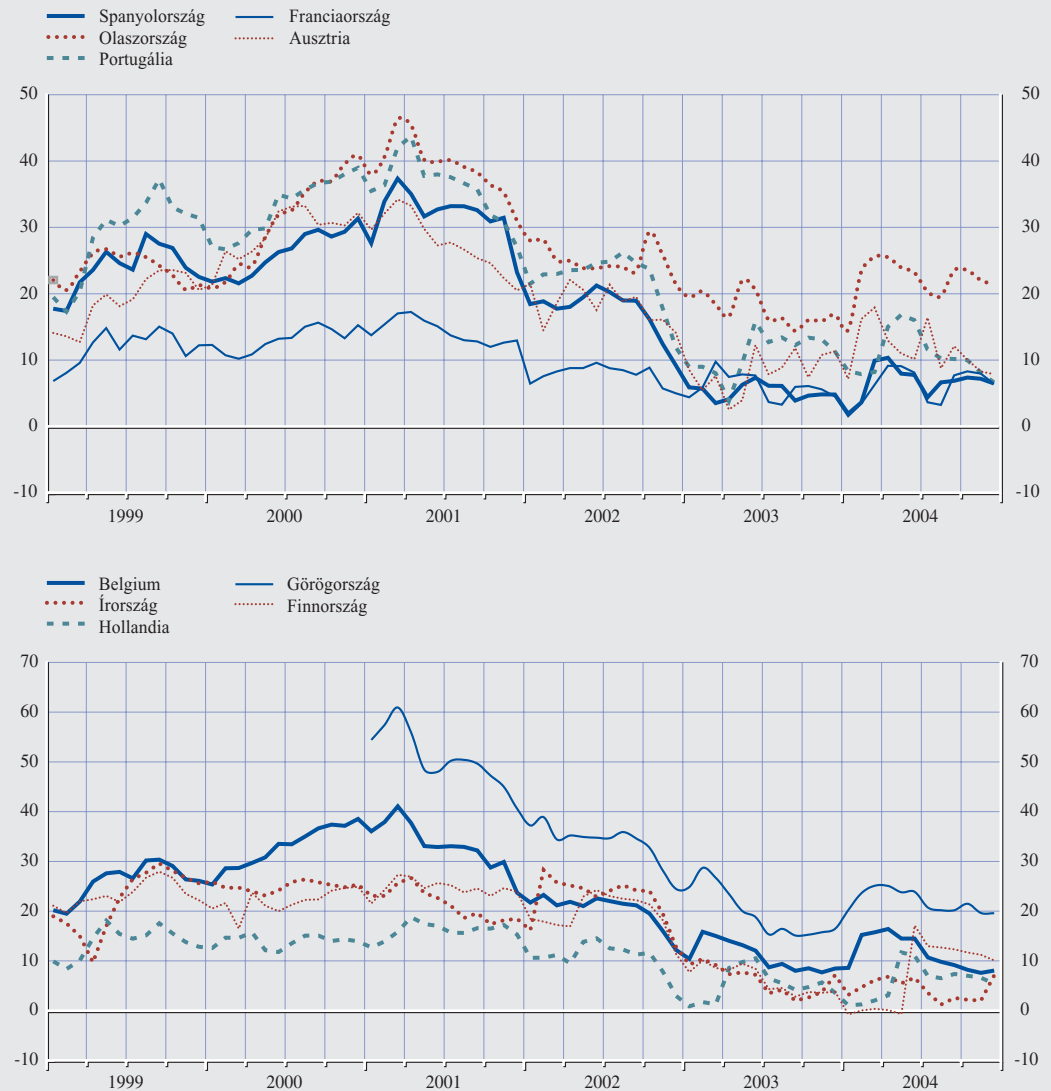


Forrás: EKB.

¹ A növekedési ütemek pénzügyi tranzakciókon alapszanak, átsorolási, átértékelési, árfolyam-változási és egyéb nem tranzakciókból adódó hatásokkal igazítottak. Ezt bővebben az EKB *Havi jelentésének* „Az euróövezet statisztikai adatai” című rész 4.3. és 4.4. pontjaihoz fűzött technikai megjegyzések fejtik ki.

B ábra Hosszú lejáratú államkötvényhozamok különbségei Németországhoz viszonyítva¹⁾

(bázispontok; havi adatok)



Források: BIS és az EKB számításai.

1) A hosszú lejáratú államkötvényhozamok tízéves vagy ahhoz legközelebbi kötvénylejáratra vonatkoznak.

Másodszor, lejárat szerinti bontásban a hitelviszonyt megtestesítő állampapírok közül 2004. év végén a hosszú lejáratúak a teljes értékpapír-állomány mintegy 91,6%-át tették ki. A táblázatból kitűnik, hogy a rövid lejáratú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részaránya 1998 és 2000 között visszaesett, de azután ismét emelkedésnek indult.

Harmadszor, a táblázat azt is jelzi, hogy a hosszú lejáratú hitelviszonyt megtestesítő állampapírok túlnyomó többsége fix kamatozású. Idővel a változó kamatozású kibocsátások viszonylagos jelentősége lényegesen visszaesett: 1998-ban még az összes kibocsátás 12,3%-át tették ki, 2004-ben már csak 7,6%-át. Ennek az a magyarázata, hogy az 1990-es évtized cége felé

Az euróövezeti 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
Központi kormányzat	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
Hosszú lejáratú értékpapírok	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
Rövid lejáratú értékpapírok	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Egyéb államháztartás	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
Hosszú lejáratú értékpapírok	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
Rövid lejáratú értékpapírok	0,1	0,2	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
fix kamatozású	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
változó kamatozású	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
Rövid lejáratú	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Államháztartás összesen, milliárd euróban	3 304,9	3 450,5	3 546,4	3 764,6	3 939,3	4 141,2	4 362,5

Forrás: EKB.

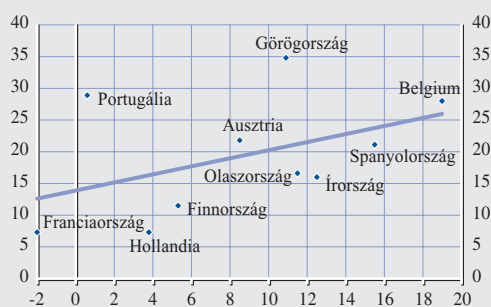
fokozatosan visszaesett az a fix lejáratú felár, amit egyes kormányok a rögzített kamatozású, hosszú lejáratú értékpapírokra stabil árkörülmények között fizettek. Olaszországban a változó kamatozású hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok aránya 20,7%, ez az egyetlen ország, amely jelentős mértékben meghaladja az euróövezet átlagát.

A kockázati felár csökkenése következtében az elmúlt években kedvezőbbek az adósságfinanszírozás költségei. Az euróövezet tízéves államkötvényeinek átlagos hozama például az 1994-98 között mért 7% átlagról az 1999-2004 közötti időszakban átlagosan 4,7%-ra esett vissza. Amint azonban a B ábra is mutatja, az euróövezet országainak államkötvény-hozamai eltérnek egymástól, ez pedig likviditási és hitelkockázati különbségeket tükrözhet.

Az euróövezetben a hosszú lejáratú német kötvények hozamai a legalacsonyabbak, elsősorban a német államkötvények viszonylag magas likviditása miatt. A német kormányának az euróövezet összes többi kormányával szemben bázispontokban mérve 2001. év elejéig kétszámjegyű finanszírozási előnye volt. Az euróövezet többi országainak tízéves kötvényhozamai és a hasonló lejáratú német kötvények hozamai közötti különbszet folyamatosan csökkent, legkisebb értékét 2003. év végén érte el. A hozamkülönbszetek legnagyobb mértékű csökkenését Belgiumban, Görögországban, Olaszországban, Portugáliában és Spanyolországban tapasztalták. E konvergencia hátterében többek között Németország költségvetésének alakulása állhat, hiszen 2001 és 2004

C ábra A relatív GDP-arányos adósság változásai Németországhoz viszonyítva ¹⁾ és a hozamkülönbszetek ²⁾ változásai 2001 és 2004 között

(x tengely: százalékpontok; y tengely: bázispontok)



Forrás: Eurostat és EKB.

1) x tengely: A Németországhoz viszonyított relatív GDP-arányos adósság csökkenése, azaz a Németország GDP-arányos adóssága és más euróövezeti országok GDP-arányos adóssága közötti különbség csökkenése 2001 és 2004 között.

2) y tengely: hozamkülönbszetek csökkenése a német tízéves államkötvényekhez képest 2001 januárja és 2004 decembere között.

Megjegyzés: Az ábrát a következőképpen kell értelmezni, Belgiumot felhasználva példaként. Belgiumban a GDP-arányos adósságráta 2001-ben 108%, 2004-ben pedig 95,8% volt, miközben Németországban 2001-ben 59,4%-ot, és 2004-ben 66%-ot tett ki. Ennek megfelelően Németország és Belgium GDP-arányos adósságainak különbsége – Belgium relatív GDP-arányos hiánya Németországhoz képest – 2001-ben 48,6%, míg 2004-ben 29,6% volt. Ez a különbség 2001 és 2004 között 19 százalékponttal csökkent – ami javulás Németországgal szemben a relatív GDP-arányos adósságban –, ahogy az az x tengelyen látható. Ugyanezen időszakban a belga és a német államkötvényhozamok különbszete 28 bázisponttal csökkent (y tengely). Az egyenes folyamatos vonal képviseli a kiigazított regressziós vonalat.

között a GDP-hez viszonyított adósság aránya Franciaországot kivéve az euróövezet összes többi országához képest romlott.

A rendelkezésre álló adatok arra engednek következtetni, hogy azokban az országokban, ahol 2001 és 2004 között javult az adósság-GDP mutató Németországhoz képest, ott csökkent a hosszú távú hozamok közötti különbség is a német államkötvényekkel szemben, amint azt a C ábrán bemutatott pozitív összefüggés is érzékelteti. Bár főként a kötvények likviditásával összefüggő egyéb tényezők is szerepet játszhatnak ebben, mégis ez tekinthető az első számú jelnek arra nézve, hogy a befektetők bizonyos mértékig figyelembe veszik az euróövezet kormányainak költségvetési pozícióit, amikor kötvényeiket beárazzák.

Mindent összevéve megállapítható, hogy az állami finanszírozás szerkezetében az utóbbi időben tapasztalható tendenciák egy olyan fontos makrogazdasági előnyre utalnak, amely az elmúlt évtized során a stabilitásközpontú politikák irányába tolódással kapcsolatban merült fel. A közvélemény számára legnyilvánvalóbb előny az, hogy a kormány költségvetéséből lényegesen kisebb részt fordítanak kamatfizetésekre.

ból, az államadósság implikált átlagos kamatlábától elmaradó gazdasági növekedésből, valamint a hiány és az adósság alakulása közötti (hiány-adósság levezetés néven ismert) bizonyos esetekben óriási eltérésekből adódik. A GDP 60%-át meghaladó hiánnyal küszködő hét ország közül egyedül Belgium esetében látható az adósság arányának jelentős mértékű csökkenése, amellyel a GDP 100%-a alá süllyedt az adósság, a költségvetési eredmények megközelítették az egyensúlyi helyzetet. Görögország és Olaszország továbbra is a GDP 100%-a feletti adósságot mutatnak, 2001 óta alig változott ez az arány. Németország, Franciaország, Ausztria és Portugália a GDP-t szerény mértékben meghaladó adósságot jeleztek, Ausztria kivételével ezek közül valamennyi országban növekedett az adósságállomány 2003-hoz képest. A költségvetési egyenlegek további romlása és a GDP-arányos adósság növekedése megjelenik a hitelviszonyt megtestesítő állampapírok állományának mennyiségében is (lásd a 8. keretes írást).

2005. ÉVI FISKÁLIS TERVEK

A stabilitási programok legutóbbi frissítései arra utalnak, hogy bizonyos mértékű haladás ellenére túlságosan kevés teendőt tartalmaznak a tervek a költségvetési hiány problémájának kezelésére és még mindig nincsenek ütemtervek

az átfogó strukturális reformok végrehajtására. Az euróövezet egészének átlagos hiánya 2005-ben várhatóan a GDP kb. fél százalékaival csökken. A kamatkidadások csekély mértékű csökkenésének, valamint az elsődleges egyenleg szerény javulásának is erősítenie kell ezt a folyamatot. A gazdasági növekedés várhatóan a potenciális érték közelében alakul. Az előrejelzések szerint azonban az euróövezet országainak mintegy fele, így Németország, Görögország, Franciaország, Olaszország, Hollandia és Portugália továbbra is a GDP 3%-ához közeli vagy azt meghaladó hiányt fog elkönyvelni. Az előrejelzések szerint csak néhány ország lesz egyensúly körüli állapotban vagy mutat majd többletet. A GDP-arányos adósság várhatóan a GDP kb. fél százalékaival csökken.

A KORÁBBI KÖTELEZETTSÉGVÁLLALÁSOKNAK MEGFELELŐEN KONSZOLIDÁCIÓRA VAN SZÜKSÉG

Az állami pénzügyek területének három nagy kihívással kell megbirkóznia az euróövezetben. Egyrészt megfelelő mértékű költségvetési konszolidációra van szükség: a makrogazdasági stabilitás nagymértékben függ az állami pénzügyek fenntarthatóságától, vagyis attól, hogy a kormány képes-e teljesíteni vállalt kötelezettségeit (lásd a 9. keretes írást). Az Európai Unió költségvetési előírásainak betartása és a sza-

KÖLTSÉGVETÉSI POLITIKA ÉS MAKROGAZDASÁGI STABILITÁS

Ebben a keretes írásban a költségvetésnek a makrogazdasági stabilitásra és az árak alakulására gyakorolt főbb hatásait tárgyaljuk, illetve azt, hogyan jelennek meg az uniós költségvetési keretek között ezek a hatások.

A költségvetési politika diszkrecionális intézkedéseken és önműködő stabilizátorokon keresztül fejtheti ki hatását a rövid távú makrogazdasági környezetre. A diszkrecionális intézkedések, pl. a kormányzati bevételek vagy kiadások aktív megváltoztatása, befolyásolhatják a gazdasági növekedést és az árakat az aggregált keresletre és aggregált kínálatra gyakorolt hatásokon keresztül. Az elmúlt néhány évtized tapasztalatai azonban azt mutatják, hogy a gazdaság megszilárdítására irányuló diszkrecionális költségvetési finomhangolások gyakran prociklikusaknak bizonyultak. Ezenkívül a finomhangolási intézkedések aszimmetrikus alkalmazása (főként a gazdasági visszaesés időszakaiban, de sokkal kisebb mértékben fellendülés idején is) idővel magasabb költségvetési deficithez vezetett. Az önműködő stabilizátorok szabad működtetése viszont az adóknak és munkanélküli segélyeknek a lakosság rendelkezésére álló jövedelmekre kifejtett stabilizáló hatása révén elősegítheti a gazdasági ingadozások kiegyenlítését. Önműködő jellegüknel fogva jól időzíthetők és kiszámíthatóbbak, szimmetrikus működésük nem befolyásolja az államadósság szintjét a konjunktúraciklus folyamán.

A közép távú költségvetési hatások szempontjából a költségvetési politikának rendkívül fontos szerepe van az állami pénzügyek és a potenciális gazdasági növekedés fenntarthatóságában. A költségvetés fenntarthatósága a kormány vállalt kötelezettségeinek teljesítési képességeként határozható meg. Szintjét a GDP arányában megállapított államadósság jelzi, bár egyéb elemeket is figyelembe kell venni hozzá, például az állam függő és implicit kötelezettségeit. A közpénzügyek fenntarthatósága előnyösen befolyásolja a makrogazdasági környezetet, mivel a fogyasztók és a háztartások nem számítanak olyan nagyobb adóemelkedésekre, illetve nehézségekre, amilyenekkel a kormányoknak adósságszolgálatuk teljesítése során kell megbirkózniuk. A gazdasági bizalom tehát növekszik, könnyebbek a hosszú távú (pl. a magánberuházási) döntések, és kedvezőbbekké válnak a pénzügyi feltételek. A potenciális gazdasági növekedés szempontjából az állami pénzügyek „minőségét” javító költségvetési intézkedések jótékony hatással lehetnek a gazdasági növekedés árstabilitással összeegyeztethető ütemére. A fizikai és humántőkére fordított állami kiadások például javíthatják a termelési tényezők minőségét. Ezenkívül az adókulcsok befolyásolják a munkavégzést, a megtakarításokat, a befektetéseket és az innováció ösztönzőit. A gyorsabb növekedés viszont elősegíti a fenntarthatóságot, hiszen a fennálló adósság törlesztésére nagyobb gazdasági bázis áll rendelkezésre.

Általában ajánlatosabb szabályszerű költségvetési politikát kialakítani, mint eseti intézkedéseket alkalmazni. A szabályok nem engedik, hogy a rövid távú nyereség kerüljön előtérbe, a hosszú távú költségeket pedig figyelmen kívül hagyják. A szabályozott politika keretei között ezenkívül a várakozások is pontosabban meghatározhatók, így a gazdaság szereplői iránymutatást kapnak arra vonatkozóan, hogy sokkok esetén a jövőben milyen költségvetési politika lép életbe, ezzel pedig megkönnyíthető a magánszektorban a hosszabb távú tervezés. Persze, a szabályokat be is kell tartani ahhoz, hogy ezeket az előnyöket élvezhessük. A szabályok betartásának előnyei még nagyobbak egy olyan monetáris unióban, mint a GMU, ahol a költségvetési ösztönzők torzulásai felerősödhetnek. Nagyobb deficittorzulás keletkezik például azért,

mert az egységes valuta és integráltabb pénzügyi piacok miatt napjainkban egy ország magasabb adósságszintjének kisebb a hatása a kamatra, mint korábban. Egy monetáris unióban a költségvetési szabályoknak közvetlenül alkalmazhatóknak kell lenniük, hiszen minden egyes tagállamra egyformán vonatkozniuk kell ahhoz, hogy egyenlő bánásmódot biztosítsanak. Az átlátható költségvetési rend tudatosabbá teszi a pénzügyi piacokat és a közvéleményt is, s ezzel elősegítheti a szabályok betartását.

Középtávon a GMU-ban elfogadott, szabályokra épülő politika mind a rövid távú stabilizáció, mind a hosszú távú fenntarthatóság szempontjaira tekintettel van. A költségvetési deficit és az államadósság referenciaértékei a felelősségteljes költségvetési magatartás elősegítésének eszközei. Az egyensúlyi helyzethez közeli vagy többletet mutató középtávú költségvetési pozíció az önműködő stabilizátorok szabad működésén keresztül hozzásegíti a gazdaságot a rövid távú stabilizációhoz, eközben megelőzi a túlzott hiány jövőbeli kialakulását és az alacsonyabb államadóssági mutatókkal javítja a közpénzügyek fenntarthatóságát.

Az árstabilitás fenntartásának elsődleges feladatával megbízott központi bank szempontjából a költségvetési politika elemzésének központi kérdése az, milyen hatással van a költségvetési politika az inflációra és a makrogazdasági stabilitásra, hiszen annak a környezetnek a részét képezi, amelyben a monetáris politikának is működnie kell. A józan költségvetési politika segítheti a monetáris politikát is, mert stabil rövid és hosszú távú gazdasági feltételekkel jellemezhető környezet teremthető vele.

bályok szigorú alkalmazása azért alapvető fontosságú, mert hozzájárul az állami pénzügyek fenntarthatóságához a Gazdasági és Monetáris Unió határain belül. Ha hitelt érdemlően betartják, a GDP 3%-ában megszabott hiányhatárhoz képest különösen jól jelezhető előre a költségvetési fegyelem és az adósság jövőbeli alakulása. Ezért tehát a költségvetés szilárdságának fontos jele a pénzügyi piacok és a nyilvánosság számára.

Az, hogy az euróövezet átlagos hiánya megközelíti a 3%-os referenciaértéket, és néhány ország államháztartási hiánya ehhez az értékhez közeli vagy afölött alakult, felhívja a figyelmet arra, hogy a közpénzügyek helyzetét sürgősen meg kell szilárdítani. A javuló gazdasági feltételek kiváló alkalmat teremtenek a fiskális konszolidáció folyamatának felgyorsítására. A vártnál nagyobb adóbevételek formájában jelentkező növekedési osztalékból juttatni kell a költségvetés egyensúlyhiányainak mérséklésére. A túlzott deficitet jegyző országoknak ezt a helyzetet a lehető leghamarabb fel kell számolniuk, és kötelezettségeiket teljesíteniük kell.

A túlzott hiány újbóli kialakulását pedig el kell kerülni. Az euróövezet olyan országai számára, amelyeknek költségvetése nem közelíti meg az egyensúlyi helyzetet és nem mutat többletet, de még nem halmoztak fel túlzott mértékű hiányt, ajánlatos az Eurogroup 2002. októberi megállapodásának megfelelően megszilárdítani költségvetési helyzetüket, vagyis évente a GDP legalább 0,5 százalékpontjával lefaragni a hiánymutatót.

A STUKTURÁLIS REFORMOK TOVÁBBRA IS LÉTFONTOSÁGÚAK

Az euróövezet állampénzügyeivel kapcsolatban megoldandó második feladat a fiskális konszolidáció terveinek a növekedést, versenyképességet és foglalkoztatást előtérbe helyező strukturális reformtervekbe építése. Ez elősegítené a költségvetési folyamatok sokkal inkább fenntartható alapokra helyezését, különösen a népesség előregedésével kapcsolatos, egyre fokozódó terhek fényében. E tekintetben alapvetően fontos a kiadások átalakítása, bár a bevételi oldalon is adódhat némi lehetőség arra, hogy nagyobb hatékonysággal nyereségre

tegyünk szert. A kiadások reformjával lehetővé válik a fiskális konszolidáció, megnyílik az út további adócsökkenések előtt, az adó- és járulékrendszerek pedig jobban összeférnek a gazdasági növekedéssel. Adott kiadási költségvetések keretein belül elsőbbséget kell biztosítani a termelési infrastruktúrába és az emberi tőkébe történő befektetéseknek.

A KÖLTSÉGVETÉSI VÁZRENDSZER HITELESSÉGÉT A MEGBÍZHATÓ STATISZTIKÁK ALAPOZZÁK MEG

Harmadrészt az EU költségvetési vázrendszerének hitelessége szempontjából előfeltétel, hogy az állampénzügyek statisztikai egységei egészen alkossanak. A múltbeli deficitadatok nagyszabású felülvizsgálatai – amint azt például Görögország esetében 2004-ben láttuk – egyértelműen romboló hatásúak a közbizalomra és az egész keretrendszer hitelességére nézve. Lehetetlennek teszik az egyensúlyhiányok és a korrekciós szükségletek pontos és időben történő felismerését, ami pedig súlyos késedelmeket okozhat a politikai irányvonalnak megfelelő intézkedések végrehajtásában. Ha növekszik a fiskális ellenőrzés bizonytalansága, csökken a többoldalú felügyeleti eljárások értéke, s ezzel gyengül a hasonlósági készlet hatékonysága. Ezért létfontosságú, hogy intézkedés történjen annak biztosítására, hogy az állampénzügyi statisztikák összeállítása megbízhatóan és időben történjen. Valamennyi tagállamnak tiszteletben kell tartania az európai számviteli szabályokat, amikor kiadásairól és bevételeiről jelentést tesz. Amint az ECOFIN Tanács 2004. június 2-án megállapította, a költségvetési statisztikák nem tehetők ki politikai és választási ciklusok szélére.

2.6. AZ ÁRFOLYAM ÉS A FIZETÉSI MÉRLEG ALAKULÁSA

AZ USA-DOLLÁR ÁLTALÁNOS GYENGÜLÉSÉVEL EGYÜTT AZ EURÓ TOVÁBB ERŐSÖDÖTT

A devizapiacokon a főbb kétoldalú euró-árfolyamok 2004 első kilenc hónapjában mérsékelt ingadozást mutattak, különösen az euró előző két évben tapasztalt viszonylag markáns felértékelődéséhez képest. Ezt követően az euró – különösen az USA-dollárral szemben – jelentős

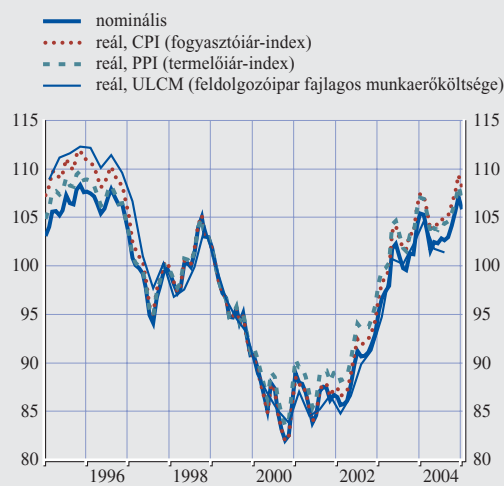


mértékben felértékelődött. 2004 végén az euró effektív árfolyama szerény mértékben meghaladta az év eleji szintet, ami az USA-dollárral, az USA-dollárhoz rögzített ázsiai valutákkal és – kisebb mértékben – a japán jennel szembeni szignifikáns felértékelődését tükrözte. Ezt részben ellensúlyozta az eurónak az euróövezet kisebb kereskedelmi partnereinek valutáival (például a svájci frankkal, a norvég koronával és a koreai vonnal) szembeni, valamint több új uniós tagállam valutáival szembeni leértékelődése.

Miután felértékelődése 2004 januárjában és februárjában tetőzött, az euró veszített korábbi erejéből, miközben javultak a világgazdasági kilátások, és eltolódott a piac árfolyamot befolyásoló fundamentális hatásokról alkotott értékítélete. Ebben az időszakban egyre több jel mutatott arra, hogy az Egyesült Államokban és Japánban felgyorsul a gazdasági élénkülés, az euróövezetben azonban továbbra is sokkal visszafogottabbak maradtak a kilátások. Ez a piac figyelmét az Egyesült Államok óriási, csökkenni nem akaró folyó fizetésimérleg-hiányáról az ott várható magasabb megtérülés felé fordította, ezzel segítette az amerikai valutát. 2004. május és október közepe között az euró szerény mértékben növekedett, az euróövezet gazdasági kilátásai pedig fokozatosan javultak, és megjelentek annak az első apró jelei

29. ábra Az euró nominális és reálieffektív árfolyamai ¹⁾

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



Forrás: EKB.

1) Az EER-23 indexek felfelé történő elmozdulása az euró felértékelődését jelenti. A legutolsó havi adatok 2004 decemberére vonatkoznak. Az ULCM-alapú reál EER esetén – amely részben becslésekre támaszkodik – a legutolsó adatgyűjtés ideje 2004 harmadik negyedéve.

is, hogy a gazdasági növekedés az exportszektorról átterjed a belföldi keresletre is. Ugyanakkor a világgazdaság növekedési kilátásai miatti piaci aggodalmak, amelyeket elsősorban a geopolitikai bizonytalanság és a magasan szárnyaló olajárak tápláltak, ismét lefelé nyomták az USA-dollárt és a japán jent. Az FOMC kamatemelési döntéseit a pénzügyi piacok már beépítették áraikba, ezért azok nem érintették az árfolyam alakulását. Október közepétől kezdve azonban az euró erőteljesen felértékelődött az USA-dollárral és több ázsiai valutával szemben, mivel az utóbbiak hivatalosan vagy nem hivatalosan a dollárhoz rögzítettek. Mindez az USA-dollár általános gyengülése közepette zajlott 2004 negyedik negyedévében, amikor a dollár árfolyama az euróval, az angol fonttal és a japán jennel szemben sokéves mélypontra zuhant.

2004. év végén az euró – az euróövezet 23 legfontosabb kereskedelmi partnerének valutáival szembeni – nominálieffektív árfolyama 2,3%-kal haladta meg az év elején mért szintet. A 2004 folyamán tapasztalt általános felértékelődés az

euró és az effektív árfolyamindexébe tartozó több partnervaluta egymást ellensúlyozó mozgásainak eredménye. Konkrétan az euró jelentősen felértékelődött az USA-dollárral, a kínai jüannal (hivatalos neve: renminbi) és a hongkongi dollárral szemben, lévén az utóbbi kettő az USA-dollárhoz rögzített. 2004. december 31-én egy euró 1,36 USA-dollár volt, hozzávetőleg 8,2%-kal erősebb, mint az év elején. Ugyanebben az időszakban az euró a japán jennel szemben is erősödött (3,7%-kal), az év végén már 139,7 jent ért, amely már a japán jennek az USA-dollárral szembeni több, mint 4% felértékelődését is tartalmazza. Az angol fonttal szemben az euró árfolyama 2004. január 2-i szintjéhez képest nem változott az év végéig, amikor 0,71 angol fontot adtak egy euróért.

Ugyanezen idő alatt az euró szerény mértékben veszített értékéből a svájci frankkal és a norvég koronával szemben, valamint jelentősebb mértékben értékelődött le a koreai vonnal (6,3%) és az Európai Unió több új tagállamának valutáival, ezek között a cseh koronával, a magyar forinttal, a lengyel zlotyval és a szlovák koronával szemben (lásd a 3. fejezetben). A ciprusi font is mutatott csekély erősödést, míg a lett lat, amely részben az USA-dollárhoz volt rögzítve, leértékelődött az euróval szemben. 2005. január 1-jétől azonban a lett latot az euróhoz kötik, azt követően euróárfolyama a rögzített árfolyamhoz közeli 0,702804. A máltai líra 2004-ben viszonylag stabil maradt az euró viszonylatában, mivel az eurónak a rögzített árfolyam valutakosarában domináns súlya van.

Az ERM-II árfolyam-mechanizmusban részt vevő dán korona középárfolyamához közel alakult, míg az ERM-II rendszerbe 2004. június 28-án belépett valuták (az észt korona, a litván litas és a szlovén tolar) nagyon szűk sávban ingadoztak vagy euró középárfolyamukhoz képest nem változott értékük.

2005. első két hónapjában az euró a legtöbb valutával szemben, de különösen az USA-dollárral szemben gyengült. Az euróárfolyamokat ebben az időszakban az Egyesült Államok erőteljes gazdasági fellendülésének

jelei tartották befolyásuk alatt, eközben az USA folyó fizetési mérlegének deficitje feletti piaci aggodalmak valamelyest enyhültek. 2005. február 24-én az euró nomináleffektív árfolyama 1,4%-kal maradt el év eleji értékétől. A leértékelődés az USA-dollárral, a kínai jüannal, és kisebb mértékben az angol fonttal szembeni gyengülésében nyilvánult meg, ezek közül mindegyik viszonylag jelentős súllyal esik a latba az euró kereskedelmi súlyozású árfolyam-indexében.

Az euró – költség- és árindexeken alapuló – reáleffektív árfolyama a nomináleffektív árfolyam növekedésével összhangban szintén tovább emelkedett 2004 folyamán (lásd a 29. ábrát). 2004 negyedik negyedévében az euró reáleffektív árfolyammutatói jócskán meghaladták 1999. első negyedévi értéküket, a fogyasztói és termelői árak alakulása alapján számított értékek is meglehetősen közel kerültek az elmúlt tíz év csúcserkébehez.

A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG TÖBBLETE KIS MÉRTÉKBEN NÖVEKEDETT 2004-BEN

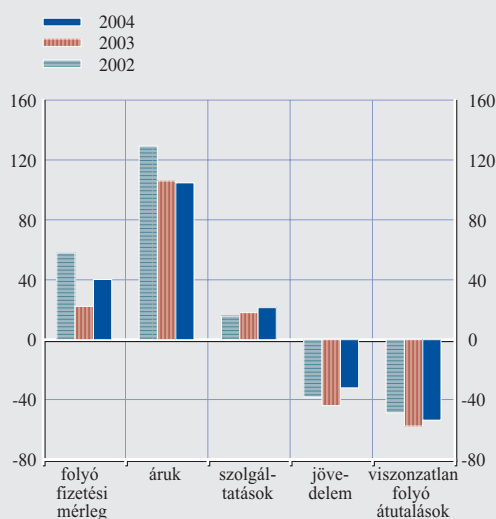
Az euróövezet folyó fizetési mérlegének többlete a 2003. évi 22,2 milliárd euróról (a GDP 0,3%-a) 2004 folyamán 40,2 milliárd euróra (azaz a GDP 0,5%-ára) növekedett. Ez a növekedés javarészt a jövedelemdeficit és a viszonzatlan folyó átutalások hiányának csökkenéséből, illetve a szolgáltatások többletének csekély mértékű növekedéséből tevődött össze (lásd a 30. ábrát). Az áruegyenleg többlete lényegében nem változott, mivel a kivitel és a behozatal értéke nagyjából azonos mértékben növekedett.

2004 folyamán azonban az áruegyenleg szezonálisan kiigazított 12 havi többlete két jelentős változáson ment keresztül. Az év első felében az élénk exporttevékenységnek köszönhetően növekedett (a 2003. decemberben mért 106 milliárd euróról 2004 júniusára több mint 125 milliárd euróra), majd ezt követően a 2004 második és harmadik negyedévében regisztrált erőteljes importtevékenység és a kivitel második félévi lassulásának eredményeképpen csaknem a 2003. évi végi szintre esett vissza. A jövedelemdeficit csökkenése elsősorban annak volt köszönhető, hogy a jövedelmekkel kapcsolatos kiadásoknál sokkal gyorsabban növekedtek a bevételek. A jövedelmekkel kapcsolatos bevételek legnagyobb részben a beruházások megtérülésének kedvező alakulása miatt növekedtek, ami a világgazdaság erőteljes növekedését tükrözte és bőségesen ellensúlyozta az erős euró negatív hatásait (hiszen az euró felértékelődése következtében csökkennek a külföldi valutákban kapott hitelek).

Jobban megértjük az áruk kivitelének és behozatalának folyamatait, ha az Eurostat külkereskedelmi statisztikája alapján árak és mennyiségek szerint csoportosítjuk (a rendelkezésre álló statisztika a 2004 októberéig terjedő időszakra vonatkozik). Ilyen csoportosításban kiderül, hogy az exportértékeknek az év első felében megfigyelt erőteljes emelkedése elsősorban a kivitel mennyiségének markáns növekedéséből adódott, az exportárak eközben mérsékeltek maradtak. Úgy tűnik tehát, hogy

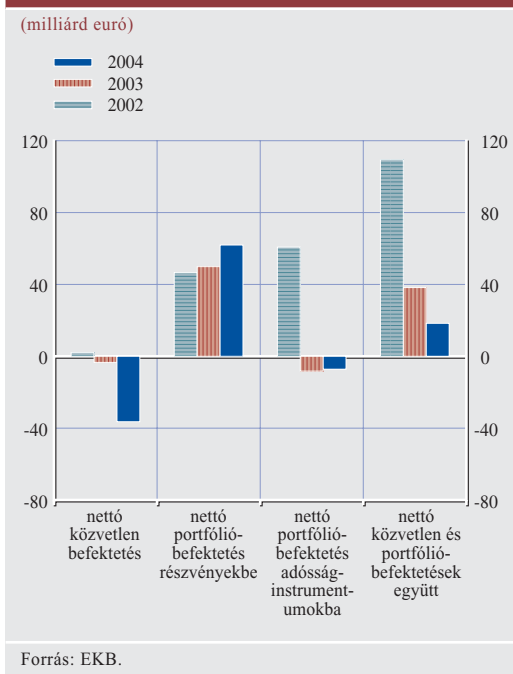
30. ábra A folyó fizetési mérleg és összetevői

(milliárd euró; szezonálisan kiigazított adatok)



Forrás: EKB.

31. ábra A pénzügyi mérleg és összetevői



2004 első félévében az euró felértékelődésének az euróövezet exportmennyiségeire gyakorolt negatív hatását a dinamikusan növekvő külföldi kereslet bőségesen ellensúlyozta. A kivitel irányát tekintve ebben az időszakban különösen az Ázsiába és az Európai Unió új tagállamaiba irányuló export bővült gyors iramban. Bár a magasabb olajárak miatt növekvő költségek kis mértékben emelték az exportárakat, a haszonrések csökkentése ezt részben ellensúlyozta, az exportőrök így igyekeztek az euró felértékelődése folytán az árak területén veszített versenyképességüket legalább részben visszaszerezni. Az euróövezeten kívülre irányuló export második félévi lassulása a jelek szerint elsősorban annak köszönhető, hogy kevesebb árut exportáltak Ázsiába és az új uniós tagállamokba, bár az Egyesült Államokba irányuló kivitel is jelentősen csökkent. A 2004 második és harmadik negyedében behozott áruk értékének növekedése mind az árak, mind a mennyiség növekedését tükrözi. Az importárak legnagyobb részben a magasabb olajárak miatt emelkedtek. Az importált mennyiség növe-

kedése mögött részben az euróövezet keresletének, különösen a kiadási oldal magas importigényű kategóriáinak élénkülése áll.

A KÖZVETLEN TŐKEBEFEKTETÉSEK ÉS A PORTFÓLIÓBEFEKTETÉSEK EREDMÉNYEKÉNT ADÓDÓ NETTÓ BEÁRAMLÁSOK 2004-BEN

A pénzügyi mérlegben a közvetlen tőkebefektetések és a portfólióbefektetések eredményeképpen a 2003. évi 38,3 milliárd euróval szemben 2004-ben a nettó beáramlás 18,3 milliárd euró volt. Az euróövezetbe áramló tőke nettó értéke főleg azért volt alacsonyabb, mert növekedett a nettó működőtőke-kiáramlás (lásd a 31. ábrát).

A közvetlen tőkebefektetések alakulása elsősorban az euróövezetbe áramló külföldi tőkebefektetések fokozatos csökkenésének volt köszönhető, elsősorban azért, mert a nem rezidensek mindössze harmadannyi közvetlen tőkét fektettek az euróövezeti részvénytőkébe, mint egy évvel korábban. A visszaesés mértéke meghaladta az euróövezet rezidensei által külföldön részvénytőke formájában befektetett közvetlen tőke visszaesését, s részben azt is tükrözi, hogy 2004-ben jobbak voltak a világgazdaság kilátásai mint az euróövezeté.

A portfólióbefektetésekből származó nettó beáramlások emelkedése elsősorban az euróövezet tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírjaiból nem rezidensek által bonyolított nettó vásárlások növekedéséből adódott. A piaci felmérések szerint megújult a külföldi befektetők érdeklődése az euróövezet részvényei és egyéb tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírjai iránt. Az euróövezet részvényeinek más területek részvényeihez viszonyítva vonzóknak tekintett árai és az euró 2004. évi felértékelődése is hozzájárult ehhez a folyamathoz.

A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok tekintetében a nemzetközi áramlások nagyságrendileg hasonlóak voltak 2004-ben és 2003-ban: mind az eszköz-, mind a forrásoldalon hozzávetőleg 200 milliárd eurót tettek ki. Forrásoldalon az euróövezet rövid lejáratú kamatainak alacsony szintje nem ösztönözte a külföldi

befektetőket arra, hogy az euróövezet pénzügyi eszközeibe fektessenek, ezért a nem rezidensek 2004-ben szinte kizárólag az euróövezet kötvényeibe és kincstárjegyeibe fektettek be. Eszközoldalon az euróövezet befektetői hitelviszonyt megtestesítő papírokba fektetett nemzetközi portfóliójuk mintegy 75%-át helyezték el kötvényekbe és kincstárjegyekbe, 25%-át pedig pénzügyi eszközökbe. 2004-ben az euróövezet rezidensei kisebb hangsúlyt fektettek a nemzetközi kötvényekre és kincstárjegyekre, mint 2003-ban. Elképzelhető, hogy azért alakult így a kihelyezés, mert az Egyesült Államokban várt magasabb hosszú lejáratú kamatok miatt a befektetők tőkevesztésekre számítottak. Az euróövezetből az Egyesült Államokba áramló, adósságinstrumentumokba fektetett eszközök a 2003. évi 75 milliárd euróról 2004 első három negyedévében 29 milliárd euróra csökkentek.

2004 első három negyedévében az euróövezet kumulált pénz- és tőkeáramlási kimutatásai az Egyesült Államok és Svájc kivételével a legtöbb partnerországgal szemben nettó tőkekiáramlást mutattak. Az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok részesedett az euróövezettől a legtöbb

közvetlen tőkebefektetésben, de ők voltak az euróövezetbe legtöbbet befektető partnerek is.

A portfólióbefektetések földrajzi megoszlása azt mutatja, hogy az euróövezet külföldi portfólióbefektetései 2004 első három negyedévében elsősorban az Egyesült Királyságba és az Egyesült Államokba irányultak, ez a két ország az ilyen jellegű befektetések hagyományos célpontja. Az euróövezet befektetői japán részvényeket is nagy mennyiségben vásároltak nettó értéken. Úgy tűnik, a japán gazdasági kilátások javulása különösen 2004. év elején jelentős mértékben befolyásolta az euróövezet befektetőinek portfólióbefektetési döntéseit.



3. GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK AZ EURÓPAI UNIÓ EURÓÖVEZETEN KÍVÜLI TAGÁLLAMAIBAN

GAZDASÁGI TEVÉKENYSÉG

Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok reál-GDP-növekedése 2004-ben viszonylag erős volt, általában meghaladta az euróövezet átlagát (lásd a 6. táblázatot). A kibocsátás leginkább a balti államokban és Lengyelországban növekedett, vagyis azokban az országokban, ahol az EU-ban a legalacsonyabb az egy főre jutó GDP. A másik végletet Dánia és Málta képviseli, ahol a kibocsátás növekedése a legalacsonyabb volt, bár a reál-GDP-növekedés ezekben az országokban is kezdett helyreállni a 2003-as évet jellemző gyenge ráták után.

2004-ben sok euróövezeten kívüli EU-tagállamban a belföldi kereslet volt a reál-GDP-növekedés legfőbb előmozdítója. Különösen a bruttó állóeszköz-felhalmozás járult hozzá a kibocsátás növekedéséhez. Sok új tagországban, valamint Dániában és Svédországban az ipar növekvő bizalma, a tőkekihasználtság magas foka és a javuló keresleti kilátások hozzájárultak a beruházások fellendüléséhez. Számos új tagállamban, és különösen a balti államokban a belföldi kereslet ereje tükrözte a magánfogyasztás jelentős növekedését is, amit támogatott a rendelkezésre álló jövedelmeknek az erőteljes

béremelésekhez és a munkaerőpiac javulásához kötődő emelkedése. Az Egyesült Királyságban a magánfogyasztás növekedését a munkaerőpiac jelentős teljesítménye és a lakásvagyon gyarapodása tartotta fenn. Számos euróövezeten kívüli EU-tagállamban, de különösen a balti államokban és Magyarországon, a háztartások kiadásait támogatta a magánszektorban nyújtott hitelek erős, és néhány esetben fokozódó növekedése. Ezenkívül, a legtöbb új tagállamban az adózás és a szabályozott árak EU-csatlakozáshoz kötődő változásaival kapcsolatos áremelkedési várakozások ugyancsak ösztönözték a fogyasztási kiadásokat 2004 első felében. Végül, néhány országban a fiskális politika irányultsága továbbra is viszonylag laza maradt.

A külső keresletet tárgyalva megállapítható, hogy a nettó export hozzájárulása a reál-GDP-növekedéshez az egyes euróövezeten kívüli tagállamokban jelentősen eltérő volt. Amíg Lengyelországban és Svédországban a külső kereslet lényegesen hozzájárult a kibocsátás növekedéséhez, a legtöbb új tagállam és az Egyesült Királyság esetében fékezőleg hatott a növekedésre. Mindezek ellenére fontos megjegyezni, hogy az export és az import emelkedése

6. táblázat Reál-GDP-növekedés az euróövezeten kívüli EU-tagállamokban és az euróövezetben

(éves százalékos változások)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 I. n. év	2004 II. n. év	2004 III. n. év	2004 IV. n. év
Cseh Köztársaság	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Dánia	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Észtország	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Ciprus	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Lettország	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Litvánia	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Magyarország	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Málta	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Lengyelország	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Szlovénia	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Szlovákia	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Svédország	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Egyesült Királyság	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
EU10 ¹⁾	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
EU13 ²⁾	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Euróövezet	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Források: Eurostat.

Megjegyzés: A Cseh Köztársaság esetén a negyedéves adatok szezonális kiigazítással, az Egyesült Királyság esetén szezonális és munkanap-kiigazítással.

1) Az EU10 összesítése magában foglalja a 10 új EU-tagállamot.

2) Az EU13 összesítése a 13 nem euróövezeti EU-tagállamot tartalmazza.

2004-ben is viszonylag erős volt, főleg az új tagállamokban. Különösen az áru- és szolgáltatás-kereskedelem volumenére hatott ösztönzőleg a kereskedelmi akadályok EU-csatlakozáshoz kötődő lebontása, a kereskedelmi partnerországok nagyobb kereslete és a termelékenység további bővülése.

A gazdasági konjunktúra fellendülésének, az utóbbi néhány évben beáramlott jelentős közvetlen külföldi befektetéseknek, valamint a folyamatban levő strukturális reformoknak az eredményeként 2004 folyamán a legtöbb euróövezeten kívüli EU-tagállamban, és különösen a balti államokban, a munkaerőpiaci helyzet fokozatosan javult. A foglalkoztatás növekedése viszont a legtöbb új tagállamban a már korábban megnövekedett bérköltségek, valamint a kínált és keresett szakmák közötti szerkezeti eltérések miatt meglehetősen szerény volt. Számos országban, különösen Lengyelországban és Szlovákiában, a munkanélküliségi ráta igen magas maradt. Az Egyesült Királyságban a munkaerőpiac szűkösebb volt.

AZ ÁRAK ALAKULÁSA

Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok árdinamikái 2004-ben nagyon vegyes képet mutattak. A legalacsonyabb, 1% körüli, azaz jóval az euróövezeti átlag alatti éves HICP-inflációs rátákat Dánia, Litvánia, Svédország és az Egyesült Királyság produkálta. A legtöbb új tagállamban az infláció meghaladta az euróövezeti átlagot. Lettországon, Magyarországon és Szlovákiában az éves HICP-inflációs ráták csaknem háromszor magasabbak voltak, mint az euróövezeti átlag.

2004-ben a legtöbb új tagállamban magasabb volt a HICP-inflációs ráta, mint 2003-ban (lásd 7. táblázat). Az infláció leginkább a Cseh Köztársaságban, Lettországon, Litvániában, Magyarországon és Lengyelországban emelkedett, ugyanakkor néhány euróövezeten kívüli EU-tagállamban az átlagos inflációs ráták 2004-ben csökkentek. A legnagyobb csökkenést Cipruson és Szlovéniában regisztrálták. Ráadásul, az infláció eloszlása 2004 folyamán országonként eltérő volt. Számos országban jelentősen növekedett az infláció 2004 első felében, majd vagy magasabb szinten stabilizálódott, vagy az év második felében fokozatosan

7. táblázat HICP-infláció a nem euróövezeti EU-országokban és az euróövezetben

(éves százalékos változások)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004	2004	2004	2004
						I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év
Cseh Köztársaság	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Dánia	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Észtország	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Ciprus	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Lettország	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Litvánia	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Magyarország	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Málta	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Lengyelország	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Szlovénia	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Szlovákia	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Svédország	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Egyesült Királyság	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
EU10 ¹⁾	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
EU13 ²⁾	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Euróövezet	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Forrás: Eurostat.

1) Az EU10 összesítése magában foglalja a 10 új EU-tagállamot.

2) Az EU13 összesítése a 13 nem euróövezeti EU-tagállamot tartalmazza.

8. táblázat Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok és az euróövezet fiskális pozíciói

(a GDP százalékában)

	Államháztartás többlete (+) / hiánya (-)				Államháztartás bruttó adóssága			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Cseh Köztársaság	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Dánia	2,9	1,7	1,2	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Észtország	0,3	1,4	2,9	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Ciprus	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Lettország	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Litvánia	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Magyarország	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Málta	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Lengyelország	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Szlovénia	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Szlovákia	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Svédország	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Egyesült Királyság ¹⁾	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
EU10 ²⁾	-4,2	-4,9	-5,6	-3,7	37,3	40,1	43,5	42,7
EU13 ³⁾	0,2	-1,9	-3,0	-3,1	40,9	40,9	42,1	42,9
Euróövezet	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Források: Eurostat.

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

1) Naptári évvel becslve.

2) Az EU10 összesítése magában foglalja a 10 új EU-tagállamot.

3) Az EU13 összesítése a 13 nem euróövezeti EU-tagállamot tartalmazza.

csökkent. Ugyanakkor néhány más tagországban a HICP-inflációs ráták az egész évben nagyjából stabilak maradtak.

Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok inflációjának alakulását részben néhány közös tényező, különösen az olajárak 2004. évi erős növekedése befolyásolta. Ennek a tényezőnek az inflációra gyakorolt pontos hatása azonban országonként eltérő volt, nagyban tükrözve a fogyasztási szerkezetek, a piaci struktúrák és a termelés energiaintenzitásának különbségeit. Ezenkívül néhány ország esetén nem biztos, hogy a magasabb olajárak 2004-ben teljes mértékben megjelentek az inflációban. A legtöbb országban az erős reál-GDP-növekedésből is adódott némi inflációs nyomás, következésképpen több országban erősödni kezdett a bérnyomás is.

Az új tagállamokban az EU-csatlakozás is járt némi inflációs nyomással. Az új tagállamoknak a közös agrárpolitikába való integrálódásával és a még meglévő ágazati kereskedelmi akadályok lebontásával a legtöbb új tagállamban az év első felében emelkedtek az élelmiszerárak. Tekintve,

hogy HICP fogyasztói kosaraikban az élelmiszeráraknak viszonylag nagy a részesedése, a legtöbb új tagállamban ennek észrevehető hatása volt a HICP-inflációra. Továbbá számos új tagállamban emelték a közvetett adókat és jövedéki adókat, hogy jobban összhangba hozzák azokat az EU-ban érvényes adókkal. Az EU-csatlakozást követő, adók által indukált ár-emelkedési kilátások 2004 elején növelte a keresletet, és ezzel magasabb inflációt is okozott. 2004 második felében viszont a hatás számos országban elkezdett fokozatosan megfordulni. Ráadásul, bizonyos új tagállamokban a szabályozott árakat jelentősen megemelték, hogy néhány állami tulajdonú vállalatnál befejezzék a termelési költségek megtérülését célzó kiigazítást.

A nomináleffektív árfolyamok alakulása és azok késleltetett begyűrűzése az importárakba ugyancsak befolyásolta az infláció 2004. évi alakulását. Több országban, különösen a Cseh Köztársaságban, Magyarországon és Szlovákiában, az effektív árfolyamok alakulása tompítólag hatott az inflációra, míg más országokban, mint például Lettországon, növelte az inflációs

nyomást. Lengyelországban az árfolyamváltások késleltetett hatása 2004 első felében hozzájárult a HICP-infláció növekedéséhez, majd hatásuk az év második felében megfordult.

KÖLTSÉGVETÉSI POLITIKÁK

2004-ben három euróövezeten kívüli EU-tagállamban (Észtország, Dánia és Svédország) regisztráltak költségvetési többletet, és tíz országban költségvetési hiányt. Az ECOFIN Tanács 2004. július 5-i döntéseiben hat országról (Cseh Köztársaság, Ciprus, Magyarország, Málta, Lengyelország és Szlovákia) állapították meg, hogy túlzott hiánya van. Ciprust kivéve a Tanács határozatai minden esetben lehetővé teszik e túlzott hiányok középtávon történő korrigálását, figyelembe véve a fennálló különleges körülményeket: (i) az államháztartás hiánya az EU-csatlakozáskor jóval a referenciaérték felett volt, és (ii) a Cseh Köztársaság, Magyarország, Lengyelország és Szlovákia esetén a valódi konvergencia folyamatát kísérő szerkezeti áttérés egy modern, szolgáltatásorientált piacgazdaságra még folyamatban volt. Az Egyesült Királyság hiánymutatója 2003-ban és 2004-ben is a 3%-os referenciaérték felett volt. A még mindig a túlzott hiány állapotában levő országok nagy száma arra mutat, hogy továbbra is szükség van az erősebb politikai elkötelezettségre a strukturális reformok és a fiskális konszolidáció végrehajtása érdekében.

2004-ben az államháztartási költségvetési egyenleg a 13 euróövezeten kívüli EU-tagállam közül tízben javult, míg a többi három országban romlott (lásd 8. táblázat). A javulás részben ideiglenes tényezőkkel, valamint a gazdasági ciklus pozitív hatásával magyarázható. A Cseh Köztársaságban és Máltán, ahol a költségvetési egyensúly a leginkább javult, az ideiglenes tényezőknek jelentős deficitnövelő hatásuk volt 2003-ban.

2004-ben az adósságráta a legtöbb euróövezeten kívüli EU-tagállamban jóval alatta maradt az átlagos euróövezeti rátának. A ráták a 13 euróövezeten kívüli tagállamból hatban csökkentek, összhangban javuló költségvetési egyensúlyaikkal. A többi országban az adósságráták növe-



kedése főként az alacsony elsődleges többletmutatókat és az adósságnövelő hiány-adósság levezetések tükörözte, vagyis az államadósság olyan változásait, amelyeket nem lehet a hiánnyal/többlettel magyarázni. Csak Ciprus és Málta adósságrátája haladta meg továbbra is a GDP 60%-ának megfelelő referenciaértéket.

2004-ben a költségvetés alakulása a legtöbb országban a 2004 májusában benyújtott konvergenciaprogramok céljaival vagy nagyjából összhangban, vagy azoknál jobb volt. Több országban a vártnál kedvezőbben alakultak a bevételek. A kiadások általában az előzetesen tervezettek közelében voltak. Magyarország a jelentős elmaradás jeleit mutatta a 2004. májusi konvergenciaprogram célkitűzéseire képest. Ráadásul, néhány kormány (például Észtországban és Litvániában) 2004-ben a többletbevételek egy részét a költségvetési egyensúly javítása helyett többletkiadásokra használta fel.

A FIZETÉSI MÉRLEGEK ALAKULÁSA

Ami a külső egyensúlyokat illeti, Svédország és Dánia 2004-ben is tekintélyes többletet regisztrált folyó fizetései mérlegében, míg az Egyesült Királyságban és a legtöbb új tagállamban (közülük néhányban jelentős) folyó fizetésimérleg-hiány volt (lásd 9. táblázat). Az egyetlen kivételt Szlovénia képezte, amelynek folyó fizetésimérleg-pozíciója hagyományosan nagyjá-

9. táblázat Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok és az euróövezet fizetési mérlege

(a GDP százalékában)

	A folyó fizetési mérleg plusz a tőkemérleg egyenlege				Nettó közvetlen külföldi befektetések			
	2001	2002	2003	2004 ¹⁾	2001	2002	2003	2004 ¹⁾
Cseh Köztársaság	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Dánia	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Észtország	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Ciprus	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Lettország	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Litvánia	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Magyarország	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Málta	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Lengyelország	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Szlovénia	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Szlovákia	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Svédország	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Egyesült Királyság	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Euróövezet	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Forrás: EKB.

1) A 2004-es adatok 2003 negyedik negyedétől 2004 harmadik negyedévéig négy negyedéves mozgó átlagok, kivéve Ciprust, ahol az átlag a 2003 harmadik negyedétől 2004 második negyedévéig terjedő időszakra vonatkozik.

ból egyensúlyban van. Különösen nagy – a GDP 10%-ához közeli vagy azt meghaladó – folyó fizetésimérleg-hiány volt megfigyelhető a balti államokban és Magyarországon, míg Szlovákia és Lengyelország enyhébb, az előző két évhez mérten a legutóbbi két évben csökkenő folyó fizetésimérleg-hiányokat mutatott.

Sok új tagállamban a folyó fizetési mérleg hiányának 2004. évi növekedése az import emelkedéséhez kötődött, ami a jelentős belföldi kereslet és a magas olajárak következménye volt. Más strukturális és ideiglenes tényezők is befolyásolták a folyó fizetési mérleg helyzetét. A strukturális tényezőket illetően, a folyó fizetésimérleg-hiány természetszerű jellemzője az olyan felzárkózó gazdaságoknak, mint az új tagállamok. Jóllehet ezek a hiányok a külső pozíció fenntartásával kapcsolatos problémákat jelezhetnek, a folyó fizetési mérleg hiánya sok új tagállamban bizonyos mértékig a jövedelemdeficit növekedéséhez kapcsolódott, tükrözve a múltban beáramlott közvetlen külföldi befektetésekhez kötődő jövedelmeket. Átmeneti tényezőként a folyó fizetési mérlegeket maga az EU-csatlakozási folyamat is befolyásolhatta, mert például a vállalatok – magasabb vámtarifákat várva – növelték készleteiket.

A fizetési mérleg finanszírozási oldalát vizsgálva látható, hogy a nettó közvetlen külföldi tőkebeáramlás 2004-ben a legtöbb új EU-tagállamban – az előző év lassulása után – valamilyen javult (lásd 9. táblázat). Ezen országok közül 2004-ben csak Szlovénia regisztrált enyhe nettó tőkekiáramlást. A többi euróövezeten kívüli EU-tagállamot illetően, ugyanezen időszakban Dániát és Svédországot nettó közvetlen tőkekiáramlás jellemezte, míg az Egyesült Királyságban a korábbi évek szerény kiáramlása után a nettó közvetlen befektetések pozitívvá váltak. Általában elmondható, hogy a beáramlott nettó külföldi tőke az utóbbi években számos euróövezeten kívüli tagállamban fontos finanszírozási forrást képezett, bár a legtöbb esetben a beérkezett tőke nem volt elég a folyó fizetési mérleg hiányának fedezésére. A portfólióbefektetések és „egyéb befektetések” nettó beáramlása további finanszírozást biztosítottak. Végeredményben néhány ország külső eladósodottsága növekedett is.

AZ ERM-II ÉS ÁRFOLYAMMAL KAPCSOLATOS KÉRDÉSEK

2004. június 28-án Észtország, Litvánia és Szlovénia ERM-II résztvevőként csatlakozott Dániához. Az ERM-II új résztvevői euróközépárfolyamuk körüli $\pm 15\%$ -os lebegtetési sávval csatlakoztak a mechanizmushoz, míg

AZ ERM II ÁRFOLYAM-MECHANIZMUS FŐ ELEMEI

Az euró 1999. január 1-jei bevezetésével az ERM–II árfolyam-mechanizmus váltotta fel az 1979 óta működött Európai Monetáris Rendszert (és annak árfolyam-mechanizmus részét). Az ERM–II egy multilaterális rendszer, amelyben az euró és a részt vevő valuták között kétoldalúan rögzített, de szabályozható középárfolyamok vannak, e középárfolyamok körül egy $\pm 15\%$ -os lebegtetési sávval.

Az euró bevezetése érdekében teljesítendő maastrichti konvergenciakritérium az árfolyam-kritérium, amelynek feltétele, hogy az adott ország a gazdasági konvergencia vizsgálata előtt legalább két éven keresztül komoly feszültségektől mentesen vegyen részt az ERM–II-ben. E követelmény mögött az a közgazdasági megfontolás rejlik, hogy ez segíti az euróvezeten kívüli tagállamokat gazdaságpolitikájuknak a stabilitás irányába történő orientálásában, és javítja a gazdasági alapok tartós konvergenciája elérésének esélyeit.

Ez azt az elvet tükrözi, hogy a résztvevő tagállamok gazdasági feltételeinek és politikáinak következetesnek kell lenni a megállapított középárfolyamok megőrzéséhez. E folyamat általános célja az új tagállamok makrogazdasági stabilitásának támogatása, a legjobb hozzájárulást biztosítva ezáltal a fenntartható növekedéshez és a valódi konvergenciához. Ráadásul, az egészséges makrogazdasági politikák és a stabil árfolyamok előmozdítják a belső piac zavartalan működését.

A Kormányzótanács szerint a mechanizmust, valamint a részvételhez szükséges gazdaságpolitikai orientációt úgy alakították ki, hogy segítse az euróvezeten kívüli tagállamokat az euró bevezetésére irányuló törekvésekben, miközben kezelik a gazdasági alapok és az árfolyam-stabilitás komplex viszonyát.¹

A piaci nyomások kezelésére a rendszer egy sor kombinálható gazdaságpolitikai eszközt ismer: kamatláb-intézkedések, az árfolyam rugalmassága a sávon belül, beavatkozások és a középárfolyam esetleges kiigazításai.

Működési szempontból, a középárfolyamokra és a lebegtetési sávokra vonatkozó döntéseket az egyes euróvezeti országok miniszterei, az EKB, valamint a mechanizmusban részt vevő euró-övezeten kívüli EU-tagállamok miniszterei és jegybankelnökei kölcsönösen egyetértve hozzák. Az Általános Tanács felelős az ERM–II működésének figyelemmel kíséréséért, valamint a monetáris és árfolyam-együtműködés fórumaként szolgál. Szoros és állandó figyelemmel kíséri minden egyes részt vevő valuta és az euró közötti kétoldalú árfolyam fenntarthatóságát.

¹ Lásd még: „Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsának állásfoglalása a csatlakozó országokkal kapcsolatos árfolyam-kérdésekben”, 2003. december 18.

Észtország és Litvánia egyoldalú kötelezettségként fenntartották a valutatanácsot. Az ERM–II-ben való zökkenőmentes részvételük biztosítása érdekében az adott országok szigorúan elkötelezték magukat, hogy a makrogazdasági és árfolyam-stabilitás megőrzésére megteszik a

szükséges lépéseket. A 10. keretes írás az ERM–II jellemzőit tekinti át.

Az ERM–II-ben való részvételhez egyik részt vevő ország devizapiacán sem kötődtek feszültségek. A négy ERM–II-beli valuta adásvétele

10. táblázat Az ERM-II alakulása

	DKK	EKK	LTL	SIT
Az ERM-II középárfolyamától való maximális eltérés százalékpontban ¹⁾ (üzletek gyakorisága napi adatainak tíznapos mozgó átlaga)				
Felfelé	+0,5	0,0	0,0	0,0
Lefelé	0,0	0,0	0,0	-0,2
Rövid távú kamatok különbözete (havi adatok, átlag)				
2004 negyedik negyedév	0,0	0,3	0,5	1,9

1) Észtország, Litvánia és Szlovénia esetén a referencia-időszak 2004. június 28-ától 2005. február 24-ig tart. Dánia esetén a referencia-időszak 2002. november 1-jétől 2005. február 24-ig tart.

folymatosan a közép- vagy ahhoz közeli árfolyamon zajlott, miközben az euróövezethez képest a rövid távú kamatláb-különbözetek a legtöbb országban kicsik voltak (lásd 10. táblázat). Az ERM-II-be történő belépés jegyében a Banka Slovenije zökkenőmentesen megállította a szlovén tolár euróval szembeni fokozatos leértékelődésének trendjét.

2004-ben a legtöbb euróövezeten kívüli EU-tagállam valutája erősödött az euróhoz képest, és kereskedelmi súlyozású árfolyama kimondottan felértékelődött. Az euró gyengülése különösen jelentős volt több nagyobb új EU-tagállam valutájához képest, miközben ezen országoknak viszonylag kedvezőek voltak a gazdasági kilátásai (lásd 32. ábra). 2004-ben leginkább a lengyel zloty értékelődött fel az euróhoz képest; a lengyel valutát követte a cseh korona, a szlovák korona és a magyar forint. Ezekkel ellen-

tében viszont 2004-ben az árfolyamrezsímjén keresztül részben a dollárhoz kötött lett lat leértékelődött az euróhoz képest. 2005 elejétől kezdődően Lettország a különleges lehívási jogok (SDR) valutakosara helyett a latot 0,702804 LVL per euró árfolyamon az euróhoz köti; azóta a lat rögzítési árfolyama körül egy szűk sávban ingadozott. A svéd korona, a máltai líra és a ciprusi font viszonylag stabilak voltak az euróhoz képest. Az Egyesült Királyság kedvező gazdasági kilátásai és az emelkedő kamatlábak közepette a font 2004 elején némileg felértékelődött az euróhoz képest, de aztán az év második felében leértékelődött.

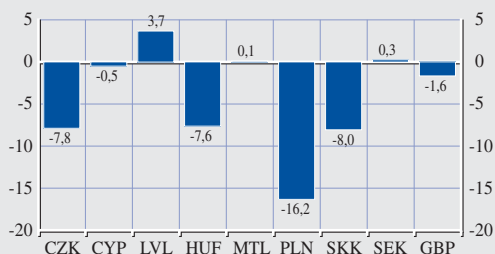
MONETÁRIS POLITIKA

Minden euróövezeten kívüli EU-tagállam monetáris politikájának fő célja az árstabilitás. A monetáris politikai stratégiák országról országra nagyban különböznek, ami tükrözi heterogén voltukat nominális, reál és strukturális szempontból (lásd 11. táblázat). 2004 folyamán az euróövezeten kívüli EU-tagállamok monetáris politikája és árfolyamrendszerei nagyjából változatlanok maradtak, bár számos országban – a monetáris politikának a jövőbeli monetáris integráció felé irányítását szem előtt tartva – történtek bizonyos finomítások. Ide tartozik, hogy Észtország, Litvánia és Szlovénia 2004. június 28-án csatlakozott az ERM-II-höz, míg Lettországban a Latvijai Banka 2005. január 1. óta a latot az SDR helyett az euróhoz köti.

Az árfolyamcélal rendelkező országok 2004-es monetáris politikai döntéseit tekintve, a Central Bank of Cyprus 100 bázisponttal, 5,5%-ra

32. ábra Az euró árfolyamának változásai az ERM-II-n kívüli EU-valutákhoz képest

(százalékpontban, 2005. február 14., 2004. január 2-ához képest)



Forrás: az EKB szakértőinek számításai.
Megjegyzés: A pozitív (negatív) érték az euró felértékelődését (leértékelődését) jelenti. A változások a 2004. január 2. és 2005. február 24. közötti időszakra vonatkoznak.

11. táblázat Az euróvezeten kívüli EU-tagállamok hivatalos monetáris politikai stratégiái

	Monetáris politikai stratégia	Pénznem	Jellemzők
Cseh Köztársaság	Inflációs cél	cseh korona	Inflációs cél: 2–4% 2005 végére, majd 3% \pm 1 százalékpont. Árfolyam-stratégia: (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	0,5853 CYP/EUR árfolyamon az euróhoz rögzítve, \pm 15%-os ingadozási sávval. A ciprusi font valójában egy keskeny sávon belül ingadozott.
Lettország	Árfolyamcél	lett lat	1994 februárjától az SDR-hez rögzítve (az euró súlya 36,4%-os), \pm 1%-os ingadozási sávval. 2005. január 1. óta az euróhoz rögzítve, 0,702804 LVL/EUR árfolyamon, \pm 1%-os lebegtetési sávval.
Litvánia	Árfolyamcél	litván litas	3,4528 LTL/EUR középárfolyam körüli \pm 15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM II-ben. Litvánia egyoldalú kötelezettségvállalással továbbra is fenntartja valutatanácsi rendszerét.
Magyarország	Inflációs célkövetés árfolyamkorláttal	magyar forint	Árfolyamcél: euróhoz rögzítés 282,36 HUF/EUR árfolyamon, \pm 15%-os ingadozási sávval. Inflációs cél: 3,5% (\pm 1 százalékpont) 2004 végére, 4% (\pm 1 százalékpont) 2005 végére és 3,5% (\pm 1 százalékpont) 2006 végére.
Málta	Árfolyamcél	máltai líra	Rögzítés egy euróból (70%), angol fontból (20%) és amerikai dollárból (10%) álló valutakosárhoz. Nincs ingadozási sáv, hanem egy \pm 0,25%-os kereskedelmi árrés van a devizapiaci műveletekre.
Lengyelország	Inflációs cél	lengyel zloty	Inflációs cél: 2,5% \pm 1 százalékpont (CPI éves változása) 2004-től kezdődően. Szabadon lebegő árfolyam.
Szlovénia	Kétpilléres stratégia, figyelemmel kísérik a makroökonómiai feltételek monetáris, reál, külső és pénzügyi mutatóit.	szlovén tolar	239,640 SIT/EUR középárfolyam körüli \pm 15%-os ingadozási sávval részt vesz az ERM II-ben.
Szlovákia	Inflációs célkövetés és irányított lebegtetés együtt ¹⁾	szlovák korona	Inflációs cél: a rövid távú inflációs célkitűzés 3,5% (\pm 0,5 százalékpont) [SK] 2005 végén. A 2006–2008-as időszak inflációs célja: 2006 végén 2,5% alatt, 2007 végén és utána 2% alatt. Árfolyam-stratégia: irányított lebegtetés.
Svédország	Inflációs cél	svéd korona	Inflációs cél: CPI 2%-os növekedése \pm 1 százalékpontos tűrőssávval. Szabadon lebegő árfolyam.
Egyesült Királyság	Inflációs cél	font	Inflációs cél: 2%, a CPI 12 havi növekedésével mérve. ²⁾ 1 százalékpontot meghaladó eltérés esetén elvárás, hogy a Bank of England kormányzója nyílt levelet írjon a pénzügyminiszternek. Szabadon lebegő árfolyam.

Forrás: EKB.

1 A Národná banka Slovenska hivatalos megfogalmazása: „inflációs célkövetés az ERM–II feltételei szerint“.

2 A CPI azonos a HICP-vel.

emelte irányadó kamata, jelezve ezzel a ciprusi font támogatását, szemben a leértékelésről szóló híresztelésekkel. Ezen túlmenően, 2%-os kötelező tartalékrátát vezettek be a devizabetétekre. Lettországnak a központi bank 100 bázispont-

tal, 4%-ra emelte irányadó kamata. A gyors gazdasági növekedésből, az erős hitelnövekedésből és a folyó fizetési mérleg növekvő hiányából fakadó kockázatok kivédésére azt is elhatározták, hogy 3%-ról 4%-ra emelik a köte-

lező tartalékot, valamint, hogy növelik a kötelező tartalék alapját, hozzászámítva a bankok külföldi bankokkal és külföldi központi bankokkal szembeni olyan kötelezettségeit, ahol a futamidő megállapodás szerinti vagy a kötelezettség legfeljebb két éven belül felmondható. 2004 folyamán Máltán a hivatalos kamatláb változatlanul 3% maradt.

Az inflációs célkövető rendszerrel bíró euróövezeten kívüli EU-tagállamokat vizsgálva azt látjuk, hogy 2004-ben a Cseh Köztársaság és Lengyelország az inflációs nyomás visszatartását szem előtt tartva és a magasabb inflációs ráták lehetséges másodlagos hatásainak korlátozására növelte a kamatokat. A Cseh Köztársaságban 50 bázisponttal, 2,5%-ra emelkedett az irányadó kamat (bár 2005 januárjában 2,25%-ra mérséklődött), Lengyelországban pedig 125 bázisponttal, 6,5%-ra emelték az irányadó kamatot. Az Egyesült Királyságban a repókamatot 100 bázisponttal 4,75%-ra növelték, főként a várhatóan rosszabb CPI-infláció következtében. Ezzel szemben az inflációs célkövetést árfolyamkorláttal kombináló Magyarországon 2004-ben összesen 300 bázisponttal, 9,5%-ra csökkentették a kamatokat, majd 2005 februárjában még tovább, 8,25%-ra. A 2004-es év fokozatos kamatvágásai visszafordították a 2003. novemberi egyszeri 300 bázispontos emelést, amely akkor a befektetői bizalom hirtelen romlását követte. A fordulatot a rövid távú kockázatterzékelés javulása, az inflációs kilátás kedvezőbbé válása és a magánszektor viszonylag mérsékelt bérnövekedése tette lehetővé. Szlovákiában a koronára nehezedő felértékelődési nyomás volt az irányadó kamat összesen 200 bázispontos csökkentésének fő motivációja (4%-ra). Svédországban a korlátozott inflációs nyomás hozzájárult a kamatok 75 bázispontos, 2%-ra történő mérsékléséhez.

PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2004-ben az euróövezeten kívüli EU-tagállamokban a hosszú lejáratú kötvények hozamai vegyesen alakultak. A tízéves referencia államkötvény-hozamokkal mért hosszú távú kamatok Cipruson, a Cseh Köztársaságban és Lengyelországban emelkedtek, de 2004 vége felé ismét

esni kezdtek. Ennek következtében az euróövezethez képest ezekben az országokban nőttek a kötvényhozam-különbségek. Magyarországon a hosszú távú kötvényhozamok viszonylag volatilisak voltak, trendjük 2004 második felében lefelé mutató volt. Ezalatt Lettországon, Litvániaiban, Szlovéniában és Szlovákiában a hosszú távú kamatok 2004 folyamán tovább csökkentek, szűkítve így a különbséget az euróövezethez képest, különösen az ERM-II-ben részt vevő országokban. Máltán a hosszú távú kamatok stabilak voltak, míg Dániában, Svédországban és az Egyesült Királyságban az euróövezeti kamatokkal párhuzamosan mozogtak, amint azt a stabil kötvényhozam-különbségek jelzik.⁵

Az euróövezeten kívüli EU-tagállamok részvénypiacai 2004-ben is kedvezően teljesítettek, és néhány tőzsdeindex, különösen a legtöbb új tagállamban, történelmi magasságokat ért el, 20–80% közötti éves növekedéssel. Ciprus kivételével minden új tagállam részvénypiacja jelentősen túlteljesítette a Dow Jones Euro Stoxx Indexszel mért euróövezeti részvényárakat. A dán, svéd és egyesült királyságbeli részvénypiacok lényegében továbbra is követték a Dow Jones Euro Stoxx Index alakulását úgy, hogy az első kettő kissé túltett az euróövezeti referenciaértéken, az utóbbi pedig némileg elmaradt attól.

5 Észtországban nincs fejlett piaca a helyi pénznemben denominált hosszú lejáratú kötvényeknek. Az Európai Bizottság, az EKB és az Eesti Pank által közösen kifejlesztett, helyi pénznemben denominált, öt éven túli lejáratú új üzleti hitelek súlyozott átlagos kamatlábján alapuló, Észtországra vonatkozó hosszú távú kamatlábműtató 2004 folyamán hanyatló trendet mutatott.

Készítő

Ida Dahl

Cím

„eben still“, 2004

Anyag

Olajvászon

Átmérő

Ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



2. FEJEZET

KÖZPONTI BANKI MŰVELETEK ÉS TEVÉKENYSÉGEK

1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK, DEVIZAMŰVELETEK ÉS BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK

1.1 MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK

Az eurórendszer legfontosabb működési feladata a monetáris politika végrehajtása. Az eurórendszer által erre a célra kialakított működési keret háromféle eszközt tartalmaz: nyílt-piaci műveletek, rendelkezésre állás és a kötelezőtartalék-rendszer. Az eurórendszer által végrehajtott minden hitelműveletet fedezni kell az ügyfelek által nyújtott megfelelő hitelbiztosítékkal.¹ 2004-ben az eurórendszer fontos lépéseket tett a fedezetek egységes listájának megalkotása érdekében.

A MONETÁRIS POLITIKA VÉGREHAJTÁSÁNAK ÚJ RENDSZERÉVEL KAPCSOLATOS KEZDETI TAPASZTALATOK

A rendszer 2004-ben is jól működött, stabil rövid távú pénzügyi kamatokot szolgáltatott, és világosan jelezte a monetáris politikai álláspontot. A monetáris politika végrehajtásának további javítása érdekében 2004. március 9-én két fontos változtatást vezettek be a rendszerbe.

- A tartalékolási időszakokat úgy időzítették, hogy azok mindig a Kormányzótanács azon ülését követő első irányadó refinanszírozási művelet elszámolási napján kezdődnek, amelyik ülésre a monetáris politika irányultságáról szóló havi döntést előzetesen ütemezték. Korábban a tartalékolási időszakok a hónap 24. naptári napján kezdődtek, és a következő hónap 23. naptári napján végződtek, függetlenül a Kormányzótanács üléseinek menetrendjétől. Kiegészítésként most az a szabály, hogy a rendelkezésre állás kamatlábait az új tartalékolási időszak első napján változtatják. Korábban ezek a változtatások a Kormányzótanács ülését követő napon léptek életbe.
- Az irányadó refinanszírozási műveletek lejáratát két hétről egy hétre rövidítették. A fenti változtatásokkal együtt ez azt jelenti, hogy az egy tartalékolási időszakban elszámolt irányadó refinanszírozási műveletek már nem nyúlnak át a következő tartalékolási időszakra.

E változtatások mögött az volt a szándék, hogy a tartalékolási időszakot összhangba hozzák a kamatlábról szóló döntés ciklusával, szabályként biztosítva ezáltal, hogy az EKB irányadó kamatainak változásai csak a következő tartalékolási időszak elején lépnek hatályba. Az EKB célja ezzel az, hogy elejét vegye az egy tartalékolási időszakon belüli, az EKB kamatainak változásaira vonatkozó várakozásoknak, és ezáltal stabilizálja a piaci résztvevők ajánlatadási viselkedését az irányadó refinanszírozási műveletben. Korábban az ilyen fajta várakozások időnként destabilizálták az ügyfelek ajánlatadását az irányadó refinanszírozási műveletekben. Különösen, amikor közelgő kamatcsökkentést vártak, az ügyfelek kevesebb likviditásra tettek ajánlatot, mint amennyit az EKB elosztani szándékozott. Ez az aluljegyzésként ismert jelenség tükrözte az ügyfelek arra irányuló kísérleteit, hogy tartalékolási kötelezettségüknek a lehető legkisebb költséggel, azaz egy esetleges kamatcsökkentés után tegyenek eleget.

Javították az ügyfeleknek szóló tájékoztatást is. Az irányadó refinanszírozási műveletek meghirdetésének napjain az EKB továbbra is közli az EKB likviditáskezelése alá közvetlenül nem tartozó független likviditási tényezőkre (úgy mint a forgalomban levő bankjegyek, kormányzati betétek és nettó külföldi követelések) vonatkozó előrejelzéseket. Ezenkívül az EKB megkezdte aktualizált előrejelzések publikálását az elosztási napon. Az EKB most ugyancsak közli a referenciaösszeget, mind a meghirdetés, mind az elosztás napján. A referenciaösszeg az az elosztási összeg, amely lehetővé teszi a teljes euróövezeti bankrendszer számára, hogy zavartalanul teljesítse tartalékolási kötelezettségeit az eurórendszer komplett likviditási előrejelzése mellett, azaz beleértve a független tényezőket és a tartalékfölöslegeket. Ez a javított kommunikáció teljesen világossá teszi a piac számára, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekben az EKB elosztásra

¹ A működési rendszer részletes leírása megtalálható az EKB „A monetáris politika végrehajtása az euróövezetben: az eurórendszer monetáris politikai eszközeinek és eljárásainak általános dokumentációja” című, 2005. februári kiadványában.

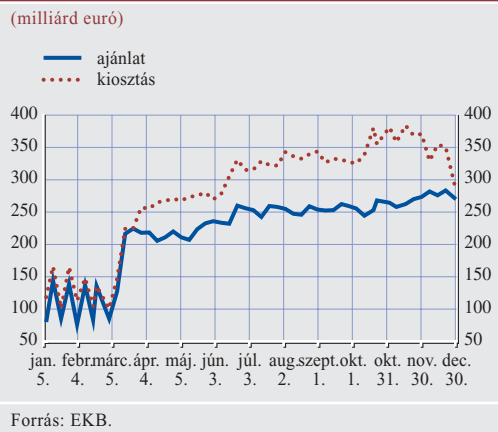
vonatkozó döntései a likviditási feltételek kiegyensúlyozását célozzák vagy nem.

A rendszerben a változtatásokat zökkenőmentesen hajtották végre. Az irányadó refinanszírozási művelet lejáratának kettőről egy hétre történő lerövidítése és a műveletek közötti átfedés megszüntetése minden egyes irányadó refinanszírozási művelet méretének azonnali megduplázásához vezetett. Az ügyfelek ajánlatadási viselkedése gyorsan alkalmazkodott az átlagosan elosztott összeg jelentős emelkedéséhez, bár a harmadik egyhetes lejáratú irányadó refinanszírozási műveletben az ajánlatok teljes összege 5 milliárd euróval elmaradt a referenciaösszegtől. Ezt követően az irányadó refinanszírozási művelet teljes ajánlati összege gyorsan és tartósan az elosztási összeg fölé emelkedett, és 2004. novemberében elérte a 384 milliárd euró körüli addigi rekordot (lásd 33. ábra). Általában, az ajánlatokkal fedezett arány, amely a benyújtott és kielégített ajánlatok aránya, egészséges volt, és 2004. márciusa óta csaknem következetesen 1,20 és 1,50 között mozgott. A piaci résztvevők ajánlati volumeneinek zavartalan alkalmazkodása ugyancsak azt jelzi, hogy az irányadó refinanszírozási művelet lejáratának rövidebbé válásával járó nagyobb biztosítékforgalmat a hitelintézetek jól kezelték.

Amióta a rendszer változtatásai életbe léptek, csökkentek az elosztott összeg rövid távú ingadozásai. 2000. júniusa és 2004. márciusa között az elosztás átlagos heti változása 33 milliárd eurót tett ki, míg a változtatások bevezetése és 2004. decembere között ez az összeg 7 milliárd euróra esett. Ez a csökkenés ahhoz a tényhez köthető, hogy az irányadó refinanszírozási művelet lejáratát mindig igazodik az EKB elosztásában megcélzott likviditási időhorizonthoz. További következményként az elosztási összeg rövid távú ingadozásának csökkenése hozzájárult a hitelintézetek által az irányadó refinanszírozási műveletekben adott ajánlatok stabilizálásához.

Az euróvezetben mintegy 2100 hitelintézet jogosult az irányadó refinanszírozási műveletekben részt venni. Az irányadó refinanszírozási

33. ábra Ajánlati és kiosztott összegek heti irányadó refinanszírozási műveletekben, 2004-ben



műveletekben résztvevők átlagos száma a 2003-as 266-ról 2004-ben 339-re emelkedett, megfordítva ezzel az 1999 óta megfigyelt csökkenő tendenciát. A 2004. március–decemberi időszakban, vagyis a rendszerben végrehajtott változtatásokat követően, az ajánlatadók átlagos száma elérte a 351-et. Ez a növekedés valószínűleg elsősorban az irányadó refinanszírozási műveletek lejáratának kettőről egy hétre való csökkentésének következménye, ami most szükségessé teszi a bankok számára, hogy likviditási igényük kielégítése érdekében a korábbi minden második hét helyett minden héten nyújtsanak be ajánlatot. Ugyanakkor az is lehetséges, hogy az új rendszer jobb átláthatósága és egyszerűsége könnyebbé tette az ajánlatkészítést az ügyfelek számára, ami szintén hozzájárult a tenderekben való megnövekedett részvételhez.

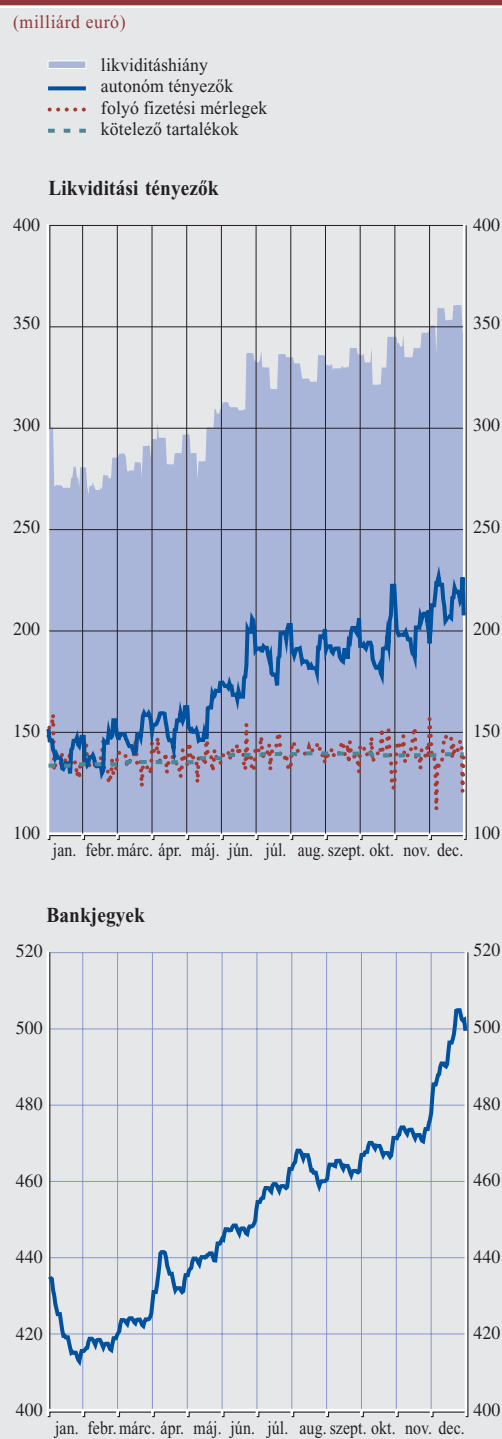
Az EONIA (euró egynapos indexátlag) volatilitása 2004-ben általában csökkent. Az EONIA és az irányadó refinanszírozási művelet legalacsonyabb ajánlati kamatlába közötti különbség szórása 2004-ben 9 bázispont volt, szemben a 2003-as 16, illetve a 2002-es 13 bázisponttal. Ugyanakkor néhány tartalékolási időszak utolsó irányadó refinanszírozási műveletének elszámolása után a különbség jelentős volatilitását figyelték meg. Ez annak az eredménye, hogy az utolsó irányadó refinanszírozási művelet elosztása általában nyolc nappal a tartalékolási időszak vége előtt történik, míg korábban az utolsó

elosztás időzítése hónapról hónapra változott, és 8–2 nappal a tartalékolási időszak vége előtt került rá sor. Minél közelebb van a vonatkozó előrejelzés a tartalékolási időszak végéhez, annál pontosabb. Ebből következően, a rendszerben bevezetett változtatások növelik a valószínűségét, hogy a tartalékolási időszak utolsó irányadó refinanszírozási műveletének elosztása után jelentős likviditási egyensúlyhiányok halmozódnak fel, és így az egynapos kamatláb a múltbelinél korábban és nagyobb mértékben tér el a legalacsonyabb ajánlati kamatlábtól.

Az EKB átalakított kommunikációs politikája némileg segít enyhíteni ezt a kockázatot, mert a piaci szereplők számára valamivel könnyebbé teszi a tartalékolási időszak utolsó irányadó refinanszírozási műveletének elosztása utáni likviditási egyensúlyhiány felfedezését. Ugyanakkor különösen 2004 őszén némi bizonyíték merült fel arra nézve, hogy a tartalékolási időszak végén az egynapos kamat túlzott volatilitásának bizonyos zavaró hatása lehet a pénzügyi folyamatos működésére. Mivel az EKB célja, hogy semleges likviditási feltételeket teremtsen az egynapos piacon, reagált ezekre a fejleményekre, és öt tartalékolási időszak utolsó napján finomhangoló műveleteket végzett, hogy ellensúlyozza azokat a várt nem kívánatos likviditási egyensúlyhiányokat, amelyek elsősorban az eurórendszer független tényezőkre vonatkozó előrejelzésének változásaiból eredtek. Két művelet (2004. május 11. és december 7.) likviditásszűkítő volt, három pedig likviditásbővítő (2004. november 8., 2005. január 18. és február 7.). Ezek a műveletek sikeresen helyreállították a semleges likviditási viszonyokat a tartalékolási időszakok végén.

A működési keret változásai a hosszabb távú refinanszírozási műveletek lefolytatására is kihatással voltak. Annak érdekében, hogy a hosszabb távú refinanszírozási műveletek menetrendjében a lehető legkisebb legyen a fennakadás, megszüntették a technikai kapcsolatot a tartalékolási időszakok és a hosszabb távú refinanszírozási műveletek elosztási napjai között. 2004. február 26. óta a hosszabb távú refinanszírozási műveletek elosztása általában a hét

34. ábra Likviditási tényezők és az euróövezeti bankjegyek alakulása 2004-ben



Forrás: EKB.

utolsó szerdáján történik (a tartalékolási időszak első szerdája helyett). Az irányadó refinanszírozási műveletekkel szemben a hosszabb távú refinanszírozási műveleteket – amelyeknek gyakorisága egy hónap, és lejáratuk rendszerint három hónap – nem használják a Kormányzótanács monetáris politikai irányultságának jelzésére, hanem egyszerűen változó kamatú tenderként bonyolítják azokat, az elosztandó volumen előzetes meghirdetésével. A 2004-ben nyíltpiaci műveleteken keresztül nyújtott teljes nettó likviditásnak átlag mintegy 23%-át tették ki a hosszabb távú refinanszírozási műveletek. Tekintettel az euróvezeti bankrendszer várhatóan nagyobb likviditási igényére, a hosszabb távú refinanszírozási műveletek elosztási volumenét 2004 januárjában 20-ról 25 milliárd euróra, 2005 januárjában pedig 25-ről 30 milliárd euróra növelték.

ALIKVIDITÁSSZÜKSÉGLETEK ALAKULÁSA

Heti tenderei előkészítése érdekében az EKB naponta figyeli az euróvezeti bankrendszer likviditásszükségletét, amely a bankok tartaléko-

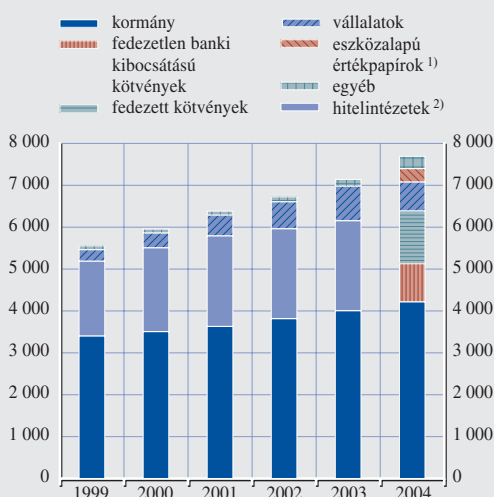
lasi kötelezettségeinek, a tartalékfőlölegeknek (a hitelintézeteknél levő, a kötelező tartalékot meghaladó pénzek) és a nettó független tényezőnek az összege. 2004-ben az euróvezeti bankrendszer napi átlagos likviditásszükséglete 311,8 milliárd eurót tett ki, ami 30%-os növekedést jelent 2003-hoz képest, amikor ez az összeg 241,5 milliárd euró volt (lásd a 34. ábra felső részét).

2004 során folytatódott a nettó független tényezők lassú növekedése; átlaguk a 2003-as 109,3 milliárd euróval szemben 174,2 milliárd eurót tett ki. Ez a meredek emelkedés csaknem kizárólag a bankjegyek további erős növekedésére vezethető vissza, amely 2004-ben csaknem 15%-os volt, és 2004. december 24-én elérte a rekordnak számító 505 milliárd eurót (lásd a 34. ábra alsó részét).

Az euróvezeti hitelintézetek kötelező tartalékát, amelyet az eurórendszerben kell tartaniuk, úgy számítják ki, hogy a hitelintézeti tartalék-számítás alapjának veszik a 2%-át. 2004-ben a

35. ábra Elfogadható piacképes hitelbiztosíték

(névleges állomány, milliárd euró)



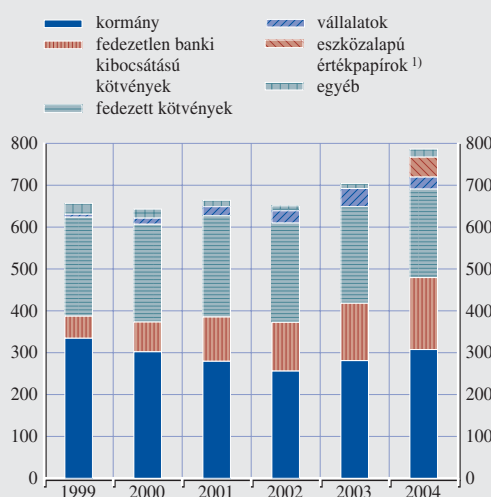
Forrás: EKB.

1) Az eszközalapú értékpapírokra vonatkozó külön adatok csak 2004-től állnak rendelkezésre; korábban a vállalatok tétele alatt jelentették azokat.

2) Ez a kategória tartalmazza a hitelintézetek által kibocsátott fedezett és fedezet nélküli kötvényeket.

36. ábra Piacképes biztosítékok felhasználása

(névleges állomány, milliárd euró)



Forrás: EKB.

1) Az eszközalapú értékpapírokra vonatkozó külön adatok csak 2004-től állnak rendelkezésre; korábban a vállalatok tétele alatt jelentették azokat.

tartalékolási kötelezettség az euróövezeti bankrendszer teljes likviditásszükségletének 44%-át tette ki. Az euróövezeti hitelintézeteknél tartott aggregált tartalékolási kötelezettség átlagos szintje a tartalékszámítás alapjának növekedésével összhangban a 2003-as 130,9 milliárd euróról 2004-ben 136,5 milliárd euróra emelkedett. A hitelintézetek átlagos tartalékolási kötelezettségeit meghaladó átlagos folyószámla-állományok 2004-ben 0,6 milliárd eurót tettek ki, szemben a 2003-as 0,7 milliárd euróval.

MONETÁRIS POLITIKAI MŰVELETEK ELFOGDHATÓ FEDEZETEI

Annak érdekében, hogy az eurórendszert megvédjék a veszteségektől, minden eurórendszerbeli hitelműveletnek megfelelő hitelbiztosítékon kell nyugodnia. A hitelbiztosítékként elfogadott fedezeteknek széles skálája létezik. Többségük forgalomképes adósságinstrumentum, amely megfelel a teljes euróövezetre vonatkozó elfogadhatósági követelményeknek; ezek tartoznak az elfogadható fedezetek első csoportjába. Az elfogadható fedezetek második csoportját alkotja a többi – piacképes és nem piacképes – eszköz, amely különös fontossággal bír nemzeti pénzügyi piacok és bankrendszerek számára.

Az eurórendszer hitelműveleteiben elfogadható piacképes hitelfedezetek átlagos értéke 2004-ben 7,7 billió eurót tett ki, szemben a 2003. évi 7,1 billió euróval (lásd 35. ábra). A piacképes eszközök többsége állampapír (54%) vagy hitelintézetek által kibocsátott fedezett (azaz Pfandbrief típusú értékpapír) és nem fedezett kötvény (28%) volt. Ezenkívül az eszközalapú értékpapírok erős növekedése volt megfigyelhető, amelyek 2004 végén a forgalomban levő piacképes hitelbiztosítékok 5%-át tették ki. Az eurórendszerbeli hitelműveletekben az ügyfelek által hitelbiztosítékként használt piacképes eszközök átlagértéke 2004-ben 787 milliárd euró volt, szemben a 2003. évi 704 milliárd euróval (lásd 36. ábra). A teljes elfogadható összeghez viszonyítva az állami kibocsátás és vállalati értékpapírokat aránytalanul kis mértékben alkalmazták hitelbiztosítékként az eurórendszerrel bonyolított hitelműveletekben. A hitelintézetek

által kibocsátott és az eszközalapú értékpapírokat viszont aránytalanul nagymértékben használták. Az elfogadható fedezetek határokon átnyúló alkalmazásáról szóló információ e fejezet 2. részében található.

HALADÁS EGY EGYSÉGES FEDEZETLISTA IRÁNYÁBA

Az eurórendszer jelenlegi kétszintű fedezeti rendszere az első években hozzájárult az eurórendszer működési szerkezetének zavartalan funkcionálásához. Ugyanakkor az euróövezet növekvő pénzügyi piaci integrációja mellett a különböző euróövezeti NKB-k által elfogadható fedezetek második csoportjába tartozó eszközök sokfélesége alááshatja az ügyfelek azonos érvényesülési esélyét, és csökkentheti a hitelbiztosíték-rendszer átláthatóságát. Ráadásul, a hitelbiztosítékok kereslete növekvő trendet mutat, nem utolsósorban amiatt, hogy 2004 folyamán emelkedett a bankszektor likviditáshiánya. A magánbankok közötti piacok biztosítékkal fedezett hitelezésének trendje ugyancsak fokozta az ügyfelek hitelbiztosíték-szükségleteit.

E problémák kezelése érdekében az eurórendszer elhatározta, hogy idővel összeállítja az összes eurórendszerbeli hitelműveletben elfogadható fedezetek egységes listáját, figyelembe véve egy nyilvános konzultáció eredményeit is. Az egységes lista fokozatosan kerül bevezetésre, és végül felváltja a jelenlegi kétszintű rendszert. Az egységes lista létrehozására irányuló első lépés 2005. május 30-án lép hatályba, és három elemből áll:

- Új, jelenleg el nem fogadható fedezetek felvétele az első csoportba; nevezetesen azon G10 országban székhellyel bíró jogi személyek által kibocsátott, euróban denominált adósságinstrumentumokról van szó, amely országok nem részei az EGT-nek (Egyesült Államok, Kanada, Japán és Svájc).
- A csak nem szabályozott piacokon jegyzett adósságinstrumentumok elfogadhatóvá válnak, vagy azok maradnak, amennyiben az eurórendszer az adott nem szabályozott piacot pozitívan bírálja el a biztonság, átlátha-



tóság és hozzáférhetőség hármasszempontja alapján. Ezeket a szabványokat azért vezették be, hogy növeljék az elfogadható piacok számát, és egyidejűleg biztosítsák az eurórendszer hitelbiztosítékainak zavartalan és hatékony felmérését.

- Csak nagyon kevés piacképes adósságinstrumentum veszíti el az elfogadható státuszt, és szűnik meg idővel. Ráadásul, a törzsrészvényeket kivonták az elfogadható fedezetek második csoportjából.

Az egységes fedezetlista irányába tett második lépésként a Kormányzótanács elvben elfogadta, hogy minden euróövezeti országból származó bankhitelt vegyenek fel az egységes listára, valamint a nem piacképes, lakossági, jelzáloggal támogatott adósságinstrumentumokat is, amelyek közé jelenleg csak az ír, jelzáloggal támogatott kötelezvények tartoznak. A bankhitelek elfogadásának fő oka, hogy – a tőkepiacok növekvő szerepe ellenére – az euróövezet pénzügyi rendszere még mindig nagyban támaszkodik a banki közvetítésre, és a bankhitelek továbbra is a bankok mérlegeinek legfontosabb aktívái. A bankhitelek biztosítékként való elfogadásával az eurórendszer megerősíti azon preferenciáját, hogy széleskörű hozzáférést biztosít az ügyfeleknek a monetáris politikai és napon belüli hitelműveletekhez.

KOCKÁZATKEZELÉSI KÉRDÉSEK

Az eurórendszer műveleteivel (azaz monetáris politikai vagy fizetési rendszerbeli hitelműveleteivel) összefüggésben a kockázatkezelés

főként az eurórendszer azon hitelkockázatára koncentrál, amely központi banki pénzek ügyfélnek való juttatásakor merül fel, bár más típusú kockázatokat is figyelembe vesznek.

2004-ben kiterjedt elemzést folytattak a bankhiteleknek az egységes fedezeti listába történő felvételét illetően. Mivel a vállalati hitelek kibocsátóit gyakran nem minősítik, a bankhitelekre alternatív hitelminőség-vizsgáló forrásokat kell majd használni. Miközben vannak NKB-k, amelyek a második csoportba tartozó fedezetként már elfogadnak bankhiteleket, és már létrehozták saját hitelértékelési rendszereiket, a bankhitelekre más hitelértékelési forrásokat is létre kell majd hozni, amikor a bankhitelek bekerülnek az egész eurórendszer egységes listájába. Az elkövetkező évek nagy kihívása egy következetes és hatékony eurórendszerbeli hitelértékelési keret kifejlesztése és megvalósítása a piacképes és különösen a nem piacképes eszközökre.

1.2 DEVIZAMŰVELETEK

2004-ben az EKB devizapolitikai okokból egyáltalán nem avatkozott be a devizapiacra. Devizatranszakciói kizárólag befektetési tevékenységhez kötődtek. Továbbá az EKB nem végzett semmilyen devizaműveletet az ERM-II-ben részt vevő, euróövezeten kívüli valutákban.

Az EKB és az IMF közötti állandó megállapodást, amely azt teszi lehetővé, hogy az EKB nevében az IMF tranzakciókat kezdeményezzen

különleges lehívási jogokban (SDR) más SDR-tulajdonosoknál, 2004-ben négy alkalommal aktiválták.

1.3. BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉGEK

DEVIZATARTALÉKOK KEZELÉSE

Az EKB devizatartalék-portfóliója az euróövezeti NKB-k devizatartalék-hozzájárulásaiból áll. Célja az EKB devizapiaci műveleteinek finanszírozása. Az EKB-nál van az eurórendszer tartalékainak azon része, amely közvetlenül és késedelem nélkül felhasználható devizaintervenciók finanszírozására, és az EKB további lehívásokat is alkalmazhat az NKB-k devizatartalékaiból, amennyiben fogyóban levő tartalékainak újbóli feltöltése szükséges.

Az EKB devizatartalék-portfóliója elsősorban dollárból áll, de tartalmaz jent, aranyat és SDR-t is. Az 1999. szeptember 26-ai, 2004. március 8-án megújított Központi Banki Aranymegállapodással összhangban aktívan nem kezeltek aranykészleteket 2004-ben. Az EKB nettó devizatartalékokat megtestesítő eszközeinek értéke 2004 folyamán 38,3 milliárd euróról 36,3 milliárd euróra csökkent – elsősorban a dollárnak az euróval szembeni leértékelődése miatt.

Jelenleg minden egyes euróövezetbeli NKB kezeli az EKB dollár és jen portfólióinak egy részét. 2004-ben a hatékonyság fenntartásának céljával az eurórendszer felülvizsgálta ezt a szerkezetet, különös tekintettel az euróövezet jövőbeli bővítésére. A jelenleg véglegesítés alatt levő új rendszert 2006-ban vezetik be, és a kezelt portfóliók valutanemét illetően az eurórendszer tagjainak szakosodásával fog jární, a decentralizáció elvének kellő tiszteletben tartásával.

2004-ben megkezdődött a befektetési univerzum kiterjesztésére irányuló munka, hogy az tartalmazza a kamatlábswapokat, a valutával fedezett instrumentumokat és az amerikai STRIP-eket.² Ráadásul, az államkötvényhozamok kvantitatív előrejelzési modelljei bonyolultabbá tették a piaci fejlemények elem-

zését. Végül, egy 2005-ben kezdődő kísérletet terveztek a dollárportfólióban történő automatikus értékpapír-kölcsönzési programra.

A SZAVATOLÓ TŐKE KEZELÉSE

Az EKB szavatoló-tőke-portfóliója a jegyzett tőke befizetett részéből és az általános tartalékalapból áll. E portfólió célja, hogy az EKB-nek legyen tartaléka az esetleges veszteségek kezelésére. E kezelés célja, hogy hosszabb távon hozamot biztosítson az EKB irányadó refinanszírozási művelete átlagos kamatlábán túlmenően. 2004-ben a szavatoló-tőke-portfólió befektetési opcióit kiterjesztették euróban denominált, néhány új tagállam által kibocsátott rögzített kamatozású értékpapírra, néhány euróövezeti regionális államkötvényre és több fedezett kötvényre.

2004-ben az EKB szavatoló-tőke-portfóliója 0,3 milliárd euróval 6,2 milliárd euróra nőtt. Különösen a befizetett részvénytőke rész növekedett 63,5 milliárd euróval, az EU bővítésének és az EKB tőkejegyzési kulcsának változása következtében.

KOCKÁZATKEZELÉSI KÉRDÉSEK

Befektetési portfóliói (devizatartalék és szavatoló tőke) kezelésekor az EKB pénzügyi kockázatoknak van kitéve. E kockázatok kezelése érdekében az EKB meghatároz egy rendszert, amely tükrözi preferenciáit a hitel, a likviditás és a piaci kockázat vonatkozásában. Ez a rendszer – többek között – egy részletes korlátrendszeren keresztül valósul meg, ahol a megfelelést naponta figyelik és igazolják. Az eurórendszer jövőbeli bővítésére való tekintettel 2004-ben a hitel- és piaci kockázati rendszer egyszerűsítését célzó munka folyt.

² A STRIP jelentése: külön kereskedés a kamattal és a tőkével, amely egy úgy keletkező értékpapír, hogy egy amerikai államkötvény tőkéjét elválasztják a kamatfizetésektől.

2 FIZETÉSI ÉS ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK

Az Eurórendszer alapszabályban előírt feladata a fizetési rendszerek zökkenőmentes működésének elősegítése. E feladat végrehajtásának fő eszköze – a felvigyázási funkción kívül – fizetési és értékpapír-elszámolási szolgáltatások nyújtása. Ennek érdekében az euróban történő nagy értékű fizetésekre az Eurórendszer 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. Ami az értékpapírok elszámolását illeti, az Eurórendszer és a piac számos csatornát kínál a biztosítékok nemzeti határokon átnyúló használatának megkönnyítésére.

2.1 A TARGET-RENDSZER

A jelenlegi TARGET-rendszer „rendszerek rendszere”, azon 15 ország nemzeti fizetési rendszeréből áll, amelyek a TARGET indulásakor az EU tagjai voltak, valamint az EKB fizetési mechanizmusából (EPM) és egy összekötő mechanizmusból, amely lehetővé teszi az egymással összekötött rendszerek közötti fizetések feldolgozását. 2004-ben a TARGET folytatta hozzájárulását az euró pénzpiac integrációjához, és mert az Eurórendszer hitelműveleteit e rendszeren keresztül dolgozzák fel, továbbra is fontos szerepet játszott az egységes monetáris politika zökkenőmentes végrehajtásában. A jegybanki pénz valós idejű elszámolási szolgáltatása és a széles piaci lefedés miatt a TARGET-rendszer egy sor más fizetést is vonz.

2004-ben a TARGET zavartalanul és sikeresen működött, és folytatódott a trend, hogy a rendszerben növekvő számban számoltak el nagy értékű eurófizetéseket. Ez összhangban van az Eurórendszer azon céljával, hogy a jegybankpénzben történő teljesítést, mint egyedülállóan biztonságos fizetési módszert, támogassa. 2004-ben az euróban eszközölt nagy értékű fizetések forgalmának 88%-át bonyolították le a TARGET-en keresztül. A TARGET rendelkezésre áll minden euróban történő átutalásra bármely olyan tagállamokban levő bankok között,

amelyeknek NKB-i közvetlenül vagy közvetve összeköttetésben állnak a TARGET-tel. Ezek az átutalások történhetnek ugyanazon tagállam bankjai között (tagállamon belüli forgalom) és különböző tagállamok bankjai között is (tagállamok közötti forgalom). A legutóbbi, 2004-es vizsgálat szerint 10 483 résztvevő volt a TARGET-ben. Ez körülbelül háromszorosa a 2002. évi adatnak, és elsősorban a TARGET-ben résztvevők meghatározása új módszertanának bevezetését tükrözi. Összesen 48 500 intézményt, köztük a résztvevők fiókjait, lehet címezni banki azonosító (BIC) kóddal.

TARGET-MŰVELETEK

2004-ben a TARGET napi átlagban 267 234 fizetést dolgozott fel, napi 1 714 milliárd euró összértékben. 2003-hoz képest ez 2%-os volumen- és 4%-os értéknövekedést jelent.

A 2004. évi teljes TARGET-forgalomból a tagállamok közötti forgalom az értéket tekintve 33%-ot, a volumet tekintve pedig 24%-ot tett ki, szemben a 2003. év 33, illetve 23%-ával. A tagállamok közötti forgalmon belül értékben 95%-ot, volumenben pedig 49%-ot képviseltek a bankok közötti fizetések, míg a maradékot ügyfelek fizetései jelentették. A tagállamok közötti bankközi fizetések átlagértéke 17 milliárd volt, míg a tagállamok közötti ügyfélfizetések átlagértéke 0,8 milliárdot tett ki. További információ a fizetési forgalomról a 12. táblázatban található.

2004-ben a TARGET teljes rendelkezésre állása, azaz amikor a résztvevők üzemzavaroktól mentesen használni tudták a TARGET-et annak nyitvatartási ideje alatt, elérte a 99,81%-ot. A tagállamok közötti fizetések 95,87%-át dolgozták fel átlagosan öt percen belül. További információ a 13. táblázatban található.

2004-ben folytatódtak az új üzenetforgalmi rendszerre, a SWIFTNet FIN-re való átállással kapcsolatos kötelező változások, és minden TARGET-komponens átvitele sikeres volt.

12. táblázat Fizetési forgalom a TARGET-ben¹⁾

Volumen (tranzakciók száma)	2003	2004	Változás (%)
Teljes			
Összesen	66 608 000	69 213 486	4
Napi átlag	261 208	267 234	2
Tagállamon belüli			
Összesen	51 354 924	52 368 115	2
Napi átlag	201 392	202 193	0
Tagállamok közötti			
Összesen	15 253 076	16 845 371	10
Napi átlag	59 816	65 040	9
Érték (milliárd EUR)			
Teljes			
Összesen	420 749	443 992	6
Napi átlag	1 650	1 714	4
Tagállamon belüli			
Összesen	283 871	297 856	5
Napi átlag	1 113	1 150	3
Tagállamok közötti			
Összesen	136 878	146 137	7
Napi átlag	537	564	5

Forrás: EKB.

1) 255 működési nap 2003-ban és 259 működési nap 2004-ben.

13. táblázat A TARGET rendelkezésre állása összesen

(%)	2004
VIBER	
EPM (EKB)	99,48
ELLIPS (Belgium)	99,88
KRONOS (Dánia)	99,85
RTGSplus (Németország)	99,37
HERMES euro (Görögország)	99,80
SLBE (Spanyolország)	99,89
TBF (Franciaország)	99,94
IRIS (Írország)	99,59
BI-REL (Olaszország)	99,91
LIPS-Gross (Luxemburg)	99,97
TOP (Hollandia)	99,98
ARTIS (Ausztria)	99,87
SPGT (Portugália)	99,86
BOF-RTGS (Finnország)	99,85
ERIX (Svédország)	99,74
CHAPS Euro (Egyesült Királyság)	99,95
A rendszer rendelkezésre állása összesen	99,81

Forrás: EKB.

GONDOSKODÁS 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 esedékességgel nem dolgozzák fel – késedelem nélkül teljesítsék, még rendellenes körülmények között is. Az eurórendszer tartalékmegoldásokat dolgozott ki előre nem látható eseményekre, hogy az ilyen fontos fizetések feldolgozása rendben megtörténjen még akkor is, ha a TARGET hibásan működik. 2004-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 eurórendszer 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 eurórendszer az új tagállamok kérésére összeköti azokat NKB-inek valós idejű bruttó elszámolási rendszereit (VIBER) a TARGET-tel. Figyelembe véve a jelenlegi TARGET-rendszer még hátralévő korlátozott élettartamát, az Eurórendszer kidolgozta a teljes integráció alternatíváit, amelyek lehetővé teszik, hogy az új tagállamok VIBER-rendszerei kapcsolódjanak a jelenlegi TARGET-rendszerhez. Például a SORBNET-EURO, azaz a Narodowy Bank Polski euró VIBER-rendszere számára elképzelt megoldás egy jelenlegi euróvezetési NKB-n keresztülli kapcsolat, amelyet 2005-ben a Banca d'Italia-n keresztül biztosítanak.

KAPCSOLAT TARGET-HASZNÁLÓKKAL ÉS MÁS VALUTAÖVEZETEK VALÓS IDEJŰ BRUTTÓ ELSZÁMOLÁST 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 15

NKB és a nemzeti TARGET-használó csoportok 2004-ben is rendszeresen üléseztek. Ezenkívül a KBER TARGET Működtetési Munkacsoportja és az európai bankipar TARGET Munkacsoportja közös értekezletet tartott, hogy megtárgyalják a TARGET működésével kapcsolatos kérdéseket. A stratégiai kérdésekről az Euró Fizetések Stratégiájának Kapcsolattartó Csoportjával egyeztettek, amely kereskedelmi és központi bankok vezető tisztségviselőinek fóruma.

A világ egyik legnagyobb VIBER-rendszerének működtetőjeként az Eurórendszer szoros kapcsolatokat tart fenn más valutaövezetek VIBER-működtetőivel is. A kölcsönös függőségek növekedése, például a folyamatos összekapcsolt teljesítés műveleteiből eredő függőségek, szükségessé tették a működtetési kérdések együttes megvitatását.

2.2 TARGET2

2004. decemberében a Kormányzótanács elfogadta a Banca d'Italia, a Deutsche Bundesbank és a Banque de France arra vonatkozó közös ajánlatát, hogy kiépítik a TARGET2 egységes megosztott platformját, és azt az eurórendszer helyett fejlesztik és működtetik. Ez a döntés az NKB-k és az EKB által fenntartott, és jelenleg többszörösen összekapcsolt VIBER-rendszerekből álló TARGET felépítésének alapvető újratervezését eredményezi majd. A TARGET2 magasabb szintű szolgáltatást fog nyújtani a TARGET használóinak, és lehetővé teszi a méretgazdaságosságot.

A TARGET2 érdekében 2004-ben megkezdett főbb előkészítő munkába beletartozott a funkcionális specifikációk kifejlesztése. Ehhez a munkához a TARGET használóival szorosan együttműködve láttak hozzá. A Kormányzótanács által 2004 júliusában jóváhagyott TARGET2 általános funkcionális specifikációk (ÁFS) általánosan ismertetik a rendszer jellemzőit és funkcióit, valamint IT-felépítését. A TARGET2 átfogó likviditáskezelési funkciókat fog biztosítani, ami lehetővé teszi a hitelintézetek számára eurólikviditásuk jobb szabályozását.



tézetek számára eurólikviditásuk jobb szabályozását. Például egy olyan résztvevő számára, amely több, központi banki pénzben elszámoló fizetési és értékpapír-elszámolási rendszert használ, lehetővé válik minden ilyen pozíció elszámolása egyetlen VIBER-számláról a TARGET2-ben. Ezen túlmenően, euróövezeti hitelintézetek euróövezeti központi bankoknál vezetett VIBER-számláira a TARGET2 napon belüli likviditás-összevonási lehetőséget fog ajánlani. Így a TARGET2 euróövezeti résztvevői csoportosítani tudják majd a különböző euróövezeti központi bankoknál levő különálló VIBER-számláikat, és összevonhatják a rendelkezésre álló napon belüli likviditást a számlacsoport minden tagjának javára. Ezért az eurórendszer dolgozik egy szilárd jogi keret megalkotásán, amely e funkció biztosításának előfeltétele. A TARGET2 a korszerű, folyamatos üzletvitel koncepcióján fog alapulni, amely képessé teszi, hogy széleskörű regionális katasztrófa helyzetekkel is megbirkózzon.

Az ÁFS alapján az eurórendszer készíti a felhasználói részletes funkcionális specifikációkat (FRFS), amelyek a műszaki fejlesztési és megvalósítási munka megkezdéséhez szükséges részletességgel írják le a TARGET2 jellemzőit és funkcióit. Az ÁFS-hez hasonlóan, az FRFS-ről is intenzív megbeszéléseket folytattak a TARGET használóival. Az FRFS véglegesítése 2005 áprilisában várható.

Az eurórendszer ugyancsak dolgozik a TARGET2 alapszolgáltatása árrendszerének kifejlesztésén, amely kiküszöböli a belföldi és a határokon átnyúló tranzakciók árai közötti jelenlegi különbségeket. A rendszer tartalmaz egy választási lehetőséget, amelyről a Kormányzótanács fog dönteni, és amely lehetővé tenné a résztvevők számára a választást, hogy vagy csak tranzakciós díjat fizessenek, vagy alacsonyabb tranzakciós díjat plusz egy rendszeres díjat. A TARGET2 árrendszerének további részletei 2005-ben kerülnek meghatározásra.

2004-ben egy másik jelentősebb munkaterület a TARGET2 irányítási struktúrájának, valamint ennek alapján egy hatékony projektszervezésnek a kidolgozása volt a projekt következő fázisaira (fejlesztés, tesztelés és átállítás). A Kormányzótanács jóváhagyta a TARGET2 közös irányítására vonatkozó belső szabályokat, amelyek meghatározzák a Kormányzótanács és az euróövezeti központi bankok teljes csoportjának szerepét és felelősségét a TARGET2 projektben, valamint a rendszer kiépítését és működtetését a három központi bank által. A kiválasztott irányítási struktúra és projektszervezés biztosítani fogja mind a fejlesztési munka hatékony szervezését a projektfázisban, mind pedig az összes euróövezeti központi bank általi folyamatos részvétel és ellenőrzés megfelelő szintjét a TARGET2 indulása után.

A TARGET2 szoftverének kifejlesztésére és IT-infrastruktúrájának megteremtésére 2005-ben kerül sor. A tervek szerint az első próbákat a központi bankokkal 2006 elején kezdik. A TARGET-használók különböző hullámokban és különböző, előre meghatározott időpontokban állnak át a TARGET2-re. Minden egyes hullám egy csoport nemzeti bankból fog állni, és az átállási folyamat több hónapig tart majd, amely időszak alatt a jelenlegi TARGET-komponensek és az új rendszer egyszerre léteznek egymás mellett. A szakaszos átállást úgy szervezik, hogy minimalizálják a projekt kockázatát. A konkrét átállási folyamatról szóló döntéskor egy másik fontos szempont, hogy a központi bankok és a TARGET-használók számára minimalizálják az esetleges átállási

problémákat és költségeket. A tervek szerint az első országcsoport 2007. január 2-án áll át a TARGET2-re. Az eurórendszer továbbra is szorosan együttműködik a TARGET-használók közösségével a projekt minden fázisában, és jelent a munka haladásáról.

2.3 FEDEZETEK HATÁRON ÁTNYÚLÓ HASZNÁLATA

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

Az Eurórendszer által tartott határon átnyúló biztosíték összege a 2003. decemberi 305 milliárd euróról 2004 decemberére 370 milliárd euróra emelkedett. 2004 végén az eurórendszernek nyújtott összes fedezet 43,89%-át tették ki a határon átnyúló biztosítékok. Ezek az adatok alátámasztják a korábbi években megfigyelt trendet, amely szerint az euróövezet pénzügyi piaci fokozódó mértékben integrálódnak, és növekszik az ügyfelek hajlandósága, hogy portfóliójukban egy másik euróövezeti országban kibocsátott fedezeteket tartsanak.

A KÖZPONTI BANKOK LEVELEZŐ BANKI MODELLEJE

A KLBM maradt a határokon átnyúló biztosítékok átutalásának fő csatornája. Az eurórendszernek 2004-ben nyújtott összes biztosíték 35,37%-a áramolt át rajta. A KLBM-en keresztül letétben tartott eszközök összege a 2003 végi 259 milliárd euróról 2004 végére 298 milliárd euróra emelkedett.

A 2003. évi fejlesztések eredményeként az NKB-k már 2004 elején elérték a belső KLBM-eljárások egy órán belüli lefolytatásának célját, feltéve, hogy az ügyfelek (és letétőrzőik) helyesen nyújtották be instrukcióikat. Az eurórendszer vizsgálja a határon átnyúló biztosítékok

hatékony és biztonságos használata további javításának és alternatíváinak lehetőségeit.

A letétkezelő bankok gyakran töltnek be fontos szerepet a KLBM feldolgozási láncolatában azzal, hogy ügyfelek nevében biztosítékot szállítanak. 2004 januárjában megkezdték az európai hitelszektor főbb szövetségei által a KLBM-tranzakciókban részt vevő letétőrző bankok részére megállapított „legjobb gyakorlat” alkalmazását. Ennek célja a KLBM hatékonyságának optimalizálása. A piaci résztvevőknek a legjobb gyakorlat alkalmazására irányuló törekvései is segítették az NKB-kat, hogy belső KLBM-eljárásaikat egy órán belül le tudják folytatni. Ugyanakkor bizonyos körülmények között, például csúcsgalomban esetén, előfordulhat eltérés ettől az egyórás viszonyítási értéktől.

AZ ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK KÖZÖTTI ELFOGADHATÓ KAPCSOLATOK

Az ÉER-eket szerződéses és működtetési 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 az eurórendszer hitelműveleteihez kapcsolódó átutalásokra. Ráadásul ezek a kapcsolatok az euróövezetnek csak egy részét fedik le. A kapcsolatok akkor elfogadhatóak az eurórendszer hitelműveleteihez, ha megfelelnek az Eurórendszer kilenc felhasználói szabványának³, amelyek a központi bankoknak az ÉER-ekben történő elszámolási követelményeit helyezik a középpontba. Az Eurórendszer ezekhez a szabványokhoz viszonyít bármely új kapcsolatot vagy az elfogadható kapcsolatok fejlesztését. 2004-ben három meglévő elfogadható kapcsolatot továbbfejlesztettek és a változtatást pozitívan értékelték.

A kapcsolatokon keresztül tartott biztosítékok összege a 2003. decemberi 46 milliárd euróról 2004 decemberére 72 milliárd euróra emelkedett, de az eurórendszerben tartott összes – határon átnyúló és belföldi – biztosítéknak mindössze 8,5%-át képviselte.

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

3 BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK

3.1 A BANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK FORGALMA

EURÓBANKJEGYEK ÉS ÉRMÉK KERESLETE

A 2003. évi 22%-os éves növekedési ütemet követően 2004-ben a forgalomban levő euróbankjegyek értéke 15,0%-kal, 436,1 milliárd euróról 501,3 milliárd euróra emelkedett. A forgalomban levő euróbankjegyek darabszáma 6,8%-kal (a 2003. évi 10,1%-kal összehasonlítva), 9,0 milliárdról 9,7 milliárdra nőtt. A 37. ábra mutatja a forgalomban levő nemzeti bankjegyek és euróbankjegyek értékének alakulását 2000 és 2004 között. A 38. ábra a forgalomban lévő euróbankjegyek darabszámának alakulását szemlélteti azok bevezetése óta.

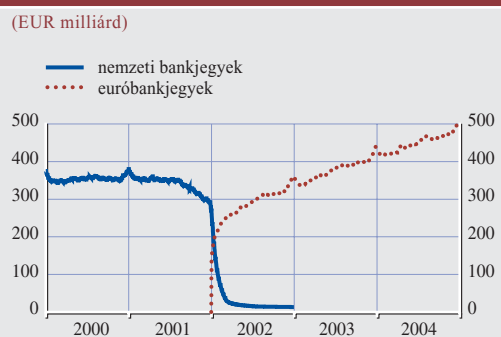
A készpénzátállás óta a forgalomban levő bankjegyek értéke meredekebben emelkedett, mint azok mennyisége, ami a forgalomban levő nagy címletértékű bankjegyek darabszámának különösen erőteljes növekedését tükrözi. A 39. ábra címletek szerint mutatja a forgalomban levő euróbankjegyek alakulását 2002 és 2004 között. 2004-ben leginkább az 500 eurós bankjegy iránti kereslet nőtt, 28,4%-kal. Ugyancsak nagyon erős kereslet mutatkozott az 50 és a 100 eurós bankjegyek iránt, amelyek forgalma 12,4%-kal, illetve 13,5%-kal emelkedett.

A forgalomban levő 5, 10, 20 és 200 eurós bankjegyek darabszámának növekedése a bankje-

gyek 2002-es bevezetése óta összességében igen mérsékelt volt, bár országonként eltérések lehetnek. A 200 eurós bankjegy kivételével a kereslet erős növekedése csak szezonális csúcsidezőszakokban volt tapasztalható, mivel a 10 és 20 eurós bankjegyeket elsősorban a napi készpénzforgalomban használják. Az 50 eurós bankjegy esetében viszonylag nagy növekedést és szezonális ingadozásokat is regisztráltak. Ezzel szemben az 5 és a 100 eurós bankjegyek csak mérsékelt szezonális változást mutattak, míg a 200 és az 500 eurós bankjegyek semmilyen szezonalitást nem követtek. Az világos, hogy az euróövezeten belüli tranzakciós célú kereslet önmagában nem magyarázza meg az e címletek iránti kereslet tartósan emelkedő trendjét, de minden bizonnyal más tényezők is szerepet játszanak. Az egyik ilyen tényezőnek látszik az euróbankjegyek iránti növekvő nemzetközi kereslet. Újabb elemzések azt sugallják, hogy a forgalomban levő bankjegyek mintegy 10–15%-át tartják az euróövezeten kívül. Egy másik tényező a lakosság részéről történő felhalmozás, amit részben a kamatok alacsony szintje befolyásol.

2004-ben a forgalomban levő euróérmék (azaz a nettó forgalom, amely nem tartalmazza az NKB-k készleteit) értéke 9,1%-kal nőtt, 14,1 milliárd euróról 15,3 milliárd euróra. A forgalomban lévő összes euróérme darabszáma 14,8%-kal, 56,2 milliárdra emelkedett. A forga-

37. ábra A forgalomban levő bankjegyek teljes értéke 2000 és 2004 között



Forrás: EKB.

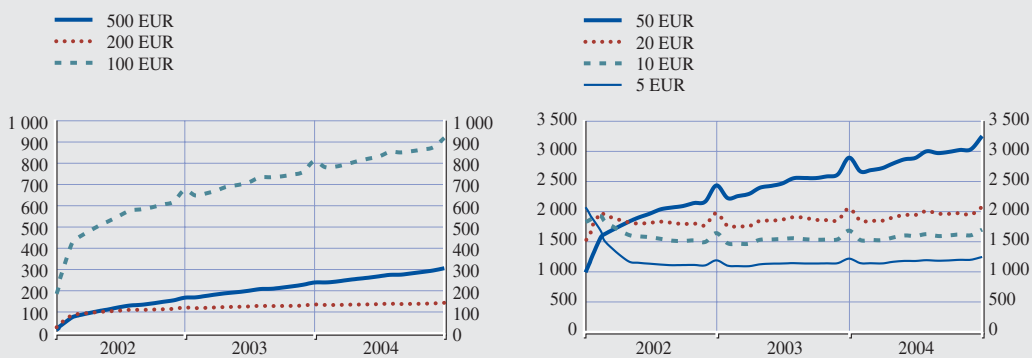
38. ábra A forgalomban levő euróbankjegyek teljes száma 2002 és 2004 között



Forrás: EKB.

39. ábra Forgalomban lévő euróbankjegyek száma 2002 és 2004 között

(millió)



Forrás: EKB.

lomban lévő euróérmék darabszáma 2003 eleje óta folyamatosan növekszik, amikor a mennyiség megegyezett az átálláskor kibocsátott kezdeti 40,4 milliárd érmével.

AZ EURÓRENDSZER BANKJEGYFELDOLGOZÁSA

Az euróbankjegyek befizetése és kifizetése minden euróvezetési NKB esetén viszonylag stabil 2002 második negyedéve óta. A havi befizetések és kifizetések ingadozása elsősorban a bankjegykereslet szokásos szezonális változásait tükrözi.

2004-ben az euróvezetési NKB-k összesen 29,4 milliárd darab euróbankjegyet dolgoztak fel, ez a mennyiség hasonló a 2003. évi adathoz. 2004 januárja és decembere között összesen 30,4 milliárd darab bankjegy került forgalomba, és 29,7 milliárd darab jutott vissza az NKB-khoz. A bankjegyek jegybanki megfordulása, amelyet az NKB-knál befizetett bankjegyek és a forgalomban lévő bankjegyek darabszámának arányával mérnek, 2002 óta viszonylag stabil maradt, és 2004-ben körülbelül évi 3,4 volt. 2004-ben 3,8 milliárd darab forgalomképtelen bankjegyet semmisítettek meg.

3.2 BANKJEGYHAMISÍTÁS ÉS A PÉNZHAMISÍTÁS MEGAKADÁLYOZÁSA

HAMIS EURÓBANKJEGYEK

A 2002-ben és 2003 nagy részében tapasztalt folyamatos növekedés után az euróbankjegyek hamisításának aránya jelenleg viszonylag stabil. 2003 utolsó negyedéve és 2004 vége között havonta átlagosan mintegy 50 000 darab hamisított bankjegyet vontak be a forgalomból, a valódi bankjegyekével megegyező szezonális ingadozásban, mint például többet a szabadságolási időszakokban. A Nemzeti Bankjegyszakértő Központok (NBK-k)⁴ által kézhez vett hamisított bankjegyek száma 2004-ben összesen 594 000 volt. 2003-hoz képest ez 7,8%-os növekedést jelent, amely lényegesen alacsonyabb az egy évvel korábban megfigyelt növekedési ütemnél. A 40. ábra mutatja a forgalomból bevont hamisítványok trendjét, az

14. táblázat A hamisított bankjegyek megoszlása címletek szerint

	5 €	10 €	20 €	50 €
Százalék	1	5	24	48
	100 €	200 €	500 €	Összesen
Százalék	17	4	1	100

Forrás: Eurórendszer.

4 Az egyes EU-tagállamokban alapított, euróbankjegy-hamisítványok első elemzését nemzeti szinten végző központok.

adatok féléves időszakokra vonatkoznak a bankjegyek forgalomba hozatalának kezdete óta.

A 14. táblázat azt mutatja, hogy a hamisítók legfőbb célpontja továbbra is az 50 eurós bankjegy, bár az év folyamán arra is felmerült némi bizonyíték, hogy a szervezett bűnözés fokozódó mértékben veszi célba a 100, a 200 és az 500 eurós bankjegyeket. Kis mennyiségben az átlagosnál jobb hamisítványokat gyártottak ezekből a címletekből.

Nyilvánvaló, hogy a hamis bankjegyek darabszáma (2004-ben 594 000) összességében csak apró töredéke a forgalomban levő valódi bankjegyek átlagos darabszámának (2004-ben 8 867 milliárd). A lakosság továbbra is bízhat az euró biztonságában: ez jól védett pénz marad mind a biztonsági elemek kifinomultságát, mind az európai és a nemzeti bűnüldöző szervek hatékonyságát illetően. Ugyanakkor a lakoságnak továbbra is óvatosnak kell lenni. Az „érezd-nézd-forgasd” teszt majdnem minden esetben elegendő a hamis bankjegyek felismerésére.

A PÉNZHAMISÍTÁS MEGAKADÁLYOZÁSA

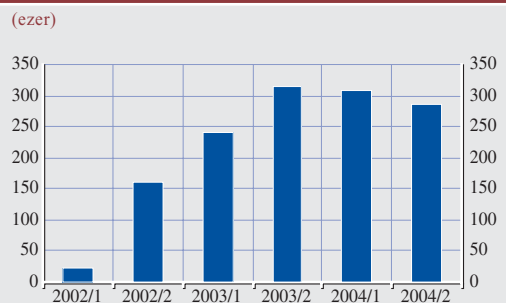
Az NKB-kkel, az Europollal és az Európai Bizottsággal (különösen az Európai Csalás Elleni Hivatallal, az OLAF-fal) való együttműködésen túlmenően az EKB 2004-ben megállapodást kötött az Interpollal az euró védelméről és a pénzhamisítás elleni küzdelemről. További együttműködési megállapodások jöttek létre két, EU-val szomszédos ország (Ukrajna és



Bulgária) központi bankjával, és a jövőben hasonló megállapodások várhatók más országokkal is. Az Eurórendszer mind az EU-ban, mind azon kívül aktív volt a készpénzzel foglalkozó szakemberek továbbképzésében a bankjegyhamisítványok felismerését és megfelelő kezelést illetően. Az EKB-n belüli Hamisítvány Elemző Központ, valamint a NBK-k együttműködtek a rendőrséggel a pénzhamisítás elleni küzdelemben, és igény esetén a NBK-k szakértői a hatóságokat szaktanácsal és szakmai jelentésekkel látták el.

A Nemzetközi Központ a Pénzhamisítás Megakadályozására, aminek az EKB ad helyet, folytatta az új sokszorosító berendezések és a pénzhamisítás-megakadályozási rendszerek kiértékelését, valamint a – 27 európai és Európán kívüli központi bank közös kezdeményezésként létrejött – Pénzhamisítás Megakadályozására Irányuló Jegybanki Csoport támogatását.

40. ábra A forgalomból 2002 és 2004 között kivont hamisított bankjegyek száma



Forrás: EKB.

3.3 BANKJEGYKIBOCSÁTÁS ÉS -GYÁRTÁS

AZ EURÓRENDSZER SZEREPE A KÉSZPÉNZFORGALOMHOZ KAPCSOLÓDÓAN

2004 decemberében döntött a Kormányzótanács az eurórendszer készpénzforgalomhoz kapcsolódó szerepét és feladatait illetően a közös alapelvekről és célokról. A szerep és a feladatok meghatározása hozzájárul majd az Egységes Euró-Fizetési Övezet (lásd 3. fejezet 3. pont) kialakításához. Ez ugyancsak megbízható keretet nyújt az eurórendszer készpénzforgalmi partnereinek (azaz a bankiparnak és a készpénzfeldolgozó és -szállító szervezeteknek). A decentralizáció elvével összhangban a Kormányzótanács nem alakított ki egy teljesen harmonizált rendszert az euróövezeti készpénzszolgáltatásokra. Miközben az EKB iránymutatásával bizonyos mértékű összehangolás és szabványosítás szükséges, a nemzeti szintű megvalósításért az NKB-k felelősek, figyelembe véve az adott nemzeti gazdasági környezetet és banki struktúrákat, a meglévő NKB-fiókhálózatot, valamint a készpénzfizetések viszonylagos arányát és/vagy a hosszú távú megállapodásokat.

AZ EKB FELTÉTELRENDSZERE A HAMISÍTVÁNYOK FELISMERÉSÉRE ÉS A VALÓDI BANKJEGYEK FORGALOMKÉPESÉG SZERINTI VÁLOGATÁSÁRA

A bank-, valamint a készpénzfeldolgozó és -szállító iparral folytatott konzultációkat követően 2004 decemberében az EKB elfogadott egy feltételrendszert arra nézve, hogy a hitelintézetek és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek a hamisítványokat felismerjék és a valódi bankjegyeket minőség („forgalomképesség”-nek ismert) szerint válogassák. E feltételrendszer alapvető célja, hogy közös politikát valósítson meg a hitelintézetek és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek általi bankjegyekelésre és -feldolgozásra, valamint az, hogy segítséget nyújtson nekik az 1338/2001/EK tanácsi rendelet 6. cikke szerinti kötelezettségeik teljesítéséhez az euróbankjegy-hamisítványok felismerését és forgalomból való bevonását illetően. Az NKB-k e feltételrendszert saját hatáskörükben alkalmazzák legkésőbb 2006 végéig. Egy,

15. táblázat Az euróbankjegyek gyártásának megoszlása 2004-ben

Címlet	Mennyiség (millió bankjegy)	A gyártást megrendelő EKB
5 €	-	-
10 €	378	DE, FR, GR, IE, AT
20 €	290	FR, PT
50 €	683	BE, DE, ES, IT, NL
100 €	124	IT, FI
200 €	-	-
500 €	124	DE, LU
Összesen	1 599	

Forrás: EKB.

legkésőbb 2007 végén lejáró, kétéves átmeneti időszak áll a hitelintézetek és a készpénzkezeléssel hivatásszerűen foglalkozó más szervezetek rendelkezésére az eljárások és a jelenleg működő gépek átalakítására.

GYÁRTÁSI MEGÁLLAPODÁSOK

2004-ben összesen 1,6 milliárd bankjegyet gyártottak szemben a 2003. évi 3,1 milliárddal. A gyártási igény 2004. évi, fentiek szerinti jelentős csökkenése elsősorban a 2003-ban vártnál alacsonyabb tényleges pótlási igényre vezethető vissza.

2002 óta az euróbankjegyek gyártását egy decentralizált közös gyártási rendszerrel összhangban osztják szét az NKB-k között. Ebben a rendszerben minden euróövezeti NKB az egyes címletekre vonatkozó teljes igény rá eső részének beszerzéséért felelős. A 15. táblázat foglalja össze a gyártás 2004. évi megosztását.

A jövőbeli bankjegyeszerzésekre vonatkozó rendelkezéseket a Kormányzótanács által 2004 szeptemberében elfogadott EKB/2004/18 iránymutatásban fektették le. Az iránymutatás kialakítja az euróbankjegyek gyártásának egységes eurórendszeri pályázati eljárását, amelyet legkésőbb 2012. január 1-jéig alkalmaznak. Az eljárás alkalmazását majd egy átmeneti időszak előzi meg, amely elegendő időt biztosít az NKB-k és a pénzjegynyomdák számára, hogy felkészüljenek az új eljárásra. Ez az átmeneti időszak legkorábban 2008. január 1-jén kezdődik, de a pontos kezdési időpont – amelyről majd a Kormányzótanács dönt – attól függ,

mikor érik el a kritikus tömeget mind az egységes eurórendszeri pályázati eljárásban részvett vállaló NKB-k számát, mind pedig a versenyeztetésre kerülő bankjegyek teljes mennyiségét illetően.

zetésük következtében, és nagy költségekkel járna gyártásuk és feldolgozásuk.

Az iránymutatást a szabadverseny, az erőforrások hatékony felhasználását támogató nyitott piacgazdaság elvével és az EU versenytörvényével összhangban dolgozták ki. Az eljárás célja különösen az, hogy az egységes eurórendszeri pályázati eljárásban részt venni kívánó minden pénzjegynyomda számára azonos elbánást biztosítsanak, valamint az, hogy garantálják az átláthatóságot és az euróbankjegyek folyamatosan biztonságos gyártását. Az iránymutatásban lefektetett versenyszabályok az eurórendszer teljes bankjegyigényére fognak vonatkozni. Azon NKB-k, amelyek saját pénzjegynyomdával rendelkeznek vagy állami pénzjegynyomdákat használnak, dönthetnek úgy, hogy nem vesznek részt az egységes eurórendszeri pályázati eljárásban, és ebben az esetben továbbra is ezekben a pénzjegynyomdáknak fogják gyártani a rájuk eső euróbankjegyeket.

NAGYON KIS CÍMLETŰ BANKJEGYEK

Különböző forrásokból származó javaslatokra reagálva az eurórendszer megvizsgálta a nagyon kis címletű bankjegyek, azaz az 1 eurós és/vagy 2 eurós bankjegyek bevezetésének lehetséges pozitív és negatív szempontjait. Gondos megfontolás után a Kormányzótanács 2004 novemberében úgy határozott, hogy nem vizsgálja felül az euróbankjegyek címleteire vonatkozó, 1998-ban hozott határozatát, tehát nem bocsátanak ki 1 eurós vagy 2 eurós bankjegyeket. A vitában felmerült minden érvet megvizsgálva a Kormányzótanács arra a következtetésre jutott, hogy a nagyon kis címletű bankjegyek bevezetésének mindent összevéve több lenne a negatívuma, mint a pozitívuma. E határozathoz különösen hozzájárult, hogy az euróvezeti polgárok többségének körében nincs elegendő kereslet a nagyon kis címletű bankjegyek iránt, a legtöbb érintett harmadik fél – például a kiskereskedelmi szektor és az árusító automatákat üzemeltetők – hatékonysága csökkenne beve-

4 STATISZTIKA

Az NKB-k segítségével az EKB olyan statisztikai adatok széles körét gyűjti, amelyek lehetővé teszik a KBER számára, hogy teljesítse feladatait. A szükséges statisztikai információt vagy az illetékes nemzeti hatóságoktól, vagy közvetlenül a gazdaság szereplőitől gyűjtik. A korábbi évekhez hasonlóan a statisztikák szolgáltatása 2004-ben is zökkenőmentes volt, miközben folytatódott a statisztikai rendszer javítását célzó munka, és az EKB középtávú statisztikai stratégiájával összhangban új statisztikák váltak elérhetővé. Az EKB megtartotta második statisztikai konferenciáját is, ezúttal a statisztikáknak a monetáris és a gazdaságpolitika kialakításában való felhasználására összpontosítva.

Az államháztartási statisztikák területén – különösen az adatok megbízhatósága tekintetében – van még néhány függőben levő kérdés, amely lényeges a stabilitási és növekedési paktum megvalósítása és a költségvetési ellenőrzés hitelessége szempontjából. Országtól függően, a nemzeti statisztikai hivatalok (NSH-k) és az NKB-k segítségével az Európai Bizottság (Eurostat) felelős e statisztikák szolgáltatásáért. Az EKB intenzíven használ általános gazdasági statisztikákat, amelyek nagyobbik részét az Eurostat gyűjti és állítja össze. Az euróövezetre vonatkozó ilyen statisztikák szolgáltatása néhány területen tovább javult, például a negyedéves GDP-adatok időszerűségét, a HICP gyorsbecslésének minőségét és a rövid távú üzleti mutatókat illetően. Az utóbbi évek fejleményeit figyelembe véve az EKB 2004 decemberében kiadta az általános gazdasági statisztikákra vonatkozó követelményeinek ismertetését.

4.1 TOVÁBBI FEJLESZTÉSEK AZ EURÓÖVEZET STATISZTIKAI RENDSZERÉBEN

A statisztikai rendszer terén eddig elért jelentős eredmények és az euróövezeti statisztikák általában vett jó minősége ellenére az euróövezet átfogó statisztikai rendszerének további tökéletesítése szükséges. Előre tekintő módon alkalmazkodni kell a folyamatban levő gazdasági



átalakuláshoz, és az EKB-n belüli és kívüli felhasználók által felismert statisztikai hiányosságokat – ahol lehet – meg kell szüntetni. 2004 folyamán az EKB megkezdte a teljes rendszer további tökéletesítésére irányuló munkát. A statisztikai projektek hosszú bevezetési ideje miatt eredmények középtávon várhatóak.

Az euróövezeti statisztika fontos eleme a negyedéves nemzeti számlák rendszerének megtervezése és összeállítása szektoronként, amit az Eurórendszer az Eurostat-tal és az NSH-kkal együtt végez. E számlák rendszere a következő szektorokat fedi le: háztartások, nem pénzügyi vállalatok, pénzügyi vállalatok, kormányzat és a külföld. Ezek a statisztikák felfedik majd e különféle szektorok közötti, valamint a gazdaság pénzügyi és nem pénzügyi tranzakciói közötti kapcsolatokat. Az ilyen szektor-számlák kellően hosszú, a referencia-időszak után nem sokkal nyilvánosságra hozott időszora lehetővé teszi a monetáris politika impulzusainak nyomon követését az euróövezet pénzügyi szektoraitól a nem pénzügyi szektorokig, valamint az euróövezetre gyakorolt gazdasági sokkok hatásának jobb elemzését. Egy ilyen idősor egyéb elemzések szélesebb körének elvégzését is lehetővé teszi. A szektoronkénti negyedéves nemzeti számlákba beépítették azokat a fontos mutatókat, amelyek a gazdasági ciklus elemzéséhez és előrejelzési célból szükségesek.

A pénzügyi eszközökre vonatkozó 39-es Nemzetközi Számviteli Standard (IAS 39) – amelynek alkalmazása 2005. január 1-jétől minden tőzsdén jegyzett cég számára kötelező – beépítése az EU jogrendszerébe szükségessé tette a monetáris pénzügyi intézmények összevont mérlegéről szóló rendelet (EKB/2001/13) módosítását, hogy megőrizték a monetáris statisztikák fogalmi alapját. A 2005. január 1-jén életbe lépett módosító rendelet (EKB/2004/21) biztosítja, hogy az IAS 39 végső elfogadási formájától függetlenül az MPI-k továbbra is névértéken jelentik hitel- és betétállományaikat, figyelmen kívül hagyva azokat a változásokat, amelyek az EU számviteli rendszerének jogi szabályozásában e dátum után bekövetkezhetnek.

4.2 ÚJ VAGY TOVÁBBFEJLESZTETT STATISZTIKÁK

2004 folyamán az EKB megkezdte néhány olyan új statisztika publikálását, amelyek alkalmazhatóak monetáris politikai vagy egyéb KBER-feladatokhoz, valamint a gazdaságpolitikához általában, és hasznosak a piaci szereplők és a nagyközönség számára is.

Az EKB, az Európai Bizottsággal karöltve, 2004 tavaszán először tett közzé a tíz új EU-tagállamra vonatkozó, a hosszú távú kamatlábakról szóló havi statisztikákat, amelyek annak megítéléséhez szükségesek, hogy ezek az államok mennyire felelnek meg a GMU-ba történő belépéshez szükséges magas szintű konvergencia követelményének. 2004 júniusa óta az EKB ugyancsak publikálja az euróövezet fizetési mérlegének monetáris prezentációját havi gyakorisággal. Ezen túlmenően, az EKB és az Eurostat kiadott egy jelentést a közvetlen külföldi befektetésekről, amely a vonatkozó statisztikák összeállításának javított módszereit javasolja. Az euróövezet fizetési mérlegének negyedéves folyó mérleg adatai most már 1980-tól rendelkezésre állnak. Az euró effektív árfolyamait illetően a mutatók kiszámításához használt kereskedelmi súlyok aktualizálása, a földrajzi lefedettség megnövelése megtörtént, és 2004 szeptembere óta egy új idősort publikál

az EKB. Jelenleg havonta teszi közzé az euróövezet tőzsdei részvényei tranzakcióinak és állományának statisztikáit. Az új statisztikák tartalmazzák az euróövezet rezidensei által kibocsátott összes tőzsdei részvényre vonatkozó bruttó kibocsátásokat, a visszavásárlásokat és a fennálló állományokat.

Az ECOFIN Tanácsnak a GMU statisztikai követelményeire vonatkozó akcióterve keretében az EKB 2004-ben rendelkezésre bocsátott egy átfogó készletet a kormányzati szektor negyedéves pénzügyi és nem pénzügyi számláiról. Már megkezdődött a munka, amely ezeket a statisztikákat a negyedéves szektoronkénti nemzeti számlákba integrálja.

2004-ben az EKB a jogi kereteket is tökéletesítette, hogy a jövőben új statisztikák közzététele váljon lehetővé. Az EKB felülvizsgálta azt az iránymutatását és ajánlását, amelyek a fizetési mérleg, a nemzetközi befektetési pozíció és a nemzetközi tartalékok statisztikai jelentési követelményeire vonatkoznak. 2005 januárjában az EKB megkezdte e területen a bővített statisztikáinak publikálását, beleértve egy földrajzi bontást is. Ezenkívül az EKB irányelveket tett közzé az EU bővítésére vonatkozó MPI-mérlegstatisztikákról. Ezek az irányelvek az EKB/2003/10 rendelet követelményeinek és szabványainak világos és következetes megértését szolgálják.

2004-ben lépések történtek a statisztikák terjesztésének és elérhetőségének javítása érdekében. Mind az EKB először 2004 januárjában kiadott újratervezett Havi jelentése, mind az EKB honlapjának 2004 júniusa óta működő új változata tökéletesebbé tett statisztikai részeket tartalmaz.

4.3 ÁLLAMHÁZTARTÁSI STATISZTIKÁK

2004 folyamán súlyos kételyek támadtak a Szerződés, valamint a stabilitási és növekedési paktum szerinti költségvetési ellenőrzést szolgáló statisztikák megbízhatóságát illetően. Az EKB teljes mértékben támogatta az ECOFIN

Tanács 2004. szeptember 11-i, Scheveningenben tartott informális ülése után kiadott, a statisztikák jó színvonalára vonatkozó nyilatkozatot. Ezeknek a normáknak meg kell erősíteniük az NSH-k függetlenségét, integritását és elszámoltathatóságát. Az EKB szorosan együttműködik e témában az Európai Bizottsággal, különösen a Monetáris, Pénzügyi és Fizetési-mérleg-statisztikák Bizottságán keresztül, amelyben az Eurostat, az NSH-k, az NKB-k és az EKB vezető statisztikusai dolgoznak. A Kormányzótanács által 2005 februárjában elfogadott, az államháztartási statisztikákról szóló EKB-iránymutatás végrehajtása tovább fogja javítani az euróövezet államháztartási aggregátumainak minőségét, és egy újabb lépés lesz egy teljesebb, a fiskális felügyeletet szolgáló államháztartási adatkészlet minőségének és normáinak megállapításában.

5 KÖZGAZDASÁGI KUTATÁS

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

Alapítása után öt évvel az EKB felkért három független külső szakértőt, hogy magas akadémiai normák szerint értékeljék az EKB-nél folyó közgazdasági kutatási tevékenységeket, és mérjék fel, hogy az EKB-nél 1998 óta folytatott kutatás milyen mértékben járult hozzá céljai eléréséhez. Az EKB honlapján olvasható szakvélemény⁵ mindent egybevéve pozitívan értékelte az EKB-nél folyó kutatást tudományos minőség és hozzáadott érték, a monetáris politika folytatásához és az EKB más feladataihoz és funkcióihoz való alkalmazhatóság, a tudományos közösségre és más, gazdaságpolitikai döntéshozó intézményekre gyakorolt hatása

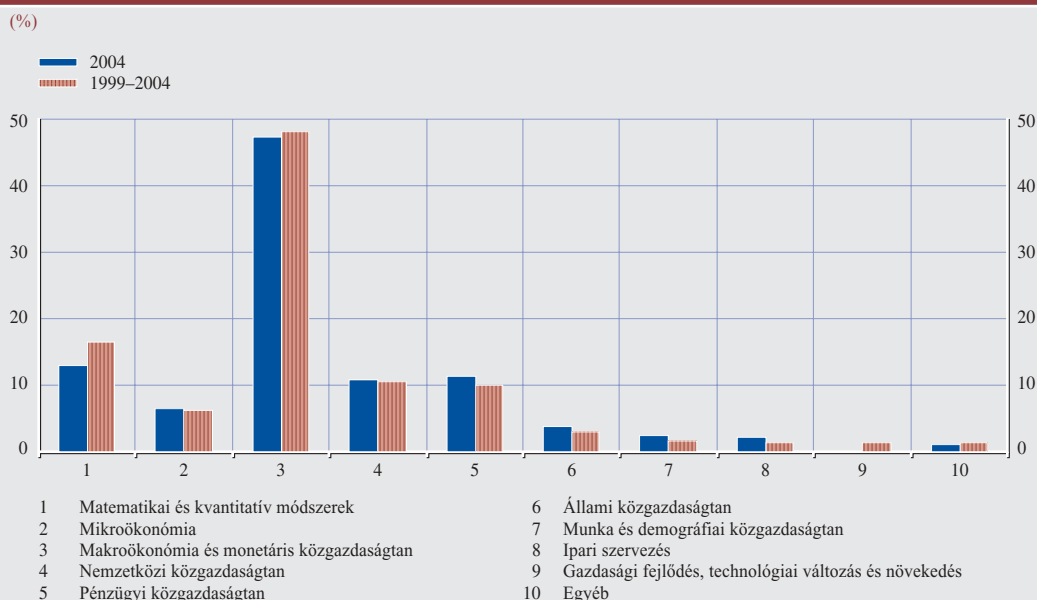
szempontjából. Felkérésükkel összhangban az értékelők számos ajánlást is tettek a kutatási tevékenységek további javítására. Az ajánlások öt területre terjedtek ki: a dolgozók ösztönzése, hogy kiváló minőségű kutatást folytassanak; hosszú távú gazdálkodás a humán tőkével; az EKB különböző területein folyó kutatási tevékenységek tartalma és összehangolása; a kutatás támogatása; valamint a kutatással kapcsolatos kommunikáció és a kutatásról szóló információk elterjesztése. Számos javaslat egybeesett az EKB saját értékelésével, és intézkedtek e tökéletesítések megvalósításáról.

5.1 KUTATÁSI TERÜLETEK

A 2004-es kutatási program hat fő területre bontható: makroökonómia és monetáris közgazdaságtan; nemzetközi makroökonómia és pénzügyek; pénzügyi stabilitás; pénzügyi integráció; az euróövezet makroökonometriai model-

5 M. Goodfriend, R. König és R. Repullo: „Az Európai Központi Bank gazdasági kutatási tevékenységeinek külső értékelése” (*External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank*), 2004.

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



Forrás: EKB.

lezése; valamint általános gazdasági és strukturális témák. Jelentős erőket fordítottak az euróövezet bővítésének és az új EU-tagállamok gazdaságainak kutatására. Ebben az összefüggésben az euróövezet későbbi bővítésének előkészítő munkája folyt, különösen a makroökonómiai előrejelzésekhez használt elemzési eszközök tekintetében.

Az EKB-n belül vagy azzal együttműködve végzett kutatások legtöbb eredményét az EKB füzetek sorozatban, valamint – kisebb mértékben – az EKB műhelytanulmányok sorozatban, továbbá különböző konferenciákon és szakmai rendezvényeken mutatták be. 2004-ben 126 EKB füzetet adtak ki (szemben a 2003. évi 97-tel). A sorozat 1999. évi indítása óta kiadott füzetekből sokat jelentettek meg vagy fognak megjelentetni tudományos lapokban (130) vagy könyvekben (30). Figyelembe véve a szakmai bírálati eljárásból fakadó hosszú kiadási időket, ez a már most is jelentős arány 2005-ben várhatóan emelkedni fog. A 41. 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 „nemzetközi gazdaságtan” követnek.

2004 során az EKB számos konferencia és szakmai rendezvény házigazdája volt. Példaként említhető „Az új EU-tagállamok: konvergencia és stabilitás” címet viselő harmadik EKB jegybanki konferencia, amely három fő témát ölelt fel: az új EU-tagállamok gazdasági és szerkezeti átalakulása, nemzetközi kapcsolatok és az új EU-tagállamok makroökonómiai teljesítménye, és az ezen országokban zajló makroökonómiai változások. A BIS-szel és a G10 országok központi bankjaival együtt az EKB egy új kiadványt indított, *International Journal of Central Banking* címmel (lásd 6. fejezet).



5.2 KUTATÁSI HÁLÓZATOK

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

2003-ban hozták létre az eurórendszernek az infláció ragadósságát vizsgáló hálózatát (*Eurosystem Inflation Persistence Network*), amely kutatókat gyűjt egybe az eurórendszer minden központi bankjából, hogy elemezzék az euróövezet és a nemzetgazdaságok inflációjának dinamikáját. A jelenség tanulmányozására adatok széles körét használják fel, beleértve fogyasztói és termelői árak egyedi és szektorális adatait, makroökonómiai inflációs rátákat és felmérések eredményeit. Az elemzés végeredményei 2005-ben várhatók. 2004-ben az empirikus elemzés nagy részét végezték el, részeredményeket tettek közzé az EKB füzetek sorozatban, és szakmai körökből visszajelzéseket gyűjtöttek. Bizonyos eredményeket ugyancsak bemutattak több nemzetközi szakmai rendezvényen és konferencián, beleértve a hálózat által 2004 decemberében szervezett konfe-

renciát, amelynek az EKB volt a házigazdája. Az ilyen eseményeken kapott inputot a hálózat által készített elemzés befejező szakaszában fogják felhasználni. A hálózat eddig megállapította, hogy az egyes fogyasztási cikkek és szolgáltatások árai az euróövezetben viszonylag ritkán változnak, mégpedig átlagosan évente egyszer. Amikor árváltozások történnek, akkor azok rendszerint nagyok, és viszonylag egyenlően oszlanak meg árnövekedésekre és árcsökkenésekre. Az árak merevebbek a szolgáltatási szektorban, mint az áruszektorban, és az euróövezetben átlagosan magasabbak, mint az Egyesült Államokban. Továbbá a hálózat megállapításai szerint az infláció fennmaradása függhet a mindenkori inflációs és monetáris politikai rezsimektől, és más tényezők azonosága esetén az infláció rendszerint alacsonyabb akkor, amikor az árstabilitási várakozásoknak mély gyökerei vannak a gazdaságban.

A Gazdaságpolitikai Kutatóközponttal (*Centre for Economic Policy Research, CEPR*) együttműködésben szervezett Euróövezeti Konjunktúra Hálózat (*Euro Area Business-Cycle Network*) fórumot biztosít az euróövezeti konjunktúra tanulmányozásához oktatási intézmények, jegybankok és más gazdaságpolitikai intézmények kutatói számára. 2004-ben a hálózat megszervezte második tréningprogramját a gazdasági ciklusok elemzését szolgáló faktormodellek témakörében; a vendéglátók a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique és a Bocconi Egyetem voltak. Két kutatói műhelyt is szerveztek, egyiket az új tagállamok és a csatlakozó országok gazdasági ciklusának tárgyában; itt az Oesterreichische Nationalbank volt a vendéglátó. A másik kutatói műhely az előrejelzések egyesítésének területén történt előrelépésekről szólt; itt a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique töltötte be a házigazda szerepét. 2004 eleje óta a hálózat „termékeinek” jelentős része egy új sorozatban jelenik meg, amelyet a CEPR-rel közösen indítottak.

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 of Financial Studies, CFS*) célja az európai pénzügyi rendszerek integrációjára és nemzetközi kapcsolataira vonatkozó politikákkal kapcsolatos kutatások serkentése. Munkájának első két évét a hálózat egy szimpóziummal zárta 2004 májusában, Frankfurt am Mainban (lásd 12. keretes írás). 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.

5.3 AZ EURÓÖVEZET MAKROÖKONÓMIAI MODELLEZÉSE

2004-ben a makroökonómiai modellezés területén figyelemre méltó fejlemény volt az EKB teljes övezetre kiterjedő modelljének új generációjára vonatkozó munka megkezdése. A makroökonómiai elmélet és becslési módszerek legújabb fejleményeivel összhangban folyik a modell felülvizsgálata. A korábbi modellekkel szemben az új generációs ún. dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi modellek sokkal nagyobb mértékben nyugszanak mikroökonómiai alapokon. Az EKB-nál végzett kutatómunka hozzájárulásával kialakított modellek most már eléggé kifinomultak ahhoz, hogy a gazdaságpolitika területén alkalmazzák azokat.⁶ Gyorsan a gazdaságpolitikai elemzés általános eszközzé váltak, egyre elterjedtebb használatuk a központi bankok és döntéshozó szervezetek előrejelzéseinek készítésében. Egy új,

6 E területen kulcsfontosságú volt az eurórendszer szakértőinek hozzájárulása. Lásd F. Smets és R. Wouters: „Az euróövezet becsült sztochasztikus dinamikus általános egyensúlyi modellje” (*An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area*), EKB füzetek 171. szám (ECB Working Paper 171), kiadva: *Journal of the European Economic Association*, 2003, 1. kötet, 5. szám, 1123–1175. o. Ez a munka megkapta az Európai Gazdasági Társaság (*European Economic Association*) kiemelkedő kutatásért járó Hicks-Tinbergen érmét.

teljes övezetre kiterjedő modell megszerkesztésének elősegítésére az EKB létrehozott egy fórumot a FED Kormányzótanácsával (*Board of Governors of the Federal Reserve System*) és az IMF-fel való együttműködésre, hiszen ezek az intézmények ugyancsak foglalkoznak hasonló modellek létrehozásával és alkalmazásával. Az EKB és a FED együttműködése a Monetáris Politikai Nemzetközi Kutatófórumon (*International Research Forum on Monetary Policy*) keresztül valósul meg, amely globális szempontból fontos monetáris politikai témák kutatását támogatja. A teljes euróövezetre kiterjedő modellel kapcsolatos technikai jellegű munka várhatóan a teljes 2005-ös évben folytatódik, és a végeredményeket egy nyilvános konferencián hozzák majd nyilvánosságra.

6 EGYÉB FELADATOK ÉS TEVÉKENYSÉGEK

6.1. A MONETÁRIS FINANSZÍROZÁS ÉS A KIVÁLTSÁGOS HOZZÁFÉRÉS TILALMÁNAK VALÓ MEGFELELÉS

A Szerződés 237. cikke (d) pontja értelmében az EKB feladata annak figyelemmel kísérése, hogy az EU 25 NKB-ja és az EKB teljesítik-e a Szerződés 101. és 102. cikkében, valamint a 3603/93/EK és a 3604/93/EK sz. tanácsi rendeletekben foglalt kötelezettségeiket. 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 intézményekhez való kiváltságos hozzáférést biztosítja. Az EKB-vel párhuzamosan az Európai Bizottság is figyeli, 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 nem lehet a Szerződés 101. cikke céljának kijátszására használni. Az ilyen vásárlások nem válhatnak az államháztartási szektor közvetett monetáris finanszírozásának formájává.

6.2 TANÁCSADÓI FUNKCIÓK

A Szerződés 105. cikke (4) bekezdésének és a KBER alapokmánya 4. cikkének megfelelően az EKB-vel konzultálnia kell minden illetékes közösségi intézménynek vagy felelős nemzeti hatóságnak⁷, az EKB-t érintő valamennyi közösségi vagy nemzeti jogszabálytervezettel kapcsolatban. A törvénytervezetekkel kapcsolatban a nemzeti hatóságoknak az EKB-vel való konzultációjára vonatkozó korlátozásokat és

feltételeket az 1998. június 29-ei 98/415/EK tanácsi határozat tartalmazza. Az EKB minden véleményét az EKB honlapján teszik közzé. 2005 januárjától kezdődően szabály, hogy a nemzeti törvénytervezetekre vonatkozó véleményeket jóváhagyás és a konzultáló hatóságnak történő továbbítás után azonnal publikálják, amint az már megtörtént az EU-jogszabályok tervezeteiről szóló vélemények esetében is.

2004-ben összesen 41 alkalommal kezdeményeztek konzultációt, harminckettőt nemzeti hatóság, kilencet pedig az EU Tanácsa. Ezen Éves jelentés egyik mellékletében megtalálható a 2004-ben elfogadott vélemények felsorolása. Külön említést érdemelnek a nemzeti hatóságok kérésére jóváhagyott alábbi vélemények:

Az EKB-vel több tagország – különösen Magyarország és Olaszország – konzultált olyan törvényjavaslatokról, amelyek az EKB véleménye szerint módosítást igényeltek, hogy az NKB-k statútumai megfeleljenek a Szerződés és a KBER alapokmánya által biztosított központi banki függetlenség feltételeinek, beleértve az NKB-k döntéshozó testületei tagjainak személyi függetlenségét.⁸

Olaszország, Hollandia és Szlovákia a pénzügyi felügyeleti rendszer jelentős törvényi reformjairól konzultált az EKB-vel. Az EKB megvizsgálta az olasz és a holland törvényjavaslatokat, amelyek két pénzügyi felügyeleti „csúcshatóságot” létrehozó modellen alapultak, ahol az NKB felelne a teljes pénzügyi szektor prudenciális felügyeletéért, és egy nemzeti pénzügyi piaci hatóság a piaci magatartás felügyeletéért.⁹ Az EKB üdvözölte mindkét ország javasolt intézményi rendszerét, megjegyezve a holland javaslatról szóló véleményében, hogy ez a megközelítés elismerte a pénzügyi stabilitás és a

⁷ A Szerződéshez csatolt, Nagy-Britannia és Észak-Írország Egyesült Királyságra vonatkozó bizonyos rendelkezésekről szóló jegyzőkönyv szerint a Szerződés 105. cikke (4) bekezdése és a KBER alapokmányának 4. cikke nem vonatkozik az Egyesült Királyságra. Ebből következően az EKB-vel való konzultáció kötelezettsége az Egyesült Királyság nemzeti hatóságaira nem vonatkozik.

⁸ CON/2004/16; CON/2004/35.

⁹ CON/2004/16; CON/2004/21.

befektető védelme két céljának különböző jellegét, figyelembe véve a hitelintézetek, biztosítók, befektetési cégek és nyugdíjalapok közötti szorosabb kapcsolatok miatt egyre bővülő rendszerkockázatot. Az EKB úgy vélte, hogy a szlovák törvényjavaslat, amely kiterjesztené az NKB felügyeleti jogkörét azzal, hogy közvetlenül és teljes mértékben ráruházná Szlovákia teljes pénzügyi piacának felügyeletét, egy olyan felügyeleti struktúrát hozna létre, amely az EU-ban ugyan jelenleg példa nélküli, de teljes mértékben összhangban van egy NKB KBER-rel kapcsolatos feladataival.¹⁰

Belgium a tervezett „Tobin-adó” kapcsán konzultált az EKB-val, amely minden belgiumi devizatranszaksióra vonatkozó adó lenne, amennyiben hasonló jogszabályokat vezetnének be más tagországokban vagy közösségi szinten.¹¹ Jóllehet az EKB elismerte a törvénytervezet mögötti jó szándékot, arra a következtetésre jutott, hogy egy ilyen adó gazdasági és monetáris hasznossága erősen megkérdőjelezhető. Ráadásul, a belga törvénytervezet által javasolt formában az adó nem lenne összhangban a Szerződés 56. cikkével, amely a tőke és a fizetések tagállamok közötti, valamint a tagállamok és harmadik országok közötti szabad mozgásáról szól.

Franciaország konzultált az EKB-val egy törvénytervezetről, amely hitelintézetek által nyújtott, inflációhoz kapcsolt hitelekéről szólt.¹² Az EKB kifejezésre juttatta: megérti azt a célt,

hogy terjesszék ki a szerződés szabadságát, és tegyék lehetővé a gazdaság szereplői számára, hogy fedezzék magukat az inflációs kockázat ellen, de hangsúlyozta, hogy az indexálási záradék alkalmazása növekvő aggodalomra adna okot, mert a bérek és árak széles körű indexálása esetleg túlzott merevséget generálhatna a relatív árrendszerben, és az inflációs spirál gerjesztésének kockázatával járna.

A Szerződés 112. cikke (2) bekezdése (b) pontja és a KBER alapokmánya 11.2 cikke értelmében az EKB ugyancsak véleményt nyilvánított az EU-Tanácsnak az EKB egy új igazgatósági tagja kinevezéséről szóló ajánlását illetően.

6.3 AZ EURÓPAI KÖZÖSSÉG HITELFELVÉTELI ÉS -NYÚJTÁSI 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. 2004-ben az EKB nem végzett adminisztrációs feladatot. 2003 végén nem volt kinnlevőség, és 2004 folyamán nem kezdeményeztek új műveleteket.

¹⁰ CON/2004/31.

¹¹ CON/2004/34.

¹² CON/2004/20.

11. keretes írás

AZ EURÓRENDSZER TARTALÉKKEZELÉSI SZOLGÁLTATÁSAI

2004-ben az eurórendszer befejezte azt a 2003-ban megkezdett munkát, amely euróvezeten kívüli központi bankoknak, monetáris hatóságoknak és állami szervezeteknek, valamint nemzetközi szervezeteknek euróban nyújtott tartalékkezelési szolgáltatások új, komplett rendszerének előkészítésére irányult. Az euró nemzetközi tartalékvalutaként történő egyre fokozódó felhasználására válaszként kifejlesztett új rendszer az egyes eurórendszerbeli jegybankok jól bevált tartalékkezelési szolgáltatásain és tapasztalatain alapul. A szolgáltatások kiterjednek letéti számlák, valamint azokhoz tartozó letéti (megőrzési) és elszámolási szolgáltatásoktól készpénz- és befektetési szolgáltatásokig. Példák az új rendszerbe tartozó legfőbb szolgáltatásokra: (i) auto-



matikus egynapos befektetési lehetőség, amely lehetővé teszi az ügyfelek számára, hogy pénzeszközöket közvetlenül fektessenek be egy adott szolgáltatónál és/vagy a piacon, vonzó jövedelem mellett, (ii) automatikus értékpapír-kölcsönzési programok lehetővé tétele és (iii) megbízások és tartós megbízások végrehajtása az ügyfél befektetési preferenciáival összhangban.

Az új rendszer egyik fő jellemzője kiváló minőségű szolgáltatások nyújtása az ügyfél euróban denominált tartalékeszközeire vonatkozóan, egyetlen euróövezetbeli hozzáférési ponton keresztül. Ez a koncepció ahhoz hasonlít, ahogy a világ vezető jegybankjai tartalékkezelési szolgáltatásokat ajánlanak. Az egységes hozzáférési pontokként működő egyes eurórendszerbeli központi bankok „eurórendszerbeli szolgáltatókként” ismertek, és az új rendszer által lefedett tartalékkezelési szolgáltatások teljes körét ajánlják. Az egységes hozzáférési pont elvéből következően az ügyfelek most különféle rögzített kamatozású, euróban denominált, a teljes euróövezetben bárhol kibocsátott értékpapírok elszámolását és megőrzését valósíthatják meg egyetlen letéti számla használatával. Magas szintű harmonizációt alakítottak ki, ahol az eurórendszer minden egyes szolgáltatója ugyanazon tartalékkezelési szolgáltatásokat nyújtja harmonizált feltételek és szabályok szerint, az általános piaci előírásokkal összhangban.

Jelenleg hat eurórendszerbeli 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 eurórendszer többi központi bankja az új rendszer szolgáltatásai közül néhányat tud ajánlani. Ezen túlmenően mind az eurórendszerbeli szolgáltatók, mind az eurórendszer más jegybankjai egyéni alapon nyújthatnak tartalékkezelési szolgáltatásokat euróban. Az EKB általános koordináló szerepet tölt be, biztosítva a rendszer zökkenőmentes működését.

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 kialakításakor kellő figyelmet szenteltek a magán pénzügyi intézmények által ugyanezen területen nyújtott szolgáltatásoknak, és úgy döntöttek, hogy ezekkel nem versenyeznek. Ezt a megközelítést támasztja alá az a tény, hogy az új rendszer tartalékkezelési szolgáltatásait hagyományos központi banki ügyfeleknek kínálják, kielégítve azon intézmények különleges igényeit, amelyek a központi banki tevékenységnek ugyanazon területén működnek, ahol maga az eurórendszer is.

A 2005. január 1-jén indított új rendszer egy rugalmas és folyamatosan fejlődő keret lesz, amely szorosan nyomon követi a pénzügyi ipar legújabb fejleményeit, és azonnal reagál az ügyfelek átfogó és korszerű, euróban denominált tartalékkezelési szolgáltatások iránti igényeire.

Készítő

Jacob Dahlgren

Cím

Krakow, 2002

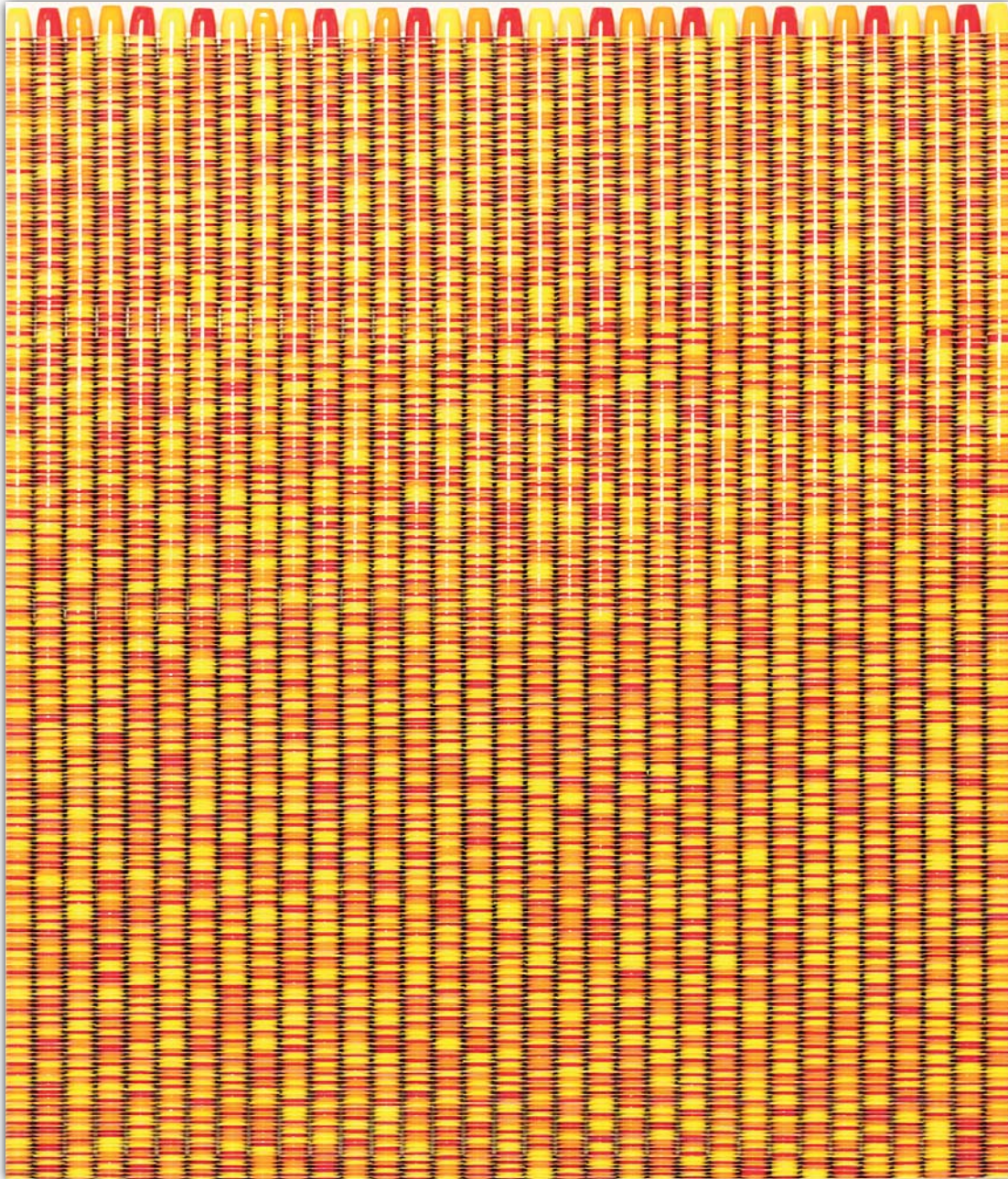
Anyag

Alumíniumra szerelt joghurtos poharak

Méret

184 × 148 × 10 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



PÉNZÜGYI STABILITÁS ÉS INTEGRÁCIÓ

1 PÉNZÜGYI STABILITÁS

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

1.1 A PÉNZÜGYI STABILITÁS VIZSGÁLATA

Az EKB – a KBER Bankfelügyeleti Bizottságával (BSC) együttműködésben – figyelemmel kíséri a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatokat annak érdekében, hogy felmérje a pénzügyi rendszer sokkal szembeni ellenálló képességét.¹ A figyelem középpontjában a bankok állnak, minthogy továbbra is ők a legfőbb pénzügyi közvetítők az euróövezetben, és mint ilyenek a betételhelyezők és hitelfelvevők közötti pénzáramlások fontos csatornái, 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 ezek kapcsolatai a bankokkal, így a pénzügyi rendszer ezen elemeinek sebezhetőségei is veszélyeztethetik a bankokat. Ezért az ellenőrzés a pénzügyi rendszerek e szereplőire is kiterjed.

KONJUNKTURÁLIS FEJLEMÉNYEK

2004-ben növekedett az euróövezet pénzügyi rendszerének sokkal szembeni ellenálló képessége. A pénzügyi intézeteket segítette a vártnál nagyobb globális gazdasági fellendülés, a nagyvállalatok mérlegeinek javulása és a befektetők folyamatos kockázatvállalási hajlandósága. Ennek eredményeképpen a bankok és biztosítótársaságok jövedelmezősége növekedett. Mindamelllett a globális pénzügyi piacokat korábban fenyegető kockázatok, amelyek a hosszú lejáratú kamatok rendkívül alacsony szintjének várható emelkedéséből adódtak, még mindig megvannak.

Az euróövezet bankrendszerének nagybankjainál állandósult a 2003 óta tartó tendencia, továbbra is a javuló jövedelmezőség jeleit

mutatják. 2004-ben a javulás elsősorban a folytatódó költségcsökkentéseknek és alacsonyabb tartalékképzésnek volt köszönhető. A jövedelmezőség széles körben növekedett, a leggyengébb teljesítményű bankok is tudtak javítani tőkemegtérülésükön.

Jövedelmezőségüket a bankok legfőképpen költséggazdálkodással javították. A költségeket elsősorban a fiókhálózatok és az alkalmazotti létszám csökkentésével faragták le. A hitelekre képzett tartalékok mind 2003-ban, mind 2004-ben csökkentek. Ennek legfőbb oka a jelek szerint az, hogy a bankok a gazdasági fellendülésnek köszönhetően kisebbnek látták hitelkockázatukat. Úgy tűnik, ez az értékelés a vállalati szektor jövedelmezőségének megszilárdulására és az euróövezet nagyvállalati mérlegeinek további javulására vonatkozó várakozásokat tükrözi. A jelek szerint a kis- és középvállalkozások kilátásai továbbra is kedvezőtlenebbek, mint a nagyvállalatoké.

A jövedelmezőség javulása ellenére azonban a nettó kamatjövedelem, amely a bankszektor jövedelmezőségének leglényegesebb tényezője, 2004-ben tovább csökkent, annak ellenére, hogy eleinte a vállalati hitelezés élénkülni, a lakáshitelezés lendülete pedig folytatódni látszott. A nettó kamatjövedelem csökkenése elsősorban az alacsony kamatkörnyezetnek és a piaci hozamgörbék kiegyenesedésének volt köszönhető, amely élénkítette ugyan a hitelkeresletet, de erős nyomást gyakorolt a betéti és hitelezési marzsokra. A bankok nem kamatjellegű jövedelmei körében 2003 során számos hitelintézet kivételesen nagy nyereségre tett szert a tőzsdék szárnyalása és a hitelezési kamatkülönbözetek zsugorodása következtében, 2004-ben azonban nem tudták ezt megismételni. A jelek szerint az euróövezet egyes nagybankjai 2004 folyamán nagyobb mértékű piaci kockázatot vállaltak. Ugyanakkor a bankok magasabb díjbevételek-

¹ Az EKB első alkalommal 2004-ben, „Financial Stability Review” címmel jelentette meg az euróövezet pénzügyi rendszerének stabilitásáról szóló jelentését. Közzétette az „EU banking sector stability” című kiadvány harmadik kiadását is, ebben ismerteti azokat az eredményeket, amelyeket a bankszektor stabilitásának rendszeres ellenőrzése során a BSC kapott. Ezek a kiadványok hozzáférhetők az EKB honlapján.

hez juthattak, főként a pénzügyi piacokkal kapcsolatos tevékenységek kapcsán, a mind saját számlára, mind a vagyonekezelői megbízások keretében végzett kereskedésből.

A bankok szavatoló tőkéjére vonatkozó főbb tőkemegfelelési mutatók 2004-ben tovább javultak. Figyelemre méltó, hogy a leggyengébb mutatókkal rendelkező bankok fizetőképességüket szilárdabb alapokra tudták helyezni. E bankok megnövekedett stressztűrő képessége erősítette az euróövezet pénzügyi rendszerének stabilitását.

A biztosítótársaságok pénzügyi teljesítménye is tovább javult 2004-ben. Ennek legfőbb tényezőjét a nem életbiztosítási ágazatban a magas nettó biztosítási díjbevételek jelentette, amelyet a kockázatérzékenyebb árképzés és szigorúbb biztosítási feltételek segítettek elő. Az elsődleges tevékenység javulásával lehetővé vált a nem életbiztosítással foglalkozó társaságok egyébként is kedvező fizetőképességének további erősödése. Az életbiztosítók a legtöbb országban a tőzsdéi befektetésekkel összekapcsolt termékek iránti kereslet növekedésére támaszkodva növelték díjbevételeiket. Ez, párosulva a befektetéseken elért nettó jövedelmek növekedésével, javította fizetőképességüket. A leggyengébb pénzügyi helyzetű életbiztosító társaságokra azonban még mindig nagy nyomás nehezedik.

A kockázatfedezeti alapok ágazata további növekedést mutatott 2004 folyamán. Bár 2004-ben alacsony hozamot realizáltak, nem utalt egyértelmű jel arra, hogy a befektetők kivontak volna tőkéjüket. E terület növekedésének pénzügyi stabilitási vonatkozásai leginkább a bankszektorhoz fűződő kapcsolatainak keresztül jelentkeznek. Az élvonalbeli brókercégek fokozott versenyének következtében javultak a kockázatfedezeti alapok hitellehetőségei. Az élvonalbeli brókercégek ugyanis jellegzetesen a kockázatfedezeti alapokat finanszírozó, számukra bróker- és egyéb szolgáltatásokat nyújtó nagybankok és értékpapírcégek, közöttük jó néhány euróövezetbeli óriáscég. Miután a Long-Term Capital Management (a hosszú

lejáratú tőke kezelésére létrehozott alap) 1998-ban kis híján összeomlott, az élvonalbeli brókercégek partnerkockázat-kezelési technikái a VAR-mutatók és stressztesztelés széles körű alkalmazása következtében javult.

SZERKEZETI VÁLTOZÁSOK

A bankszektorban bekövetkező változások a pénzügyi stabilitásra nézve hosszabb távon messzemenő következményekkel járhatnak. A bankok stratégiai döntései befolyásolják a kockázat és nyereségesség közötti kapcsolatot, s végső soron a pénzügyi rendszer stressztűrő képességét. A – jelen fejezet 2. részében bemutatott – szabályozási és felügyeleti környezet változásán kívül a leglényegesebb strukturális folyamatok, azaz a konszolidáció, a nemzetközivé válás, a közvetítés és a tevékenységek kiszervezése 2004-ben is folytatódtak.²

Az euróövezet bankszektorát az elmúlt években folyamatos konszolidáció jellemzi. 1997–2004 között kis híján 2300 hitelintézet tűnt el. A konszolidáció részben vállalategyesítéseket és -felvásárlásokat (M&A) jelent, de beletartozik a bankok belső átszervezése is. Átszervezéssel a bankok szinten tarthatják vagy javíthatják nyereségességüket, ennek pedig végső soron rugalmasabb bankrendszerhez kell vezetnie. Mivel azonban ez a folyamat nagy, bonyolult és rendszerkockázati szempontból fontos pénzügyi intézkedések kialakulásához vezet, végső hatása kevésbé egyértelmű. Mindez fokozottan szükségessé teszi a belső kockázatszabályozási és a hatékony felügyeleti mechanizmusokat.

A fúziók és felvásárlások leginkább országhatárokon belül zajlanak. Az elmúlt 10 év során az európai bankszektorban a határokon átnyúló fúziók aránya csupán 15%-ra tehető, míg ez az iparban az összes egyesülésnek átlagosan 40 százaléka. A tartós belföldi orientáció oka lehet többek között az adórendszerek, fogyasztóvédelmi szabványok és vállalati kultúrák közötti eltérés, valamint az is, hogy belföldi

2 A szerkezeti változások behatóbb elemzése az Európai Bankfelügyeleti Bizottság „Review of structural developments in the EU banking sector” című, 2004 novemberében megjelent kiadványában olvasható.



konzolidációval jobb költségszinergiák érhetőek el.

Az országhatárokon keresztüli fúziók és felvásárlások viszonylag alacsony aránya ellenére a nemzetközivé válás tovább folytatódik. Az euróövezet bankjainak a nem hazai bankfiókjainál és leányvállalatainál elhelyezett eszközei pillanatnyilag az övezet összes nem konszolidált banki eszközeinek több mint 10%-át teszik ki. Ezenkívül a bankok egyre nagyobb arányban nyújtanak határokon keresztüli pénzügyi szolgáltatásokat anélkül, hogy szervezeti egységgel rendelkeznenek abban az országban, ahol ügyfeleik vannak. A folyamat a bankközi és nagybani banktevékenység területén a leglátványosabb, a határokon átívelő lakossági banktevékenység egyelőre elenyésző.

Az elmúlt néhány évben, különösen a lakásvásárlási hitelek iránti kereslet felduzzadása következtében, növekedett a lakossági műveletek jelentősége is. Ez még inkább alátámasztja, hogy az euróövezet bankjainak az elsődleges banki tevékenységekre kell összpontosítani, és jobban meg kell ismerniük ügyfélbázisukat.

2004-ben tovább növekedett a tevékenységek kiszervezésének jelentősége. A kiszervezés két irányba történik: külsős beszállítóknak vagy cégcsoporton belül. Jellemző módon a támogató és háttérszolgáltatásokat külsősöknek adják ki, az elsődleges tevékenységeket pedig megtartják bankon belül. Nagyobb cégcsoportok esetében egyes elsődleges tevékenységeket szakosodott kirendeltségek végeznek, termékeiket pedig más tagvállalatok forgalmazzák. A kiszervezés legfőbb indítéka a költségsökkentés, ám a professzionális menedzsment, és tapasztalt szakember megszerzése, illetve az erőforrások felszabadítása elsődleges tevékenységek céljára

szintén gyakori motivációk. Figyelemmel kell kísérni e folyamat pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatásait, különösen, ha több pénzintézet is ugyanahhoz a szolgáltatóhoz helyez ki egy tevékenységet.

1.2 EGYÜTTMŰKÖDÉS VÁLSÁGHELYZETEKBE

A központi bankok és bankfelügyeletek között még szorosabbá vált az együttműködés a válságkezelés terén. 2004 júniusában az új tagállamok központi bankjai és bankfelügyeletei elfogadták a válsághelyzetekben tanúsítandó együttműködésre vonatkozó Együttműködési Megállapodást, amelyet az EU más központi bankjai és bankfelügyeletei első alkalommal 2003 márciusában írtak alá. Ez a válsághelyzetben közöttük folytatandó, határokat átszelő együttműködés elveit és eljárásait rögzíti.

Ezenkívül a BFB és az Európai Bankfelügyelők Bizottsága (CEBS) közös válságkezelő munkacsoportot hozott létre az EU összes bankfelügyeletének és központi bankjainak képviselőiből. A csoport feladata javaslatok kidolgozása az együttműködés még szorosabbá fűzésére, másrészt meghatározni a pénzügyi válságok határokon átívelő kezelésének legjobb gyakorlatát. A válságkezelést érintő kérdésekben a Gazdasági és Pénzügyi Bizottság (EFC) munkáját is segíti.

2 PÉNZÜGYI SZABÁLYOZÁS ÉS FELÜGYELET

2.1 BANKSEKTOR

A bankfelügyelet terén a tőke megfelelési szabályrendszer reformja 2004-ben is kiemelt szerepet kapott. Júniusban a Tízec csoportja (G10) központi bankjainak és bankfelügyeleteinek vezetői aláírták az Új Bázeli Tőkeegyezmény vagy Bázeli II. néven ismert új szabályozást. Ez nagy előrelépést jelent, amelyel végéhez közeledik a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (BCBS) és a térségben működő tagszervezeteinek öt éves munkája. Az új szabályozást 2006. év végére vezetik be. A bankok tőkekövetelményeinek kiszámítására alkalmazható legfejlettebb megközelítések használatát azonban csak egy évvel később, 2007-től engedélyezik.

Az új szabályozás aláírása után e területen a nemzetközi és európai szervek munkájának súlypontja a végrehajtás irányába és a BCBS Tőkeegyezmény Bevezetési Csoportjának munkájára tolodott. Mind a Tízec csoportján (G10) belül, mind azon kívül számos országban várhatóan elvégeznek egy negyedik mennyiségi hatásvizsgálatot (az úgynevezett QIS4-et). Ennek eredményei 2005. év végére lesznek hozzáférhetők, és 2006-ban valószínűleg további mennyiségi korrekciókat tesznek szükségessé a szabályozásban. A BCBS egyes technikai területeken további munkát lát indokoltnak. Az EKB a továbbiakban is támogatja a folyamat végrehajtását, megfigyelőként részvételével járul hozzá a BCBS és főbb szerveinek, ezek között a Tőkeegyezmény Bevezetési Csoport munkájához.

A Bázeli II. elvein alapuló új uniós tőke megfelelési szabályozás az uniós jogrendbe a „kodifikált banki irányelv” (a hitelintézeti tevékenység megkezdéséről és folytatásáról szóló 2000/12/EK irányelv) és a „tőke megfelelési irányelv” (a befektetési vállalkozások és hitelintézetek tőke megfeleléséről szóló 93/6/EGK tanácsi irányelv) módosításával kerül be. A Bázeli II. szabályozásával ellentétben, amely csak nemzetközi porondon tevékeny bankokra vonatkozik, az uniós tőke megfelelési szabályozás valamennyi hitelintézetre és befektetési

vállalkozásra alkalmazandó, intézményenként és konszolidált módon is. Az uniós szabályozás – a konszolidált intézménycsoportot felügyelő hatóság szerepének növelésével – szorosabb együttműködést és összehangolást tesz lehetővé a bankfelügyeleti szervek között. A konszolidált intézménycsoportot felügyelő hatóság rendszerint annak a tagállamnak a nemzeti bankfelügyelete, ahol a csoport anyaintézménye bankengedélyt kapott, s amely a több országra kiterjedő uniós bankcsoportok legmagasabb szintű felügyeletéért felel. Ezen felügyelet szerepét növeli, ha felelősségi körébe tartozik azon kérelmek vizsgálatának és jóváhagyásának összehangolása, amelyet a több országra kiterjedő bankcsoportok nyújtanak be a kifinomultabb megközelítésű tőkekövetelmény-számítás alkalmazására. A konszolidált intézménycsoportot felügyelő hatóság szerepének megerősítése tehát csökkentené az adott bankcsoport feletti általános felügyeleti terhet.

Az EKB – az Európai Unió Tanácsával konzultálva – véleményezte az új uniós tőke megfelelési szabályozást. Általánosságban véve, támogatja az új szabályok beillesztését, de a hangsúlyt az új uniós szabályozás és az átdolgozott bázeli szabályozás párhuzamos végrehajtására helyezi. Ez ugyanis elengedhetetlen ahhoz, hogy az európai bankok és más térségbeli versenytársaik mozgástere egyenlő legyen. Az EKB hangsúlyozta a bankfelügyeletek közötti szorosabb együttműködés szükségességét is annak érdekében, hogy az uniós jogszabályokat minél következetesebben ültessék át a nemzeti jogrendbe és joggyakorlatba. Ez utóbbi téren a CEBS-nek várhatóan nagyobb szerepet kell játszania.

2.2 ÉRTÉKPAPÍROK

EU Tanácsa 2004 májusában fogadta el a Pénzügyi Szolgáltatások Intézkedési Tervének (Financial Services Action Plan, FSAP) egyik legfontosabb intézkedéseként a Pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelvet, amely felváltotta a befektetési szolgáltatásokról 1993-ban megalkotott szabályozást. Az új irányelv átfogó

szabályozást léptet életbe valamennyi kereskedési formára: a szabályozott piacokra, a többoldalú kereskedési csatornákra és az ügyfélmegrendeléseket saját hatáskörben bonyolító közvetítőkre vonatkozóan. Az irányelv erősíti a pénzügyi szabályozó szervek közötti együttműködést annak érdekében, hogy uniószerre hatékonyabb legyen a felügyeleti szabályozás.

Folyamatban van az európai tőkepiacokon jegyzett cégekre vonatkozó nyilvánosságra hozatali szabályok fokozottabb összehangolása. Az EU Tanácsa 2004 májusában politikai konszenzust ért el az Átláthatósági irányelvként ismert új irányelv tekintetében. Az összehangolt és fokozott transzparenciát segítő szabályok bevezetése jótékony hatással lesz az európai gazdaságra.

Az európai pénzügyi piacok integrációjában és a pénzügyi stabilitás növelésében játszott jelentőségükre tekintettel, az Eurórendszer teljes mértékben támogatja mindkét szabályozási kezdeményezést, és lépésről lépésre nyomon követte a jogalkotási eljárást. Az EKB az Európai Értékpapír Bizottság munkájában történő részvételével is segítette a folyamatot.

2.3 SZÁMVITEL

Az Eurórendszer fontosnak tartja egy összehangolt uniós számviteli rendszer kialakítását, mert a bankokra és végső soron a pénzügyi stabilitásra jelentős hatása lehet. Az Eurórendszer támogatja az új szabványok kidolgozását is, mivel ezek elősegítik a szorosabb pénzügyi integrációt és hatékonyabbá teszik az európai pénzügyi piacokat. 2004 folyamán a Nemzetközi Számviteli Standard Bizottság (IASB) folytatta az új számviteli szabványok, különösen a pénzügyi eszközök valós értékelésével foglalkozó 39. Nemzetközi Számviteli Standard (IAS 39) kidolgozását, minthogy ezek az eszközök teszi ki a bankok mérlegeinek nagy részét.

A pénzügyi stabilitásra gyakorolt potenciális hatásait illető aggodalmak, amelyeknek első sorban a Kormányzótanács és a prudenciális fel-

ügyeletet gyakorló szervek adtak hangot, arra sarkallták az IASB-t, hogy elkészítse a IAS 39 átdolgozott tervezetét, amely korlátok közé szorítja a valós értékelés opcionális alkalmazását. A Kormányzótanács a tervezet értékelése során, melyet empirikus elemzéssel is alátámasztott, általában véve támogatta a kezdeményezést, élve azzal a feltételezéssel, hogy a bankok a valós értékelésre vonatkozó lehetőséggel körültekintően, a prudenciális szabályozásnak megfelelően élnek. Az értékelést az EKB elnökének az IASB-hez címzett 2004. szeptemberi levele tartalmazza, amely újfent sürgette azt, hogy a valós értéken végzett elszámolás csak akkor legyen választási lehetőség, amikor a mesterséges volatilitás csökkentését célozza.³ Az IASB-vel 2005-ben is folytatódik a párbeszéd.

3 A levél az empirikus vizsgálat főbb megállapításait tartalmazó függelékekkel együtt az EKB honlapján olvasható.

3 PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ

Mivel az európai pénzügyi piacok és piaci infrastruktúrák kulcsszerepet játszanak a monetáris politika transzmissziós mechanizmusában és a pénzügyi stabilitásban, a KBER elkötelezte magát ezek integrációja mellett. A pénzügyi piacok integrációja azt is elősegíti, hogy valamennyi piaci szereplő – függetlenül konkrét földrajzi elhelyezkedésüktől – azonos piaci versenypozícióban legyen. Ezenfelül az Európai Unió alapszerződésének 105. cikke kimondja, hogy az árstabilitási célkitűzés sérelme nélkül a KBER köteles támogatni a közösségi gazdaságpolitikát, amelyen belül a pénzügyi integráció kiemelt helyet foglal el. A támogatás közvetlen tevékenységben és a piaci szereplők együttes cselekvésének ösztönzésében nyilvánul meg.

AZ EU PÉNZÜGYI SZOLGÁLTATÁSOKRA VONATKOZÓ POLITIKÁJÁNAK TÁMOGATÁSA

Az FSAP-t, vagyis a Pénzügyi Szolgáltatások Akciótervét az Európai Bizottság 1999 májusában adta közre, azzal a céllal, hogy a pénzügyi szolgáltatások uniós szabadságának hatékony gyakorlatát támogató jogszabályi feltételeket teljessé tegye. Az FSAP-ben felsorolt 42 közösségi intézkedés közül az Európai Parlament ciklusának végére, tehát 2004 közepén 39 megvalósult, s az EU pénzügyi szabályozásának lényegi javulásához vezetett, fontos előrelépést jelölve egyúttal az európai pénzügyi piacok és piaci infrastruktúrák integrációjának folyamatában. 2004 júniusában az EKB is részt vett azon a pénzügyi integrációról szóló vezetői konferencián, amelyet az Európai Bizottság szervezett, s amely első alkalommal mérte fel az FSAP eredményeit. Más résztvevők is osztották az EKB azon véleményét, miszerint az FSAP hozzájárulása az egységes pénzügyi piac hatékony megteremtéséhez, azon múlik, hogy az egyes tagállamok mennyire következetesen implementálják és hajtják végre az Akcióterv intézkedéseit. Valószínűleg eltart egy ideig, míg az FSAP pénzügyi intézményekre és piacokra kifejtett hatása érezhetővé válik, hiszen a legfontosabb intézkedések közül sokat csak nemrégiben fogadtak el, és többségüket még nemzeti szinten implementálni kell.

A soron következő teendőket illetően az EKB úgy véli, elsőbbséget élvez egy, a legújabb fejleményeket tükröző szabályozás kidolgozása a uniós pénzügyi intézményi (financial institution) körre. Az ideális szabályozói környezet a jelenlegihez képest tagállami szinten összehangoltabb, és a változó környezethez alkalmazkodás érdekében rugalmasabb. A projekt kiegészítéseként a tagállami hatóságok közötti szorosabb együttműködésen keresztül – pl. Lámfalussy jogalkotási eljárás harmadik szintjének bizottságaiban – jelentős erőfeszítések kell tenni annak érdekében, hogy felügyeleti tagállamonként eltérő gyakorlata közeledjen egymáshoz. A lépéseket a pénzügyi integráció és a pénzügyi stabilitás közötti összefüggés mélyreható elemzésének kell kísérnie, ahol kiemelt téma a határon átnyúló banki szolgáltatás fejlődésének hatása a székhely szerinti felügyelet elvére, minthogy ez áll az EU szabályozásának középpontjában. A versenypolitika szintén része az FSAP utáni szabályozói környezetnek, mivel létfontosságú tényező a páneurópai piac fejlődésében. A piaci szektor önszabályozáson keresztül megvalósított nagyobb szerepvállalása szintén elősegítheti az integrációt. Az EKB kész hozzájárulni az FSAP-t követő kezdeményezések körülhatárolásához. E közreműködés nagyban épít az EKB pénzügyi integrációs kérdésekre vonatkozó kutató tevékenységére (lásd a 12. keretes írást).

RÖVID LEJÁRATÚ EURÓPAI ÉRTÉKPAPÍR-KEZDEMÉNYEZÉS

A piaci szektor az egyes piacok eltérő gyakorlatának konvergenciáját előmozdító közös cselekvéssel járulhat hozzá a pénzügyi integrációhoz. Az EKB katalizátorszerepet tölthet ebben a folyamatban, ahogyan a rövid lejáratú európai értékpapír, a STEP kezdeményezésében való szerepvállalása is mutatja. A Pénzügyi Piacok Szövetsége, az ACI indítványozta ezt az értékpapírt a rövid lejáratú papírok szétforgácsolódott piacain uralkodó szabványok és gyakorlatok konvergenciájának előmozdítására. Ez a konvergencia úgy érhető el, ha a piaci szereplők önként betartják a piaci konvenciókban megszabott szabványokat, ezek között az adatok nyilvánosságra hozatalára, a dokumen-

EURÓPAI TŐKEPIACI ÉS A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓS KUTATÁSI HÁLÓZAT

2002-ben az Európai Központi Bank (EKB) és a Center for Financial Studies (Pénzügykutató Központ – CFS) kutatási hálózatot építettek ki az európai tőkepiacok és a pénzügyi integráció kutatásának elősegítése céljából. A hálózatot eredetileg két évre hozták létre, ez az időszak 2004 májusában a hálózat öt kiemelt kutatási területéről szóló szimpóziummal ért véget.

Az európai kötvénypiacok területén bemutatott kutatási eredmények különösen jó meglátásokat tükröztek. A közös páneurópai elektronikus kereskedelmi platform (Euro MTS) bevezetése jelentős mértékben csökkentette a tranzakciós költségeket. Ez a lépés nemcsak megerősítette a piaci szegmens integrációját, hanem nagyobb fokú likviditást és alacsonyabb hozamokat is eredményezett, különösen a rendszeres kibocsátású kincstárjegyek esetében. Azonban a különböző értékpapírok hozama közötti különbség az egyes országokban továbbra is fennáll, különösen a hosszú lejáratú kötvények esetében. Ezeket a különbségeket a nemzetközi kockázati tényezővel lehet magyarázni, az eltérő likviditás is csak itt jut szerephez. A dinamikus fejlődést mutató vállalati kötvénypiacot viszonylag magas szintű integráció jellemzi, míg a kötvénykibocsátó országokkal kapcsolatos tényezők a vállalati kötvények hozama közötti különbségnek csak marginális részéért tehetőek felelőssé.

A kutatási hálózat első kétévi munkája az alkalmazandó politika három kulcsfontosságú területére világított rá: (i) az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszerek azon strukturális elemeinek vizsgálata, amelyek a további integrációt hátráltatják; (ii) a versenypolitika aktív alkalmazása a külföldi pénzügyi szolgáltatók diszkriminációját eredményező gyakorlat ellen-szeréként; (iii) a páneurópai pénzügyi szolgáltatások nyújtását a szükségesnél költségesebbé tevő nemzeti tőkepiaci szabályok közt még fennálló különbségek megszüntetése.

Az első szakasz sikeres lezárását követően az EKB és a CFS úgy döntöttek, hogy a hálózat tevékenységét 2007-ig folytatja. A hálózat kutatási területét a második szakasz idejére kiterjesztették az új EU-tagállamokra. A második szakasz lehetséges kutatási területei az FSAP kezdeti hatásai az európai pénzügyi rendszer működésére, továbbá számos olyan terület, amellyel az első szakaszban nem foglalkoztak. Kibővítették a hálózat legfőbb prioritásainak sorát három olyan új területtel, amellyel az első szakaszban még nem foglalkoztak: (i) összefüggés a pénzügyi integráció és a pénzügyi stabilitás között; (ii) az EU bővítése, pénz- és tőkepiaci fejlemények és pénzügyi integráció; (iii) a pénzügyi rendszer modernizációja és gazdasági növekedés Európában.¹

¹ A Hálózat működésében az első szakasz kutatási eredményeiről átfogó tanulmány olvasható a „Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years” című jelentésben (EKB – CFS, 2004), valamint az Oxford Review of Economic Policy 2004. évi 20(4), a Hálózattal közösen „European financial integration” címmel megjelentetett különszámában.

tálásra, a kiegyenlítésre és a KBER-nek történő statisztikai információszolgáltatásra vonatkozókat. Az ACI minden olyan már létező kibocsátási programnak adományozhat STEP-címkét, amelyik megfelel a szabványoknak. A címke azonban nem szavatolja a kibocsátó jó

pénzügyi helyzetét, az eszközök likviditását vagy a tájékoztatóban közölt adatok pontosságát. Ezenkívül az adósságot megtestesítő eszközökre vonatkozó nemzeti jogszabályok továbbra is életben maradnak. A kezdeményezés támogatói egy 2004 márciusában megjelent

jelentésben fogalmazták meg javaslataikat, ezek között voltak olyanok is, amelyeket az KBER-nek címeztek.

A Kormányzótanács értékelte az ACI javaslatait és alapvetően kedvezően fogadta őket. A KBER-hez intézett javaslatok esetében eldöntötték, hogy bizonyos feltételek mellett a KBER szakmai támogatást nyújt a STEP-címke bevezetésére vonatkozó tevékenységekhez az indulást követő első két esztendőben. A STEP-címkéért azonban a STEP Piaci Bizottság felel. A címkézés szakmai támogatása esetén a KBER nem foganatosít intézkedéseket, például nem tiltja meg és nem függeszti fel a kibocsátást abban az esetben, ha a kibocsátó nem tartja be az egyezmény előírásait. Ilyen esetekben az egyetlen következmény az, hogy az ACI megvonja a kibocsátási programtól a STEP-címkét. A Kormányzótanács úgy határozott, hogy lépéseket tesz a javaslat alapján, miszerint a hozamokról és a kibocsátott mennyiségekről statisztikákat kell készíteni és közzé kell tenni őket, a behajtás hatékonyságának ellenőrzésére. Az ACI a Kormányzótanács döntésének figyelembevételével éppen most hajtja végre a STEP-projektet.

EGYSÉGES EURÓPÉNZFORGALMI ÖVEZET

Az EKB az Egységes Euró Fizetési Övezet (SEPA) létrehozatalában is katalizátorszerepet játszik. Ezt a projektet az európai bankszektor 2002-ben indította, azzal a céllal, hogy egyetlen bankszámla igénybevételével az euróövezet országai között a belföldivel azonos szinten, könnyen és biztonságosan lebonyolíthatóvá tegye a határokon átnyúló fizetéseket. Valamennyi pénzmozgásnak legalább olyan biztonságossá és hatékonyvá kell válnia, mint a legjobban teljesítő nemzeti pénzforgalmi rendszerben. Az EKB megfigyelőként vesz részt a projekt irányítására létrehozott Európai Pénzforgalmi Tanács (European Payments Council, EPC) munkájában. 2004 folyamán az Eurórendszer az Európenzforgalmi Stratégiai Kapcsolattartó Csoporton (Contact Group for Euro Payments Strategy) keresztül továbbra is szoros együttműködött a piac szereplőivel. Egymást kiegészítő szerepeikre tekintettel az

Eurórendszer tagintézményei szintén szoros együttműködésben dolgoztak az Európai Bizottsággal a SEPA előmozdításán.

A SEPA harmadik fázisjelentésében a Kormányzótanács hivatalosan értékelte a bankszektor e téren elért eredményeit.⁴ A Kormányzótanács üdvözölte a bankszektornak azt a célkitűzését, miszerint teljes körű SEPA-infrastruktúrát kíván létrehozni 2010 végére. Emellett a Kormányzótanács azt javasolta, hogy még 2008-ra készüljön el egy, az állampolgárokat célzó SEPA-verzió, amely az állampolgárok és a kereskedelmi vállalkozások számára a páneurópai eszközök és standardok alkalmazását a nemzeti pénzforgalomban is elérhetővé teszi. A SEPA céljainak és átfogó stratégiájának meghatározásáért az EPC felel, mindazonáltal a végrehajtás a helyi körülmények függvényében eltérő lehet. A nemzeti szinten történő végrehajtás előmozdítása érdekében az Eurórendszer felhívta az euróövezet bankközösségeit, hogy 2005 folyamán nyújtsák be a SEPA-rendszer 2010. év végéig tartó fokozatos bevezetésére vonatkozó nemzeti terveiket.

ELEKTRONIKUS PÉNZFORGALOM

Az elektronikus fizetések olyan pénzforgalmat jelentenek, amelyet elektronikus eszközök segítségével indítanak és bonyolítanak le. Az eurórendszerben elektronikus pénzforgalommal kapcsolatban zajló tevékenységek közé tartoznak az együttműködés elősegítése és konszenzusépítés az elektronikus fizetések piacán, a piac fejlődésének figyelemmel kísérése, biztonságának erősítése és a rá vonatkozó statisztikai adatok minőségének javítása. 2004-ben az EKB továbbra is működtette az Elektronikus Pénzforgalmi Rendszert Megfigyelő honlapját (e-Payment Systems Observatory, ePSO)⁵. Az EKB 2004 novemberében „Elektronikus pénzforgalom határok nélkül” címmel konferenciát rendezett, amelyet megelőzően egy, a főbb vitapontokat tartalmazó anyagot tett közzé véleményezésre. Bár történt némi haladás, jelentős

4 „Towards a Single Euro Payments Area – Third progress report”, EKB, 2004. december.

5 Az ePSO elektronikus fizetési adatok közzétételére alkalmas platform. Honlapja a www.e-psy.info címen érhető el.

erőfeszítés szükséges ahhoz, hogy biztonságos, felhasználóbarát és hatékony határokon átnyúló elektronikus fizetési rendszerek szülessenek. Különösen igaz ez a lakossági elektronikus fizetésekre, ahol még mindig jelentősen eltérnek a rendszerek működési jellemzői, a díjszabás és a vonatkozó tagállami szabályok.

KÁRTYAALAPÚ FIZETÉSI RENDSZEREK

Az Eurórendszer nagy jelentőséget tulajdonít az egyik legkiemelkedőbb készpénz-helyettesítő fizetőeszköznek, a fizetési kártyáknak, különösen ezek határon átnyúló használatának. Az EKB felmérést végzett annak érdekében, hogy részletesebb adatokat szerezzen az európai kártyaüzletág szerkezetéről és arról, milyen módon történik a kártyás fizetések feldolgozása és elszámolása. A felmérés kitért a fizetési kártyák szabályozására, előállítására és a beszerzés kérdéseire, általában a technikai infrastruktúrára, valamint a kockázatkezelésre és a jogi háttérre. Az EKB rendezett egy „Fizetési kártya kerekasztal” elnevezésű tanácskozást is a terület legtekintélyesebb üzletrész-tulajdonosainak és szereplőinek részvételével. Ezen az összefüggésben az Eurórendszer a SEPA előmozdítása érdekében a kártyaüzletággal kapcsolatban fokozódó érdeklődésének adott hangot, s számos témát (pl. kártyacsere díjszabása, fizetési kártya elfogadása, jogszabályi keretek, visszalés megelőzése) úgy ítélte meg, hogy azok utólagos ellenőrzést igényelnek.

ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI ÉS -KIEGYENLÍTÉSI INFRASTRUKTÚRA

2004 áprilisában az Európai Bizottság nyilvános megvitatásra közleményt adott ki az értékpapír-elszámolásról és -kiegyenlítésről. A Bizottság a közleményben körvonalazta azokat az intézkedéseket, amelyeket a jövőben végrehajt a terület európai integrációja és hatékonyságának növelése érdekében. Az Eurórendszer pozitívan reagált a megbeszélésre.⁶

Az EKB az Európai Bizottság által 2004-ben létrehozott Elszámolási és Kiegyenlítési Tanácsadó és Megfigyelő Szakemberek Csoportjában (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group) történő rész-

vételével támogatja az értékpapír-elszámolás és -kiegyenlítés integrációját és reformját. Részvételén keresztül az EKB elősegíti az állami és a piaci szektor kezdeményezéseinek és a piaccal fenntartott kapcsolatainak összehangolását, ezen keresztül támogatva azoknak a technikai korlátoknak a kiküszöbölését, amelyeket a pénzügyi szektor kérdéseiben a Bizottság tanácsadóként működő pénzügyi szakemberek fóruma, a Giovannini csoport állapított meg. Ezenkívül az EKB közös értekezletet tartott az Európai Központi Értéktárak Szövetségével és a Közép-kelet-európai Központi Értéktárak Szövetségével. Az értekezlet fő témája az uniós értékpapír-elszámoló és -kiegyenlítő üzletág integrációja volt. Az EKB szívesen látta további olyan lépéseket, amelyek a központi értéktárak egységes európai szövetségének megalakulása irányába mutatnak.

Az európai értékpapír-infrastruktúra konszolidációja 2004-ben a finn és svéd központi értéktárak egyesülésével folytatódott. Az új csoport hosszú távú tervei között szerepel közös technikai platform kialakítása.

A PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ FIGYELEMMEL KÍSÉRÉSE

Az EKB különféle mutatókat dolgozott ki az euróövezeten belüli pénzügyi integráció fokának mérésére, melyek egy csoportját az EKB 2004-ben megjelent műhelytanulmánya ismertette.⁷ A mutatók az egyes pénzügyi piacok integrációs folyamatának értékelését szolgálják. A 13. számú keretes írás további információkat tartalmaz az euróövezet hitelpiacának integrációjára vonatkozó eredményekről. Az EKB a jövőben is folytatni kívánja a pénzügyi integráció folyamatának mérését.

6 „Communication on clearing and settlement – the Eurosystem’s response”, EKB, 2004. július.

7 Lásd L. Baele et al., „Measuring financial integration in the euro area”, EKB Műhelytanulmányok 14., 2004. május.

PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ AZ EURÓÖVEZET HITELPIACÁN

A kamatlábak országok közötti összevetése fontos mutatója a lakossági piac integrációjának. Az integráció fokának erősödésével a hasonló banki termékek kamatkülönbözete várhatóan csökken az övezet országaiban. A termékek és az intézmények közötti különbségek miatt ugyanakkor a gyakorlatban nehezen igazolható, hogy a kamatkülönbözetek valóban mérséklődnek. Ez kiváltképpen igaz a lakossági piacon, mivel e piacok döntően lokálisak maradnak az euró-övezeten belül. A földrajzi határokon túlmenően számos egyéb oka is van az országok közötti eltérő mértékű kamatkülönbözetnek, például gazdasági, strukturális és intézményi tényezők, melyek összefüggnek többek között a szabályozás, a verseny, a bank-ügyfél kapcsolatok és a pénzügyi rendszer átfogó alakulása terén jelentkező különbségekkel.

Az Európai Központi Bank összehangolt kamatstatisztikái alkalmasak az euróövezet hitelpiaci integrációjának mérésére. Az adatok értelmezésekor azonban figyelembe kell venni, hogy az egyes kategóriákban jelentős eltérések vannak az országok adatsorai között. Ez többek között a különböző eszközelemek jelenleg meghatározott lejáratú sávokon belüli aggregációjának, valamint ugyanezen kategóriákon belül a fedezettel biztosított, illetve fedezetlen hitelek aggregációjának köszönhető. Az euróövezet országaiban végzett, a kamatlábak szórásán alapuló, az integráció mélységére vonatkozó mérések azt mutatják, hogy – figyelembe véve az adatok korlátosságát – az integráció mértéke jelentősen eltér az egyes piaci szegmensekben. Az integráció foka viszonylag magasabbnak tűnik például a háztartások lakáshitelei, illetve a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott rövid lejáratú hitelek, viszonylag alacsonyabbnak a nem pénzügyi vállalatok folyószámlahitelei és a háztartásoknak nyújtott fogyasztási hitelek esetében.

4 PIACI INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA

Az eurórendszer egyik törvényben előírt funkciója a fizetési és elszámolási rendszerek felvigyázása. A felvigyázás célja biztosítani, hogy a gazdaságban a pénzforgalom szervezése hatékony és biztonságos legyen. Az eurórendszer általában véve érdekelt olyan egyéb infrastruktúrákban is, amelyeket értékpapírok átruházására használnak, például az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerekben, mivel a biztosítékként szolgáló értékpapírok szállításának megghiúsulása veszélyeztetheti a monetáris politika végrehajthatását és a fizetési rendszerek zökkenőmentes működését.

4.1 NAGY ÉRTÉKŰ EURÓFIZETÉSI RENDSZEREK ÉS INFRASTRUKTÚRA FELVIGYÁZÁSA

Az Eurórendszer felvigyázási szerepe kiterjed valamennyi eurófizetési rendszerre, ideértve azokat is, amelyeket maga az Eurórendszer működtet. Az Eurórendszer ugyanazokat a felvigyázási követelményeket alkalmazza saját rendszereire, mint a magánszektorban működőkre. Ezek a követelmények a „rendszerkockázati jelentőségű fizetési rendszerek működésének alapelvei”, amelyeket a Kormányzótanács 2001-ben fogadott el a rendszerkockázati jelentőségű fizetési rendszerekre vonatkozó felvigyázási politikájának alapelveül.

A TARGET ÉS MÁS NAGYBANI ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK

A TARGET felvigyázásának keretszabályai kibővültek azon minimális módszertani követelmények meghatározásával, amelyeknek valamennyi NKB és az EKB is köteles megfelelni a TARGET-felvigyázási tevékenysége során. A TARGET felvigyázói már megkezdték a TARGET2 felvigyázási szempontból történő vizsgálatát.

2004-ben a nagybani euróelszámolási rendszereket a 2003. nyári állapotfelmérés alapján az alapelvekhez mérten értékelték. Az eredmények 2004 májusában láttak napvilágot. Úgy találták, hogy a TARGET valamennyi eleme nagymértékben megfelel az alapelveknek. A gazdasági hatékonyság és az üzletmenet-folytonosság témakörében találtak kisebb kijavítandó hiányosságokat. A TARGET

felvigyázói és operátorai utólag ellenőrizni fogják az e téren végrehajtott változtatásokat. A TARGET-felvigyázók elismerték a TARGET-működtetők kockázatkezelési tevékenységének fontosságát a TARGET biztonságos működésének biztosításában. A felvigyázók a TARGET-működtetőknek a TARGET kockázati helyzetéről adott helyzetjelentését összességében pozitívan ítélték meg. A magántulajdonban lévő nagybani euró-pénzforgalmi rendszerek felülvizsgálata során jelentősebb mértékű hibát nem találtak.

EURO 1

Az EURO 1 felvigyázása az EURO 1 rendszert működtető EBA Clearing (EBA) „rugalmas teljesítési mechanizmusának” fejlesztési terveire összpontosít, amely lehetővé teszi, hogy a bankok anélkül egyenlítsék ki STEP 2 pozíciójukat, hogy az EURO 1 közvetlen tagjává vagy részvénytulajdonosává válnának. A STEP 2 az EBA „nagy tömegű” elszámolási rendszere. Amennyiben az EKB mint felvigyázó jóváhagyja, az EBA úgy kívánja kiterjeszteni ezt a funkciót, amely jelenleg csak az EURO 1 „előre fizetés” (pre-fund) résztvevőire korlátozódik, hogy az EURO 1 valamennyi tagja utalhasson át jegybankpénzt az EURO 1-nek a TARGET-ben az EURO 1-es forgalmazási képességük növelése érdekében.

A CLS-RENDSZER

A devizaügyletek fizetés-fizetés-ellenében (PVP) elv alapján történő folyamatos teljesítést támogató „folyamatos összekapcsolt teljesítési” (Continuous Linked Settlement, CLS) rendszer nagymértékben csökkent a devizaügyletek teljesítési kockázatát. Jelenleg 15 nemzetközi kereskedésben forgó pénznemben teljesít ügyleteket, ezek közé tartozik 2004 decembere óta a hongkongi dollár, az új-zélandi dollár, a koreai vong és a dél-afrikai rand is.

2004 decemberében a CLS-ben átlagosan napi 69 000 ügylet teljesült, átlagosan napi 960 milliárd USA-dollár értékben⁸. A BIS 2004 áprilisá-

⁸ Minden egyes ügylet két tranzakciót foglal magában, egyet-egyét a részt vevő valutákban. Így 2004 decemberében a CLS naponta átlag 1920 milliárd dollár értékben bonyolított le műveleteket.

ban végzett felmérése szerint a CLS a teljes devizapiac hozzávetőleg egynegyedét fedte le a felmérés időpontjában. Az USA-dollár után az euró a második legfontosabb pénznem a rendszerben. 2004 decemberében a CLS-en keresztül euróban kiegyenlített tranzakciók naponta átlagosan 309 milliárd eurót tettek ki, amely értékét tekintve az összes teljesítés 22%-át teszi ki (az USA-dollárban kiegyenlített tranzakciók aránya 46%). Az euró részaránya a CLS-ben használt pénznemek számának növekedése és az értékelési hatások miatt csekély mértékben csökkent 2003-hoz képest.

Az EKB kettős funkciót lát el a CLS tekintetében. Részt vesz a rendszer felügyelésében és teljesítő banki szolgáltatást nyújt. Az EKB részt vesz a CLS együttműködésben végzett felügyelésében, amelyet a Tízek csoportjának és a rendszerben használt pénzek Tízek csoportjához nem tartozó központi bankjai hajtanak végre, élükön az USA Szövetségi Tartalékalapjával mint vezető felügyelővel. 2004-ben az EKB felügyelői különös figyelmet fordítottak arra, hogy tovább erősítsék a CLS rendszerének tűrőképességét és biztosítsa további valuták rendszerbe vonásához szükséges objektív feltételek kialakítását.

Az EKB rendkívül értékes megoldásnak találja a CLS-t az euróügyletek devizateljesítési kockázatának csökkentése szempontjából. Mindazonáltal az eurót érintő nagy értékű devizaügyleteknek csupán a kisebbik részét egyenlítik ki a CLS-en keresztül. Ezért az EKB arra hívta fel a bankok figyelmét, hogy tekintsék át a devizaügyletek teljesítését illető gyakorlatukat és értékeljék kockázatcsökkentési módszereik megfelelőségét.

SWIFT

A „Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication” (SWIFT) hálózati üzenet-továbbító szolgáltató, amely pénzügyi intézmények közötti pénzügyi üzenetek biztonságos cseréjét segíti elő. Habár nem bank, nem is pénzügyi intézmény, mégis központi bankok felügyézik, mivel fontos a világot behálózó pénzügyi rendszer zavartalan működése szem-

pontjából. Az EKB részt vesz a SWIFT – a Tízek országainak központi bankjai közötti együttműködés révén a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique vezetésével megvalósuló – felügyelésében. 2004-ben megerősítést nyert a felügyelés feladatrendje annak érdekében, hogy a Tízek valamennyi országából származó felügyelőt megfelelő mértékben vonják be és váljon ésszerűbbé a SWIFT és felügyelői közötti jelentéstétel és kommunikáció. A felügyelői figyelem a SWIFT válságokkal szemben tanúsított tűrőképességére, belső kockázatkezelési eljárásaira és a SWIFT korábbi üzenethálózatának az internet alapú SWIFTNet technológiai infrastruktúrára váltására összpontosult.

LEVELEZŐ BANKI TEVÉKENYSÉG

A bankok gyakran nyújtanak egymásnak fizetési szolgáltatásokat és azokkal kapcsolatos lehetőségeket, elsősorban országhatárokon átívelő fizetések esetében. Ezt nevezik levelező banki szolgáltatásnak. 2004-ben az Eurórendszer elvégezte a levelező banki szolgáltatások negyedik felmérését, amely megerősítette, hogy a levelező banki szolgáltatás piaca az EU-ban erősen koncentrált. Pillanatnyilag ez nem jelent közvetlen rendszerkockázatot, minthogy azonban az Eurórendszer a pénzügyi rendszer egészének stabilitásában érdekelt, továbbra is figyelemmel fogja kísérni e terület folyamatait.

4.2 NAGY TÖMEGŰ FIZETÉSEK ELSZÁMOLÁSA

NAGY TÖMEGŰ FIZETÉSEKET ELSZÁMOLÓ RENDSZEREK FELÜGYELÉSE

A Kormányzótanács 2003-ban elfogadott „nagy tömegű, eurófizetéseket elszámoló rendszerek felügyelői követelményei” alapján 2004-ben végzett felmérés alapján 15 elszámolási rendszert határoztak meg az Eurórendszer felügyelői hatáskörébe tartozóként. Ezek közül hatot rendszerkockázati szempontból fontosnak ítélték, ezért ezeknek meg kell felelniük mind a tíz alapelv előírásainak. Hetet kiemelkedően fontosnak találtak, ennél fogva meg kell felelniük az Eurórendszer „nagy tömegű elszámolásra vonatkozó követelményeinek” (ami az „alapelv-

vek” részhalmaza). Két rendszer nem volt egyetlen kategóriába sorolható sem, ezért olyan felvigyázási követelményeknek kell majd megfelelniük, amilyeneket számukra az illetékes felvigyázó előír. A rendszerkockázati és kiemelt jelentőségű rendszereket a megfelelő NKB-k a felvigyázási követelményekhez mérten értékelik, az EKB felel az EBA STEP 2 rendszerének értékeléséért. Az értékelések összefoglalása, és az országok közötti konzisztencia biztosítása az Eurórendszer szintjén történik.

AZ E-PÉNZ RENDSZEREK

Az elektronikus pénz konstrukciók biztonsági célkitűzéseinek 2003-ban történt megfogalmazása, valamint néhány önként jelentkező elektronikus pénz konstrukció által önként vállalt értékelések alapján az Eurórendszer 2004-ben megkezdte a 2005-re tervezett értékelések módszertani követelményeinek és útmutatójának finomítását.

4.3 ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI ÉS -TELJESÍTÉSI RENDSZEREK

Az Eurórendszernek két feladata van az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek zökkenőmentes működésében és felvigyázásában. Először a Kormányzótanács értékeli, mennyire felelnek meg az EU értékpapír-teljesítési rendszerei (SSS) a sajátos felhasználói követelményeknek.⁹ Másodsor, az EU szintjén, az Eurórendszer együttműködik az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek szabályozásáért és felvigyázásáért felelős más hatóságokkal. Ebben az összefüggésben az EKB – mint a Bizottság hatásköre alatt működő Elszámolási és Teljesítési Tanácsadó és Piacfigyelő Szakértői Csoport tagja – vitát kezdeményezett az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszerek hatósági szabályozása páneurópai keretrendszerének fejlesztéséről. A KBER az Európai Értékpapír-szabályozók Bizottságával (CESR) együttműködésben központi szerepet játszott azoknak a páneurópai követelményeknek a kialakításában, amelyeket majd az elszámolásra és teljesítésre alkalmazni kell. Ezenkívül az EKB hozzájárult egy nem-

zetközi agytröszt, a Harmincak csoportjának munkájához azzal a céllal, hogy a csoport elszámolásra és teljesítésre vonatkozó, 2003-ban nyomtatásban megjelent javaslatait az EU-kezdeményezésekhez igazodva ültessék át a gyakorlatba. Az EKB hozzájárult a Bizottságnak az 1998-ban megalkotott – a teljesítés véglegességéről szóló irányelv (Settlement Finality Directive) – felfrissítésére vonatkozó kezdeményezéséhez. Végül, az EKB részt vett azoknak a javaslatoknak a kidolgozásában is, amelyeket a központi szerződő fél szerepet betöltő intézmények számára a Fizetési és Elszámolási Rendszerek Bizottsága (CPSS) és az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete (IOSCO) készített.

ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI RENDSZEREK ÉRTÉKELÉSE

Az Eurórendszer hitelműveleteit elfogadott eszközökből álló megfelelő értékű biztosítékkal kell fedezni. Fedezetként figyelembe vehetők azok az értékpapírok, amelyeket az Eurórendszer részére értékpapír-elszámolási rendszereken, azaz az elfogadható értékpapírok tulajdonjogának vagy azzal egyenértékű jogának átruházására szakosodott szolgáltatókon keresztül nyújtanak. A túlzott kockázatvállalás elkerülése érdekében az Eurórendszer évente – ügyfélként megfogalmazott kilenc követelménye alapján – értékeli azokat a rendszereket, melyeknek szolgáltatását igénybe veszi.¹⁰ A 2004. évi értékelés 18 rendszerre terjedt ki. Az értékpapír-elszámolási rendszerek nagymértékben megfeleltek az ügyfélként elvárt követelményeknek, a folyamatban lévő fejlesztések további előrelépést céloztak meg. Néhány rendszer javította működési megbízhatóságát, és lépéseket tettek a rendszereket működtető intézmények pénzügyi helyzetének megerősítésére is. Az Eurórendszer figyelemmel kísér és üdvözl minden erőfeszítést, ami hitelműveletei során alkalmazott értékpapír-elszámolási rend-

⁹ Mivel nincsenek összehangolt uniós felvigyázói standardok, a felhasználói standardokat tartják az uniós SSS-ek valódi közös standardjainak, ezért kaptak helyet ebben a fejezetben. A felhasználói standardokat azonban nem az SSS-ek felügyeletének felvigyázására vonatkozó átfogó szabványoknak szánták.

¹⁰ „Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, 1998. január.

szerek hatékonyságának és biztonságának javítására irányul.

EGYÜTTMŰKÖDÉS AZ EURÓPAI ÉRTÉKPAPÍR-SZABÁLYOZÓK BIZOTTSÁGÁVAL (CESR)

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. Ez a munkacsoport fogalmazta meg az Európai Unió értékpapír-elszámolással és -teljesítéssel kapcsolatos követelményeit („Standards for securities clearing and settlement in the European Union”)¹¹, amelyet 2004 októberében mind a Kormányzótanács, mind pedig a CESR elfogadott. A CPSS és az IOSCO értékpapír-elszámolásra vonatkozó ajánlásaira („CPSS–IOSCO ajánlások”) építő KBER–CESR jelentés 19 követelményt tartalmaz, amelyek az értékpapír-elszámolás és -teljesítés biztonságának, stabilitásának és hatékonyságának erősítését célozzák az EU-ban (lásd a 14. keretes írást). A CPSS–IOSCO ajánlásaihoz képest a KBER–CESR követelmények az európai piacok sajátosságaira tekintettel bizonyos területeken részletesebb és szigorúbb elvárásokat támasztanak. Mivel a KBER–CESR követelmények fő célja az EU tőkepiacai integrációjának elősegítése, nagy hangsúlyt fektet a szabványokra és a rendszerek közötti együttműködésre. A Bizottság e téren kifejtett munkáját is fegyelembé vették.

A munkacsoport feladatát nyíltan, átlátható módon végezte. Az értékpapír-elszámolás és -teljesítés terén érdekeltet észrevételeit több



alkalommal kikérték. Alapos megfontolás tárgyává tették minden hozzászólást, a munkacsoport igyekezett a követelmények végleges megfogalmazásában valamennyi észrevételt szerepeltetni. A követelményeket csak akkor kell majd alkalmazni, amikor a jelentés utómunkálataként a rendszerek értékelésének módszerét kidolgozzák. 2004 októberétől a csoport a következő négy területen folytatja a munkát: (i) az értékpapír-elszámolási rendszerekre vonatkozó követelmények értékelési módszerének kidolgozása; (ii) a központi szerződő felek értékelésére vonatkozó követelmények és módszer kidolgozása; (iii) a jelentős részesedésszerű letétkezelőkkel kapcsolatos kérdések elemzése; valamint (iv) a szabályozó, felügyeleti és felvigyázó szervek közötti együttműködés szempontjából lényeges kérdések elemzése.

¹¹ Elérhető az EKB honlapján.

14. keretes írás

AZ EURÓPAI UNIÓ ÉRTÉKPAPÍR-ELSZÁMOLÁSI ÉS -TELJESÍTÉSI KÖVETELMÉNYEI

1. követelmény: Jogi szabályozás

Az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszereknek és a közöttük fennálló kapcsolatoknak az érintett jogrendszerekben szilárd, világos és átlátható jogi alapra kell épülniük.

2. követelmény: Ügylet megerősítése és egyeztetés

A piac közvetlen szereplői között kötött ügyleteket a lehető leghamarabb, legkésőbb is az adott kereskedési napon (T+0) meg kell erősíteni. Ha a piac közvetett szereplői (pl. intézményi befektetők) ügyleteit is meg kell erősíteni, az ügyleteket az üzletkötést követően a lehető leghamarabb meg kell erősíteni, lehetőleg a T+0., de legkésőbb a T+1. napon.

A teljesítésre vonatkozó megbízást a lehető leghamarabb egyeztetni kell minden a T+0. napnál hosszabb teljesítési idő esetén, legkésőbb az adott teljesítési napot megelőző napon.

3. követelmény: Teljesítési ciklus és üzemidő

Minden értékpapírhoz meg kell valósítani a görgetett teljesítést. A végleges teljesítésnek legkésőbb a T+3. napon meg kell történnie. A T+3 napnál rövidebb, EU-szerte megvalósuló teljesítés hasznát és költségét mérlegelni kell.

A központi értéktáraknak és – értelemszerűen – a központi szerződő feleknek össze kell hangolniuk egymással nyitvatartási és üzemidejüket, és legalább TARGET nyitvatartási idejében nyitva kell lenniük az euróban lebonyolítandó ügyletek végrehajtásának céljára.

4. követelmény: Központi szerződő felek (CCP)

Értékelní kell a központi szerződő fél funkció létrehozásának előnyeit és költségeit. Ahol már megvalósult ilyen mechanizmus, a központi szerződő félnek szigorúan ellenőrzése alatt kell tartania az általa vállalt kockázatokat.

5. követelmény: Értékpapír-kölcsönzés

Ösztönözni kell az értékpapírok kölcsönbe adását és vételét (illetve a visszavásárlási megállapodásokat és az egyéb gazdaságilag ezzel egyenértékű ügyleteket), mint olyan módszert, amivel elkerülhető a meghíúsult teljesítés, és gyorsítható az értékpapírhoz tartozó teljesítés. Az értékpapírok kölcsönzése előtt álló akadályokat el kell bontani. Az értékpapírok kölcsönzése legyen megbízható, biztonságos és hatékony.

6. követelmény: Központi értéktárak

Az értékpapírokat a lehető legnagyobb mértékben immobilizálni vagy dematerializálni kell, és számlaművelet formájában a központi értéktárakban kell átruházni. Az értékpapír-kibocsátások integritásának megőrzése érdekében és a befektetők érdekeinek védelmében, a központi értéktáraknak gondoskodniuk kell arról, hogy az értékpapír-kibocsátás, -birtoklás és -átruházás megfelelő és megbízható módon történjék.

7. követelmény: Szállítás fizetés ellenében (Delivery versus payment – DVP)

A tőkekockázatot az értékpapír- és a pénztranszfer összekapcsolásával, szállítás ellenében teljesített fizetés alkalmazásával kell kiiktatni.

8. követelmény: A teljesítés véglegességének időzítése

A teljesítés napközbeni véglegességét valós idejű és/vagy többszöri kötegelt feldolgozás révén biztosítani kell a kockázatok csökkentése, és a rendszereken átívelő hatékony teljesítés érdekében.

9. követelmény: Hitel- és likviditási kockázat szabályozása

A rendszerstabilitás fenntartása miatt fontos, hogy a központi értéktárak zavartalanul működjenek. Ezért ahol a nemzeti jogszabályok lehetővé teszik hitel nyújtását, a központi értéktáraknak hitelezési tevékenységüket az értékpapíroldali teljesítés és a vagyionkezelési tevékenység zökkenőmentes működtetéshez szükséges méretekre kell korlátozniuk. Azoknak a központi értéktáraknak, amelyek hiteleket nyújtanak (beleértve a napon belüli és a napon túli hiteleket is) teljes mértékben fedezniük kell hitelkockázataikat, ahol csak lehetséges. A biztosíték nélkül nyújtott hitelek számát kevés számú, jól körülhatárolt esetre kell szűkíteni azzal, hogy megfelelő kockázatkezelési eszközöket kell alkalmazni, beleértve a kockázati limit megállapítását, a partner minősítését és a hitel időtartamát is.

A legtöbb letétkezelőre az EU hitelintézeti szabályai vonatkoznak. Azoknak az esetekben, amelyek jelentős nagyságrendben végeznek értékpapír-teljesítési tevékenységet, valamint annak érdekében, hogy féken tartsák az értékpapír-teljesítéshez kapcsolódó rendszerkockázatot, a nemzeti értékpapír-szabályozó hatóságoknak, a bankfelügyeleteknek és felvigyázóknak meg kell vizsgálniuk az ilyen letétkezelők által alkalmazott kockázatkezelési eljárásokat, hogy megállapítsák, összhangban vannak-e a pénzügyi rendszert fenyegető kockázattal. Különösen a hitelezési kockázatok – beleértve a napon belüli hitelekét is – fedezettségi szintjének emelési lehetőségét kell vizsgálni.

A nettó elszámolási rendszerek működtetőinek olyan kockázatkezelési rendszert kell kialakítaniuk, amely biztosítja a teljesítés időben történő végrehajtását abban az esetben is, ha a legnagyobb fizetési kötelezettséggel terhelt résztvevő nem tud fizetni. A legmegbízhatóbb intézkedéscsomag a fedezeti követelmények és hitelezési limitek kombinációja.

10. követelmény: A pénzoldali teljesítés eszközei

Az értékpapírügyletekből eredő fizetési kötelezettségek teljesítésére használt eszközök alig vagy egyáltalán ne hordozzanak hitelezési vagy likviditási kockázatot. Ha nem jegybanki pénzt használnak, intézkedni kell annak érdekében, hogy megvédjék a rendszerben részt vevőket a lehetséges veszteségektől és likviditási problémáktól azon pénzoldali teljesítési ügynök nem teljesítése esetére.

11. követelmény: Működési megbízhatóság

Az értékpapír-elszámolás és -teljesítés folyamatában felmerülő működési kockázatokat azonosítani kell, megfigyelés alatt kell tartani és rendszeres időközönként értékelni kell. Az ilyen kockázatot megfelelő rendszerek kidolgozásával és hatékony ellenőrzéssel kell minimálisra szorítani. A rendszereknek és a velük összefüggő funkcióknak (i) megbízhatóknak és biztonságosoknak kell lenniük, (ii) stabil technikai megoldásokra kell épülniük, (iii) bevált eljárásokkal összhangban kell kialakítani és fenntartani őket, (iv) megfelelő, méretezhető kapacitásúnak kell lenniük, (v) megfelelő üzleti folyamatossággal és katasztrófaelhárítási intézkedésekkel kell rendelkezniük, valamint (vi) gyakori és független könyvvizsgálatnak kell alávetni azokat az eljárásaikat, amelyek lehetővé teszik a műveletek időben történő visszaállítását és a teljesítés befejezését.

12. követelmény: Az ügyfelek értékpapírjainak védelme

Az értékpapírok letétkezelőinek olyan számviteli gyakorlatot és letéti őrzési eljárásokat kell követniük, amelyek teljes körű védelmet biztosítanak az ügyfelek értékpapírjainak. Lényeges, hogy az ügyfelek értékpapírjai védelmet élvezzenek a letéti őrzés láncolatában részt vevő mindenféle jogi személyek hitelezői követeléseivel szemben.

13. követelmény: Irányítás

A központi értéktárak és a központi szerződő felek intézményeinek irányítását úgy kell megtervezni, hogy közérdekű elvárásoknak tegyenek eleget és elősegítsék a tulajdonosok és piaci szereplők célkitűzéseinek elérését.

14. követelmény: Rendszertagság

A központi értéktárak és a központi szerződő félnek objektív és nyilvánosan meghirdetett rendszertagsági feltételeket kell meghatározni, mely lehetővé teszi a nyílt és megkülönböztetés nélküli hozzáférést. Csak kockázatkezelési célú szabályokkal és előírásokkal lehet a hozzáférést korlátozni.

15. követelmény: Hatékonyság

Amellett, hogy az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszereknek a műveleteket biztonságos körülmények között kell végezniük, hatékonyaknak is kell lenniük.

16. követelmény: Kommunikáció módja, üzenetszabványok és automatizált feldolgozás (STP)

Értékpapír-elszámolási és -teljesítési szolgáltatást nyújtó intézmények, valamint a rendszerek tagjai a vonatkozó nemzetközi kommunikációs eljárásoknak, üzenet- és hivatkozási adatszabványoknak megfelelően járjanak el. Ezzel az értékpapír-műveletek teljes tranzakciós láncolatában elősegítik az automatizált feldolgozást (STP).

A szolgáltatók automatizált feldolgozásra törekedjenek annak érdekében, hogy az értékpapírokat időben, biztonságosan és költséghatékonyan dolgozhassák fel, ideértve a megerősítést, az egyeztetést, a nettósítást, a teljesítést és a letéti őrzést is.

17. követelmény: Átláthatóság

A központi értéktáraknak és a központi szerződő feleknek a piac szereplőit elégséges információval kell ellátniuk ahhoz, hogy azonosíthassák, és pontosan értékelhessék az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési szolgáltatásokkal járó kockázatokat és költségeket.

A kiemelt letétkezelőknek annyi információt kell nyújtaniuk ügyfeleik számára, amennyi elegendő ahhoz, hogy azonosíthassák, és pontosan értékelhessék az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési szolgáltatásokkal járó kockázatokat és költségeket.

18. követelmény: Szabályozás, felügyelet és felvigyázás

Az értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési szolgáltatásokat nyújtó szervezetek szabályozásának és felügyeletének minimális követelményként átláthatónak, következetesnek és hathatósan kell lennie. Az értékpapír-elszámolási és -teljesítési rendszereket/tevékenységeket minimális követelményként átlátható, következetes és hathatós módon kell a központi banknak felvigyáznia. A központi bankoknak, értékpapír-szabályozóknak és bankfelügyelőknek nemzeti és nemzetközi szinten (különösen az Európai Unió keretein belül) hathatósan és elszámoltatható módon kell együttműködniük.

19. követelmény: Rendszerek összekapcsolódásából eredő kockázatok¹

Azok a központi értéktárak, amelyek kapcsolatot létesítenek a rendszerek közötti kereskedés elszámolására, úgy tervezzék meg és működtessék ezeket a kapcsolatokat, hogy hatékonyan csökkentsek a rendszereket átívelő teljesítésből keletkező kockázatokat.

¹ Ez a követelmény nem terjed ki azokra a kapcsolatokra, amelyeket központi szerződő felek hoznak létre. E kérdést a KBER–CESR központi szerződő felekről szóló, megjelenés előtt álló közös munkája taglalja majd.

Készítő

Ana Luísa Ribeiro

Cím

Cím nélkül, 2002

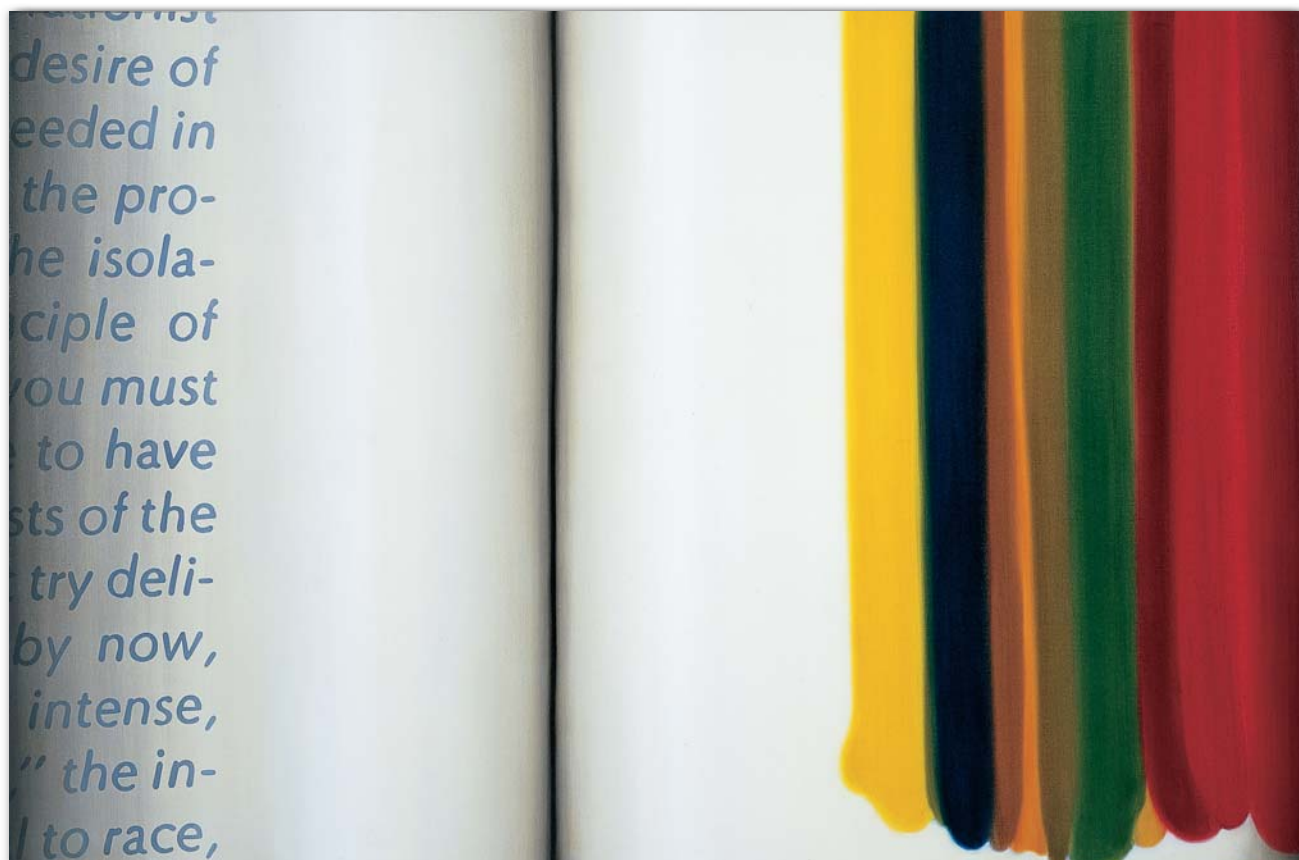
Anyag

Olajvászon

Méret

150 × 230 cm

© Európai Központi Bank



4. FEJEZET

EURÓPAI
ÉS NEMZETKÖZI
KAPCSOLATOK

1 EURÓPAI KITEKINTÉS

1.1 POLITIKAI KÉRDÉSEK

A STABILITÁSI ÉS NÖVEKEDÉSI PAKTUM

2004-ben két euróvezeti ország, Görögország és Hollandia és a tíz új EU-tagállam közül hat ország (Ciprus, a Cseh Köztársaság, Lengyelország, Magyarország, Málta és Szlovákia) esetében állapítottak meg túlzott deficitet (lásd még az 1. fejezet 2.5. pontját). A Franciaországban és Németországban 2003-ban elindított túlzottdeficit-eljárás továbbra is érvényben maradt, annak ellenére hogy az ECOFIN Tanács 2003. november 25-én elfogadott megállapításai értelmében de facto felfüggesztették ezen eljárásokat. E megállapítások kimondták, hogy Franciaországnak és Németországnak az ECOFIN Tanácsnak a Szerződés 104. cikke (7) bekezdésének értelmében hozott ajánlásai által előrevetített 2004 helyett 2005-re kell korrigálnia túlzott deficitjét. A túlzottdeficit-eljárást Portugália esetében megszüntették.

2004 júliusában az Európai Bíróság érvénytelenítette az ECOFIN Tanács Franciaországra és Németországra vonatkozó 2003. november 25-i megállapításait, mivel azok tartalmaztak egy olyan határozatot, amely felfüggesztette a túlzottdeficit-eljárást és módosította a két országra vonatkozó korábbi ajánlásokat. A Bíróság hangsúlyozta, hogy a Szerződésben és a stabilitási és növekedési paktumban előrevetített szabályokat és eljárásokat, valamint a Bizottság kezdeményezési jogát minden esetben tiszteletben kell tartani.

Az EKB meglegedését fejezte ki azzal kapcsolatban, hogy az ítélet megerősítette azt az igényt, hogy a Szerződésben és a paktumban megfogalmazott szabályokat és eljárásokat teljes mértékben alkalmazni kell. Felszólította az érintett intézményeket arra, hogy tegyenek meg minden szükséges lépést annak érdekében, hogy a szabályokat és eljárásokat teljes mértékben betartsák.

2004 szeptemberében a Bizottság a gazdasági irányítás megerősítéséről és a stabilitási és növekedési paktum végrehajtásának pontosításáról közleményt jelentetett meg. E közlemény

számos javaslatot tartalmazott a paktum megreformálására. A paktum megelőzéssel kapcsolatos részére vonatkozó javaslatok között szerepelt például az, hogy a nem megfelelő folyamatokat a korai figyelmeztetések idősebb és aktívabb alkalmazásával kell hamarabb korrigálni, a költségvetési egyensúlyra vonatkozó középtávú célkitűzéseket az országspecifikus körülmények figyelembevételével kell újra meghatározni és a költségvetési felvigyázásban nagyobb hangsúlyt kell helyezni az államadóságra és a fenntarthatóságra. A paktum korrekciós részére vonatkozó javaslatok magukba foglalták annak a meghatározásnak a módosítását, hogy milyen különleges körülmények között nem minősíthető túlzottnak a GDP 3%-át meghaladó referenciaérték feletti hiánymutató, illetve a túlzott deficit megszüntetéséhez szükséges kiigazítási pálya megváltoztatását és az államadóságra vonatkozó kritérium pontosítását.

A stabilitási és növekedési paktum reformjáról szóló vitában a Kormányzótanács kifejezte azon véleményét, hogy a stabilitási és növekedési paktum végrehajtását lehet és érdemes is javítani. Ebben a tekintetben az Európai Bizottságnak hasznosnak bizonyultak azon javaslatai, amelyek javítani kívánták a paktum megelőzési részének végrehajtását. Ugyanakkor a Kormányzótanács felhívta a figyelmet a paktum megváltoztatásának hátrányaira, különös tekintettel a túlzottdeficit-eljárás módosítására. A Kormányzótanács szerint a 3%-os deficitathár alapvető fontosságú a fiskális fegyelemmel szembeni elvárások biztosításának szempontjából.

2004 szeptemberében Görögország a 2000 és 2003 közötti időszakra olyan deficit- és tartozásadatokat jelentett be, amelyek jóval meghaladták a korábban közzétett adatokat. A hiánymutató meghaladta a GDP 3%-ában meghatározott referenciaértéket. Ezt követően az 1997 és 1999 közötti időszakra is módosított deficitadatokat tettek közzé, amelyek szintén meghaladták a GDP 3%-át. Az EKB szerint az államháztartás pénzügyi statisztikáinak megbízható összeállítása, illetve pontos és időbeni jelentése alapvető fontosságú a költségvetés

ellenőrzésének hitelessége és általában véve a GMU szempontjából. Az európai számviteli szabályokat teljes mértékben be kell tartani a kiadások és bevételek minden kategóriájának leírásánál, és alkalmazásuk során időbeni következetességet és stabilitást, illetve a tagállamok közötti homogén jelleget kell szem előtt tartani.

A LISSZABONI STRATÉGIA

2000 márciusában Lisszabonban tartott ülésén az Európai Tanács tízéves stratégiát dolgozott ki (a „Lisszaboni stratégia”), melynek célja, hogy 2010-re 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”. A Lisszaboni stratégia alapján 2004-ig elért eredmények vegyesek voltak. Néhány területen, mint például a munkaerőpiacon, nagy előrelépés volt tapasztalható. A legtöbb kérdésben azonban a fejlődés közepesnek bizonyult. Világossá vált, hogy a lisszaboni célkitűzések 2010-es eléréséhez a reformok ütemén jelentősen gyorsítani kell.

Ezt követően az Európai Tanács úgy döntött 2004 tavaszán tartott ülésén, hogy a Lisszaboni stratégiát középtávon felülvizsgálja. Első lépésként felkérte a Bizottságot, hogy Wim Kok vezetésével egy olyan magas szintű szakértői csoportot hozzon létre, amely a Lisszaboni stratégia alapján elért fejlődést független szempontból felméri. Ez a felmérés képezné az alapját a Bizottság és az EU Tanács középtávon végzett értékelésének, amelyet tervek szerint az Európai Tanács 2005 márciusi ülésére készítenek el.

A magas szintű szakértői csoport 2004 novemberében készítette el a „Szembenézünk a kihívással” című jelentését, amely hangsúlyozta, hogy a globális verseny és az öregedő népesség kettős kihívásával szemben nem elegendő a status quo fenntartása az EU részéről, különösen, ha társadalmi modelljét meg akarja őrizni. A jelentés végkövetkeztetése az volt, hogy a Lisszaboni stratégia ambiciózus célkitűzéseire és célkitűzések 2010-es határidejéhez ezek miatt az okok miatt ragaszkodni kell. A célkitűzések



jobb fontossági sorrendbe állítását szorgalmazta és öt kulcsfontosságú kérdésben szólított fel sürgős cselekvésre: a tudásalapú társadalom, a belső piac, az üzleti környezet, a munkaerőpiac és a környezet fenntarthatósága területén.

Az EKB többször is jóváhagyta a Lisszaboni stratégia ambícióit és támogatja a kormányok és a társadalmi partnerek erőfeszítéseit. Sürgette a szükséges intézkedések gyorsabb végrehajtását és a reformfolyamat irányának hatékonyabb kijelölését. A reform elengedhetetlen a jövőbeni növekedéshez és a munkalehetőségek biztosításához, illetve az euróövezet azon képességének javításához, hogy alkalmazkodni tudjon a gazdasági sokkokhoz. Különösen a munkaerő, a tőke, az áruk és szolgáltatások piacán a verseny elősegítésével a reformok hozzájárulhatnak a befektetések növeléséhez és az infláció csökkentéséhez. Az EU-nak hasznosítania kell a középtávú felülvizsgálat eredményeit, újra kell élesztenie a Lisszaboni stratégiát és fel kell gyorsítania a szerkezeti reformokat.

1.2 INTÉZMÉNYI KÉRDÉSEK

AZ EURÓPAI ALKOTMÁNY

A 2004. június 17. és 18. között megtartott Kormányközi Konferencia utolsó ülésén az

állam- és kormányfők megállapodtak abban a Szerződésben, amely létrehozta az Európai Alkotmányt. Ezt az Európai Alkotmányt 2004. október 29-én írták alá Rómában. Miután mind a 25 tagállam ratifikálja saját nemzeti eljárásrendjének megfelelően, 2006. november 1-jén lép életbe. Több tagállamban a ratifikáláshoz népszavazást kell tartani.

Az EKB figyelemmel kísérte a Kormányközi Konferenciát és az EKB, az eurórendszer és a KBER feladataival és mandátumával kapcsolatban mind hivatalosan, mind nem hivatalosan hozzájárult a tárgyalásokhoz. Az Európai Unióról szóló Szerződés 48. cikke értelmében az EKB-val hivatalos konzultációra is sor került és 2003. szeptember 19-én a Kormányzótanács elfogadta az Európai Alkotmányt létrehozó Szerződés tervezetéről szóló véleményét.¹ Ezenkívül az EKB elnöke 2003 novemberében és 2004 áprilisában levelet küldött az EU Tanács elnökének, amelyben kifejtette az EKB hivatalos véleményét.

Az EKB üdvözölte az Európai Konventnek Európa jövőjével kapcsolatos erőfeszítéseit és az ezt követő Kormányközi Konferenciát, amely az EU jogi és intézményi kereteit egyszerűsíteni, áramvonalazni és pontosítani kívánta. Azt is leszögezte, hogy a GMU-t jelenleg meghatározó feltételeket mind célkitűzéseik, mind a feladatok megosztása tekintetében megalapozottnak találja.

Az EKB különösen azt tekintette fontosnak, hogy az árstabilitás elérése ne csak az EKB és a KBER elsődleges célja, hanem az EU kifejezett célkitűzése is legyen. Az Európai Alkotmány teljes mértékben megerősíti ezt a nézetet.

Az EKB feladatának sikeres teljesítéséhez azt is elengedhetetlennek találja, hogy megmaradjon az EKB és a KBER különleges intézményi jellege, amely az EKB-t más európai intézményektől megkülönbözteti. Az Európai Alkotmány oly módon őrzi meg ezt a sajátos jelleget, hogy az EKB, a KBER és a nemzeti központi bankok függetlenségét, illetve az EKB jogi személyiségét és szabályozási hatáskörét megerősíti.

Az EKB sajátos jellegét az is kiemeli, hogy azt az Európai Alkotmány „az egyéb Uniók Intézmények és tanácsadói testületek” egyikének minősíti. Így az EKB nem az uniós intézmények, azaz az Európai Parlament, az Európai Tanács, a Miniszterek Tanácsa, az Európai Bizottság és az Európai Unió Bírósága között szerepel, mely intézmények az EU „intézményes keretei”-t adják.

Az EKB külön kérésére az „Eurórendszer” kifejezést belefoglalták az Európai Alkotmányba. Ez a kifejezés, amely az EKB-ra és az euróövezet nemzeti központi bankjaira utal, és amit a Kormányzótanács 1999-ben elfogadott, segít megkülönböztetni a KBER-t, amelybe minden EU központi bank beletartozik, az euróövezet központi banki rendszerétől. Az „Eurórendszer” kifejezés azt a tényt is megfelelően tükrözi, hogy az EKB és az euróövezet nemzeti központi bankjai egy rendszer szerves részeit képezik (lásd még 8. fejezetet).

A fentiek alapján az EKB úgy véli, hogy az Európai Alkotmány megerősíti az EU jelenlegi monetáris kereteit. Az EKB üdvözölné a ratifikációs folyamat sikeres lezárását.

AZ EURÓCSOPORT ÚJ MUNKAMÓDSZEREI

Az ECOFIN Tanács 2004. szeptember 10. és 11. között a hollandiai Scheveningenben tartott informális ülésén az euróövezet gazdasági és pénzügyminiszterei az Eurócsoport tekintetében új munkamódszerekben állapodtak meg. Ezeknek az új módszereknek az a célja, hogy javítsák az Eurócsoport hatékonyságát és eredményességét.

Az új módszerek több előretételező stratégiai megbeszélést tartalmaznak, különös tekintettel a strukturális reformokra, illetve a hat hónapos rotáló elnökség helyett kétéves stabil Eurócsoport elnökséget céloznak meg. Az Eurócsoport elnökét egyszerű többséggel az Eurócsoport tagjai választják. Scheveningenben Jean-Claude Junckert, Luxemburg miniszterelnökét és pénzügyminiszterét választották

¹ CON/2003/20.

meg az Eurócsoport első elnökévé a 2005 és 2006 közötti kétéves időszakra.

Az EKB, amelyet rendszeresen meghívnak az Eurócsoport üléseire, részt vett a munkamódszerek felülvizsgálatában. Az EKB nézete szerint az új munkamódszerek, ideértve az Eurócsoport állandó elnöki posztját, segíteni fognak abban, hogy az Eurócsoport működése eredményesebb és hatékonyabb legyen. Ezek az új módszerek nem fogják megváltoztatni az EKB és az euróövezet pénzügyminisztereinek a GMU keretein belüli munkamegosztását. A kormányoknak a megalapozott fiskális és strukturális politika végrehajtásáért vállalt és az egységes valuta bevezetésének további sikeréhez szükséges közös felelősségét azonban megerősítik.

2 NEMZETKÖZI KÉRDÉSEK

2.1 A NEMZETKÖZI MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI RENDSZER LEGFONTOSABB FOLYAMATAI

A VILÁGGAZDASÁG MAKROGAZDASÁGI POLITIKÁJÁNAK ELLENŐRZÉSE

A világgazdaság makrogazdasági politikája, különösen a főbb ipari országok által folytatott politika, lényeges elemét képezi annak a nemzetközi környezetnek, amelyet az EKB-nak figyelembe kell vennie monetáris politikájának és más feladatainak végrehajtása során. Az eurórendszer nemzetközi pénzügyi intézményeken és fórumokon keresztül vesz részt ezen makrogazdasági politikák ellenőrzésében, elsősorban az IMF Ügyvezető Igazgatóságának, a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezetnek (OECD), a G7 pénzügyminisztereinek és központi bankelnökeinek, valamint a G10 központi bankelnökeinek ülésein. Az EKB célja, hogy véleményt cseréljen és hogy áttekinthesse a szilárd makrogazdasági környezet, valamint a megalapozott makrogazdasági politika és az euróövezet árstabilitásának biztosításához szükséges politikai megoldásokat.

2004-ben a világgazdasági környezetet erőteljes gazdasági növekedés és többnyire mérsékelt inflációs nyomás jellemezte. Számos haladó gazdaságban és Latin-Amerikában is üdvözölhették a gazdasági kibocsátás újraéledését és ezzel párhuzamosan Ázsia és Kelet-Európa feltörekvő piacain is tapasztalható volt az erőteljes növekedési ütem további erősödése. Ugyanakkor azonban a világgazdasági egyensúlytalanságok, ideértve az USA gazdaságának külső egyensúlytalanságait is, továbbra is fennállnak, illetve tovább romlottak.

Az EKB több alkalommal is hangsúlyozta az egyensúlytalanságok fennmaradása által okozott kockázatok és bizonytalanságok jelentőségét. Általában véve az EKB osztja a nemzetközi közösség azon véleményét, hogy a kiigazítási folyamatnak három fő része van: a hiánnyal küzdő országokban a megtakarítás és befektetés közötti különbségből adódó problémák kezelése, a viszonylag alacsony potenciális növekedéssel rendelkező országokban magasabb fenntartható növekedés elősegítése strukturális

reformok segítségével és az árfolyam-rugalmaság fejlesztése azokban a főbb országokban és régiókban, ahol nincsen meg ez a rugalmasság. Az árfolyam alakulásával kapcsolatban 2004-ben és 2005 februárjában a G7 közleményei azt hangsúlyozták, hogy az árfolyamoknak tükrözniük kell a gazdasági fundamentumokat és hogy az árfolyam túlzott volatilitása és szabálytalan mozgása nem kedvező a gazdasági növekedés szempontjából.

A kelet-ázsiai országok növekvő világgazdasági jelentősége, amit a világgazdaság kibocsátásának növekedésében és a kereskedelemben elfoglalt szerepük támaszt alá, 2004-ben fontos kérdésként szerepelt. Az EKB figyelemmel követte az ezen országokban zajló folyamatokat és megerősítette közvetlen kapcsolatait az ázsiai központi bankokkal egy magas rangú szakembereknek tartott szeminárium szervezésével, amelyet a Szingapúri Monetáris Hatósággal együtt rendezett és amely összehozta a kelet-ázsiai és csendes-óceáni központi bankok (EMEAP)² igazgatósági ülésén részt vevő 11 elnököt, az euróövezet nemzeti központi bankelnökeit és az EKB elnökét. A 2004 júliusában Szingapúrban megtartott rendezvény középpontjában több kelet-ázsiai ország növekvő gazdasági súlya, a nemzetközi valuták szerepe, valamint a regionális integráció és együttműködés állt.

A feltörekvő gazdaságok piacaira irányuló többeáramlás, amelyet az EKB folyamatosan figyelemmel kísér a nemzetközi pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatása miatt, 2004-ben erőteljes maradt, hasonlóan ezen országoknak általános gazdasági teljesítményéhez. Ebben a folyamatban a kedvező külső finanszírozási feltételek, az exportáruk magas nemzetközi ára és a fejlett gazdaságok import iránti keresletének növekedése játszotta a fő szerepet. Ennek eredményeképpen többlet jelentkezett a folyó fizetési mérlegben és a külső adósságok szintje általában csökkent, bár az adósság magas maradt számos országban. Az igényekhez iga-

2 EMEAP-országok: Ausztrália, a Fülöp-szigetek, Kína, Hongkong, Indonézia, Japán, Korea, Malajzia, Szingapúr, Thaiföld és Új-Zéland.

zodó pénzügyi feltételek hatására a feltörekvő piacok állami és magán-hitelfelvevői erőteljesen igénybe vették a nemzetközi kötvénypiacot az alacsony kamatlábak miatt. Miután 2004 második negyedévében a feltörekvő piacok kötvényeinek kamatkülönbsége átmenetileg kiszélesedett, az év hátralevő részében historikusan alacsony szintre tért vissza.

Végül az euróövezet magát is megvizsgálták a nemzetközi gazdaságpolitika felüyeleti gyakorlatának részeként. Mind az IMF, mind az OECD lefolytatta az euróövezet monetáris, pénzügyi és gazdasági politikájának rendszeres felülvizsgálatát az egyes euróövezeti országok felülvizsgálatán kívül. Az IMF IV. cikkely szerinti konzultációi és az OECD Gazdasági és Fejlesztési Felülvizsgáló Bizottságának áttekintése gyümölcsöző véleménycserét tett lehetővé ezen nemzetközi szervezetek, az EKB, az Eurócsoport elnöksége és az Európai Bizottság között. E tárgyalásokat követően mind az IMF, mind az OECD készített egy-egy jelentést az euróövezet politikájának értékeléséről.³ A 2004-ben lefolytatott két felülvizsgálat külön figyelmet szentelt a tíz új tagország 2004. május 1-jei EU-csatlakozásának.

NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI RENDSZER

Mivel az EU nagymértékben integrálódott a világgazdaságba, a KBER és az eurórendszer érdeke, hogy a világgazdaság pénzügyi rendszere zökkenőmentesen működjön. Ezért mindkét intézmény aktívan részt vesz a nemzetközi pénzügyi rendszerről szóló jelenlegi tárgyalásokban, többek között a releváns nemzetközi intézményekben és fórumokon való részvételen keresztül. Ezen intézményekben és fórumokon az EKB közvetlenül is részt vesz, míg másokban megfigyelőként szerepel. A KBER szintén részt vesz ebben az európai szintű munkában, különösen a Gazdasági és Pénzügyi Bizottságban.

A G10 pénzügyminiszterei és központi bankelnökei által végzett munka kontextusában az EKB üdvözölte a kollektív kereseti záradékok (azaz szerződéses feltételek, amelyek fő célja, hogy elősegítse a késedelmes tartozások rend-

ben történő átstrukturálását) egyre nagyobb számú megjelenését a nemzetközi államkötvény-kibocsátásokban. Kevesebb, mint két év alatt a New York állam törvényei szerint kibocsátott nemzetközi államkötvények körében e záradékok használata piaci szabvány lett, bár még mindig nem teljesen felelnek meg a G10 ajánlásainak.

Az EKB más területeken is megvizsgálta, hogy a magánszektor hogyan vesz részt a pénzügyi válságok megoldásában, és áttekintette, hogy különböző eszközök eddig milyen módon segítették ezt a részvételt. Ezenkívül figyelemmel kísérte a „Feltörekvő piacok kiegyensúlyozott tőkeáramlásának és igazságos tartozásstrukturálásának elvei”-nek alakulását és fejlődését, mely elveket 2004 novemberében adott ki a feltörekvő piacok nemzetközi államkötvény-kibocsátóinak és a magánszektor hitelezőinek egy csoportja. Régebbi nevén a „Magatartási kódex”-be foglalt elvek célja, hogy elősegítsék az eladósodásról szóló információk feltárását, az adósok és hitelezők közötti rendszeres dialógust, a tartozás átütöztetéséről szóló jóhiszemű tárgyalásokat és igazságos bánásmódot az összes érintett hitelezővel. Ezek az elvek, melyeket üdvözöltek a G20 pénzügyminiszterei és központi bankelnökei, tartalmaznak néhány olyan megválaszolatlan kérdést, amelyekre a világgazdaság pénzügyi rendszere nem ad választ. Amint sikerül ezen elveket a gyakorlatban is megvalósítani, lényegesen hozzájárulhatnak egy olyan rendszer kiépítésére irányuló hosszabb távú törekvéshez, amely elősegíti a világgazdasági együttműködést, a növekedést és a pénzügyi stabilitást.

Az EKB által figyelemmel kísért másik téma az IMF pénzügyi helyzete volt. 2004 októberében tartott ülésükön a G10 pénzügyminiszterei és központi bankelnökei megjegyezték, hogy az IMF erős pénzügyi helyzete alapvető fontosságú feladatainak elvégzésében, és hogy kihívásokkal kell majd szembenéznie a világgazdasági változások folytán. E kihívásokkal szemben

³ IMF: „Euróövezeti politika: jelentés az alkalmazottakról”, 2004. augusztus; OECD: „Gazdasági felmérés – Az euróövezet 2004-ben”, 2004. július.



szükségessé válik néhány politikai intézkedés, mint például az ellenőrzés megerősítése, az államadósság fenntarthatóságának hangsúlyozása a hitelezési döntések során, a nemrég elfogadott rendkívüli hitel-igénybevételi rendszer szigorú betartása, és az időben történő visszafizetések elősegítéséhez, valamint az ismétlődő hitelmegállapodások számának csökkentéséhez esetleg az IMF pénzügyi szerkezetének további módosítására is szükség lehet.

REGIONÁLIS INTEGRÁCIÓ ÉS EGYÜTTMŰKÖDÉS

Mivel maga az EU is a regionális gazdasági integráció hosszadalmas folyamatának eredménye, természetes partnere lett a világ több regionális csoportosulásának monetáris hatásának, akik felkérik az EKB-t, hogy ossza meg tapasztalatait a politika irányítóival és időről időre a tudósokkal is. Ennek megfelelően az EKB nemcsak az európai helyzet megvilágításában érdekelt különösen a monetáris együttműködés terén, hanem ugyanilyen fontosnak tekinti, hogy megértse az EU-n kívül eső regionális gazdasági integráció kérdéseit is.

2004 szeptemberében Pekingben a People's Bank of China és az EKB a világgazdaság keretein belüli regionális gazdasági integrációról szóló műhelymegbeszélést szervezett a G20 számára. A megvizsgált kérdések között szerepeltek a regionális együttműködés kereteinek előfeltételei, az integrációs folyamat, a mone-

táris és pénzügyi együttműködés optimális sorrendje, valamint a regionális kereskedelmi integráció és a Világkereskedelmi Szervezet szabályainak kompatibilitása.

2004-ben az EKB megerősítette kapcsolatait Afrika regionális monetáris intézményeivel is. Ezzel kapcsolatban az EKB számos euróövezeti nemzeti központi bankkal együtt technikai segítséget nyújtott a Nyugat-afrikai Monetáris Intézetnek (Accra, Ghána), annak a szervezetnek, amely a nyugat-afrikai angolul beszélő országok monetáris integrációjának technikai előkészítését magára vállalta.

AZ EURÓ NEMZETKÖZI SZEREPE

2004-ben az euró szerepe a nemzetközi tőke- és devizapiacokon nagyrészt stabil maradt, illetve rögzített, tartalék és intervenciós valutaként szolgált. Néhány euróövezeti ország nemzetközi kereskedelmében előfordult, hogy az eurót egyre többször használták számlázási és elszámolási valutaként is. A legtöbb ilyen országban az euró használata elterjedtebbnek tűnik az export, mint az import területén, és az exporton belül az áruk tekintetében gyakrabban használatos, mint a szolgáltatások esetében. A legtöbb új EU-tagállamban és a csatlakozásra váró országokban 2003-ban megfigyelhető volt az euró arányának számottevő növekedése a nemzetközi kereskedelemben. Az euró használatának növekedése sok esetben meghaladta az euróövezet kereskedelmi kapcsolataiban tapasztalt növekedést, ami arra utal, hogy a nemzetközi kereskedelemben egyre növekvő mértékben használják az európai fizetési eszközök nem euróövezeti partnerekkel folytatott kereskedelmi kapcsolatokban is.⁴

Az EKB tovább bővíti az euró nemzetközi szerepének elemzéséhez szükséges statisztikai felméréseit. A korábbi kutatások alapján két új adatbázist állítottak fel a nem euróövezeti rezidensek által kibocsátott, euróban denominált kötvények piacainak lényegi jellemzőinek felismerésére.

⁴ Lásd „Az euró nemzetközi szerepének áttekintése”, EKB, 2004. december.

2.2 EGYÜTTMŰKÖDÉS AZ EU-N KÍVÜLI ORSZÁGOKKAL

Az Eurórendszer elsősorban szemináriumok és műhelymegbeszélések szervezésével, illetve technikai segítség nyújtásával bővítette tovább kapcsolatait az EU-n kívül eső központi bankok közösségével. Célja, hogy információt gyűjtsön és véleményt cseréljen a világ különböző régióiban lezajló olyan gazdasági és monetáris folyamatokról, amelyek a világgazdasági környezetre vagy az euróövezet folyamataira hatással lehetnek.

Az EU-nak a Független Államok Szövetsége részére nyújtott technikai segítségnyújtási („TACIS”) program keretein belül finanszírozott, az Eurórendszernek Oroszország Központi Bankjával közös technikai segítségnyújtási projektje a tervek szerint zajlik. A 2003 novemberében elindított kétéves program célja, hogy tovább erősítse az Orosz Központi Bank bankfelügyeleti funkcióját, amely alapvető szerepet játszik az oroszországi pénzügyi környezet további stabilizálásának elősegítésében. A projekt továbbképzési terve, amelyet 2004 januárjában egyrészt az Orosz Központi Bank, másrészt kilenc euróövezeti nemzeti központi bank, három felügyeleti hatóság és az EKB hagyott jóvá, 64 tanfolyamot, nyolc tanulmányutat és négy magas rangú szakemberek részére rendezett szemináriumot irányoz elő. 2004 végéig 34 tanfolyamot, négy tanulmányutat és két szemináriumot rendeztek. Az Orosz Központi Bank körülbelül 400 alkalmazottja vett részt ebben a továbbképzési tervben. A TACIS projekten kívül 2004 májusában az Eurórendszer az Orosz Központi Bankkal először tartott kétoldalú magas szintű szemináriumot Helsinkiben, amelyet a Suomen Pankki – Finlands Bank és az EKB koordinált. E szeminárium fő témái a monetáris és árfolyampolitika, a szabad tőkeáramlás, az EU és Oroszország közötti kapcsolatok, beleértve a kereskedelmi politikát, valamint a bankrendszer folyamatai és a pénzügyi szektor stabilitásának kérdései voltak.

Az Eurórendszer a mediterrán régió központi bankjaival is kiépítette az együttműködés kere-

teit. 2004 januárjában tartották a Barcelona partnerországok⁵ központi bankelnökeinek első magas szintű szemináriumát Nápolyban, amit az EKB és a Banca d’Italia közösen szervezett. A 2004 szeptemberében megtartott technikai műhelymegbeszélés után a második magas szintű szeminárium Cannes-ban volt 2005 februárjában, az EKB és a Banque de France közös rendezésében. E szeminárium fő témái a mediterrán régió elmúlt időszakban lezajlott pénzügyi és monetáris folyamatai, az euróövezet és a mediterrán országok közötti gazdasági kapcsolatok (különös tekintettel a vendégmunkásokra), valamint a központi bankok függetlensége volt.

A nyugati balkán országokban az EKB számos látogatás során kezdeményezte a kapcsolatfelvételt központi bankok magas rangú vezetőivel, beleértve a Bosznia-hercegovinai Nemzeti Bank és a Szerb Nemzeti Bank vezetőit. E látogatások célja az volt, hogy dialógust alakítson ki az EKB ezen országok központi bankjaival arra való tekintettel, hogy ezek az országok potenciális EU-csatlakozók.

Az Eurórendszer a rendszerszempontról fontos latin-amerikai gazdaságok folyamatainak jobb megértését is célul tűzte ki. Ezért az EKB a Brazil Központi Bankkal, a Portugál Nemzeti Bankkal és a Spanyol Nemzeti Bankkal együtt megszervezte a második magas szintű szemináriumot az eurórendszer és Latin-Amerika központi bankjai között, amely Rio de Janeiróban zajlott le 2004 novemberében és amit egy előkészítő technikai műhely előzött meg Lisszabonban. A résztvevők a monetáris politikának a költségvetési politikából, az államadósság miatti sebezhetőségből és a pénzügyi rendszer jellegéből adódó lehetséges korlátait vitatták meg.

A Közép-Keleten az EKB továbbfejlesztette kapcsolatait az Öbölmenti Együttműködési Tanács Főtitkárságával („GCC”), a GCC-tagállamok monetáris hatóságaival és központi bank-

5 Algéria, Egyiptom, Izrael, Jordánia, Libanon, Marokkó, a Palesztin Nemzeti Hatóság, Szíria, Törökország és Tunézia.

jaival, szem előtt tartva azt a tervet, hogy a GCC-tagállamok 2010-re közös valutát kívánnak bevezetni.⁶

⁶ A GCC hat tagállama: Bahrein, Kuvait, Omán, Katar, Szaúd-Arábia és az Egyesült Arab Emírségek.

Készítő

Xenia Hausner

Cím

Traumspiel, 2004

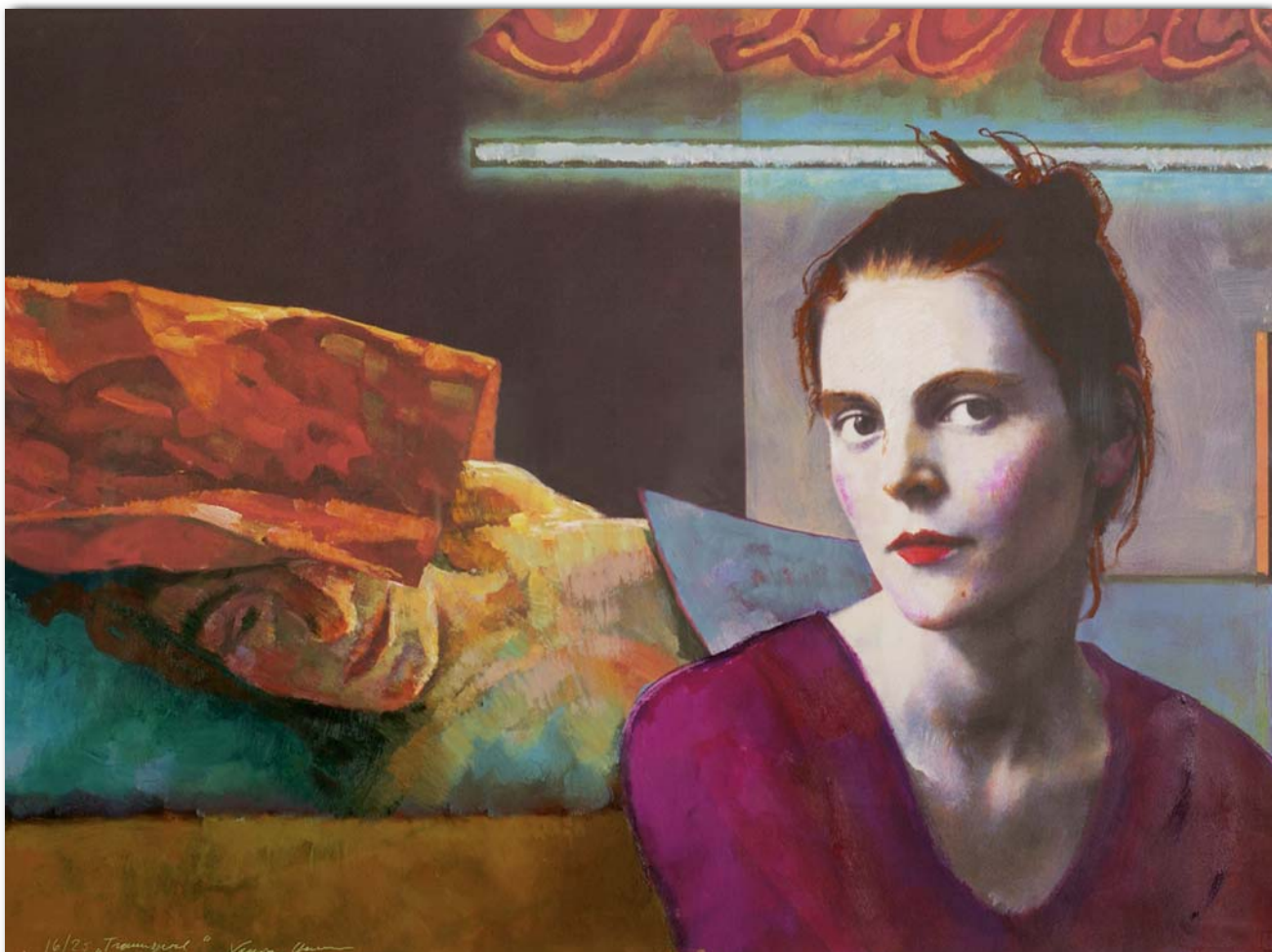
Anyag

Színes könyomat kézzel készített papíron (ed. 16/25)

Méret

96 × 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



5. FEJEZET

ELSZÁMOLTATHATÓSÁG

1 ELSZÁMOLTATHATÓSÁG A KÖZVÉLEMÉNY VALAMINT AZ EURÓPAI PARLAMENT FELÉ

Az elszámoltathatóság úgy értelmezhető, mint a független központi bank azon jogi és intézményi kötelezettsége, hogy világosan és alaposan bemutassa az európai polgároknak és választott képviselőiknek az általa hozott döntéseket, lehetővé téve a központi bank felelős működésének vizsgálatát céljai elérése tekintetében. Az elszámoltathatóság így módon a központi bank függetlenségének fontos, egyenrangú párja.

Létrejötté óta az EKB mindig elismerte elszámoltathatósági kötelezettsége alapvető fontosságát, és rendszeres párbeszédet folytatott a közvéleménnyel és a polgárok választott képviselőivel. A Szerződés az EKB számára beszámolási kötelezettségeket ír elő az éves jelentés publikálásától, a negyedéves jelentésen és a heti konszolidált pénzügyi beszámolón át az Európai Parlament előtti megjelenésig. Az EKB teljes mértékben megfelel ezeknek a követelményeknek, sőt nemcsak negyedéves beszámolót, hanem havi jelentéseket is készít, havonta sajtótájékoztatókat tart, valamint – 2004. decembere óta – havi rendszerességgel teszi közzé a Kormányzótanács egyéb döntéseit is, nemcsak a kamatlábra vonatkozókat (lásd még a 6. fejezet 2. pontját). Az EKB elszámoltathatóságát illetően intézményi szinten a Szerződés rendkívül fontos szerepet szán az Európai Parlamentnek.

A Kormányzótanács tagjai 2004. során is számos előadást tartottak az euróövezet tagországokban, hogy kifejtsék az EKB irányelveit a nagyközönségnek. A Szerződés 113. cikke rendelkezéseinek megfelelően, az EKB továbbra is beszámol az Európai Parlamentnek azokról a döntésekről, amelyeket a monetáris politika területén, illetve egyéb feladataival kapcsolatban hozott. Hasonlóan a korábbi évekhez, az EKB elnökének a Gazdasági és Monetáris Bizottság előtt tartott beszámolóit szolgálták az ilyen rendszeres eszmecsere legfőbb fórumaként. Az elnök átadta a Bizottságnak és az Európai Parlament plenáris ülésének az EKB 2003. évi éves jelentését is.

A Gazdasági és Monetáris Bizottság az Igazgatóság további tagját is meghívta, hogy számoljon be az EKB-nek a gazdasági környezettel és a strukturális reform területét érintő legfontosabb kérdésekkel kapcsolatos nézeteiről. Ezenfelül az EKB részt vett egy meghallgatáson, amelyet a Bizottság az egységes eurófizetési övezet kérdéséről szervezett.

Az Európai Unióról szóló Szerződésben rögzített kötelezettségein túl az EKB továbbra is követi azt az önként vállalt gyakorlatot, hogy megválaszolja az Európai Parlament képviselői által az EKB mandátumával kapcsolatos ügyekről írásban benyújtott kérdéseket. Ezenfelül, a korábbi évekhez hasonlóan, az EKB Igazgatósága informális megbeszélés keretében fogadta a Gazdasági és Monetáris Bizottság tagjainak küldöttségét.

A Szerződés 112. cikkének rendelkezése értelmében az Európai Parlament véleményezi az Igazgatóságba jelölt személyeket (akik az euróövezet tagállamainak jelöltjei), mielőtt az euróövezet állam- vagy kormányfői közös megállapodással kineveznék őket. Az EU Tanács ajánlását követően, az Európai Parlament meghívta José Manuel González-Páramót, hogy jelenjen meg a Gazdasági és Monetáris Bizottság előtt, ismertesse nézeteit és válaszoljon a Bizottság tagjainak kérdéseire. E meghallgatást követően az Európai Parlament plenáris ülése támogatta, hogy González-Páramót nevezzék ki az EKB Végrehajtó Bizottságába Domingo Solans utódjául.

2 AZ EKB NÉZETEI AZ EURÓPAI PARLAMENTTEL FOLYTATOTT MEGBESZÉLÉSEKEN FELMERÜLŐ EGYES TÉMÁKRÓL

Az EKB elnöke az Európai Parlament előtt való megjelenései alkalmával kérdések széles körével szembesül. A legtöbb figyelem arra irányult, hogy miként értékelhetőek a gazdasági és pénzügyi fejlemények valamint az EKB monetáris politikájának megvalósulása. Az alábbiakban számos olyan kérdést tárgyalunk, amelyeket az Európai Parlament tett fel az EKB-val folytatott véleménycserék folyamán, illetve amelyek a 2003. évi éves jelentésről hozott, 2004 októberében elfogadott határozatában szerepelnek.

MIKÉNT SEGÍTI ELŐ AZ EGYSÉGES MONETÁRIS POLITIKA A KÖZÖSSÉG ÁLTALÁNOS GAZDASÁGPOLITIKÁJÁT?

Az egységes monetáris politika szerepe a Közösség általános gazdaságpolitikájában az egyik legfontosabb kérdés volt, amit az elnöknek az Európai Parlamentben feltettek. Habár a Gazdasági és Monetáris Bizottság néhány tagja azon a véleményen volt, hogy az árak stabilitásának fenntartása nem segíti elő a gazdasági növekedést és a foglalkoztatást, továbbá, hogy negatív korreláció van az infláció és a munkanélküliség között, más bizottsági tagok úgy érezték, hogy a Szerződés 105. cikkének rendelkezései teljes mértékben megfelelőek, és hogy az árstabilitás fenntartása kell, hogy az egységes monetáris politika elsődleges célja maradjon.

Az elnök rámutatott, azzal, hogy hitelesen érvel az árak stabilitása mellett és határozottan rögzíti a közép- és hosszú távú inflációs célt, az EKB a lehető legtöbbet járul hozzá egy olyan gazdasági környezet kialakításához, amelyik elősegíti a fenntartható növekedést. Az EKB 2003. évi éves jelentésével foglalkozó határozatában az Európai Parlament ezt a nézetet fogadta el, és arra hívta fel az EKB-t, hogy összpontosítson az árstabilitás fenntartására.

PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ ÉS SZABÁLYOZÁS

A negyedéves meghallgatások keretein belül a Gazdasági és Monetáris Bizottság tagjai kérdéseket tettek fel az elnöknek arra vonatkozóan, hogy mi az EKB véleménye a pénzügyi integrációval és szabályozással összefüggő kérdésekről. 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. Pontosabban: az EKB 2003. évi éves jelentése aggodalmakat fogalmazott meg arra vonatkozóan, hogy a KBER és a CESR esetleg magához ragadhatja a területen most kezdődő jogalkotási folyamatot.

Az elnök hangsúlyozta, hogy a javasolt standardok célja nem az volt, hogy magukhoz ragadják a jövőbeli jogalkotási tevékenységet. Kijelentette, hogy amennyiben az értékpapírok elszámolásáról és kiegyenlítéséről a jövőben irányelv készül, a standardokat meg kell ítélni abban a tekintetben, hogy megfelelnek-e ezeknek az irányelveknek, és ha igen, akkor ennek megfelelően kell ezeket kidolgozni (lásd a 3. fejezet 4. pontját).

AZ EKB ELSZÁMOLTATHATÓSÁGA ÉS ÁTLÁTHATÓSÁGA

Az EKB 2003. évi éves jelentéséről szóló határozatában az Európai Parlament az EKB-val folytatott párbeszédet sikeresnek tekintette, minthogy a rendszeres véleménycserék következtében az EKB monetáris politikája átláthatóbb lett és jobban hozzáférhető a nagyközönség számára. Ugyanakkor az EKB és az Európai Parlament nézetei továbbra is eltérőek az elszámoltathatóság és átláthatóság egyes kérdéseivel kapcsolatban. Határozatában az Európai Parlament ismételten kérte, hogy publikálják a Kormányzótanács üléseinek jegyzőkönyveit és a szavazatok megoszlását.

Ami a jegyzőkönyvek publikálására vonatkozó kérdést illeti, az elnök hangsúlyozta, hogy az EKB által választott kommunikációs csatornák hatékonyabbnak bizonyultak. Különösen a havi sajtóértekezletek, amelyeket közvetlenül a Kormányzótanács ülése után – majdnem azonos időben – tartanak, átfogó beszámolót adnak a Kormányzótanács döntéseit alátámasztó érveletről, és így lényegében ugyanazt a célt szolgálják, mint a jegyzőkönyv. Ezenfelül a Kormányzótanács indoklása már jóval előbb a közvélemény rendelkezésére áll, mint hogy szükség lenne a hivatalosan elfogadott jegyző-

könyvre. Ezek a sajtóértekezletek a többi kommunikációs eszközzel együtt, mint pl. a havi jelentés és a Kormányzótanácsnak a kamatlábbal kapcsolatos döntésen kívüli egyéb döntéseinek havi ismertetése az EKB-t a világ központi bankjai közül az egyik legátláthatóbb bankká teszik.

Arra a kérésre, hogy tájékoztatást kellene adni arról, hogy a Kormányzótanács tagjai miként viselkedtek a szavazásnál, az elnök ismételten elmondta, hogy tekintettel arra a sajátos intézményi környezetre, amelyben az egységes monetáris politika működik, a szavazatok publikálásának az volna a kockázata, hogy nemzeti nyomásnak tenné ki a Kormányzótanács tagjait, mely nyomás hatására az euróövezet szempontjai háttérbe szorulhatnának. Ezért az EKB továbbra is azt az elvet követi, hogy nem ad semmiféle tájékoztatást az egyéni véleményekről és szavazatokról. Ez a megközelítés segít abban, hogy a közvélemény inkább az irányelvi döntések hátterében meghúzódó gazdasági ésszerűségekre figyeljen és ne arra, hogy ki hogyan szavaz. Ez felel meg a Kormányzótanács kollektív felelősségének, valamint az euróövezet érdekeinek.

HAMISÍTÁS ÉS A BANKJEGYEK BIZTONSÁGA

A Gazdasági és Monetáris Bizottság tagjai foglalkoztak az euró hamisításának kérdésével. Az EKB 2003. évi éves jelentésével foglalkozó határozatában az Európai Parlament arra szólította fel az EKB-t, hogy legyen nagyon éber a hamisítással kapcsolatban és vegye figyelembe a tapasztalatokat a bankjegyek új generációjának megtervezésekor.

A Gazdasági és Monetáris Bizottság előtti megjelenése során az elnök hangsúlyozta, hogy az EKB nagyon komolyan veszi a hamisítás kérdését és folyamatosan azon van, hogy javítsa hamisításellenes irányelveit. E tekintetben hamisításellenes megállapodásokat kötöttek különböző nemzeti és nemzetközi hatóságokkal. Ezenfelül a hamisított bankjegyekkel kapcsolatos tapasztalatok irányítják az új biztonsági tulajdonságok kutatását és fejlesztését a bankjegyek új generációja számára. Az EKB adat-

bázisában tárolódik minden hamis euró bankjegyre vonatkozó információ, és az adatbázis hozzáférhető minden uniós bank és nemzeti jogérvényesítő hatóság számára (lásd még a 2. fejezet 3. pontját).

Készítő

Philippe Cognée

Cím

Fouie, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

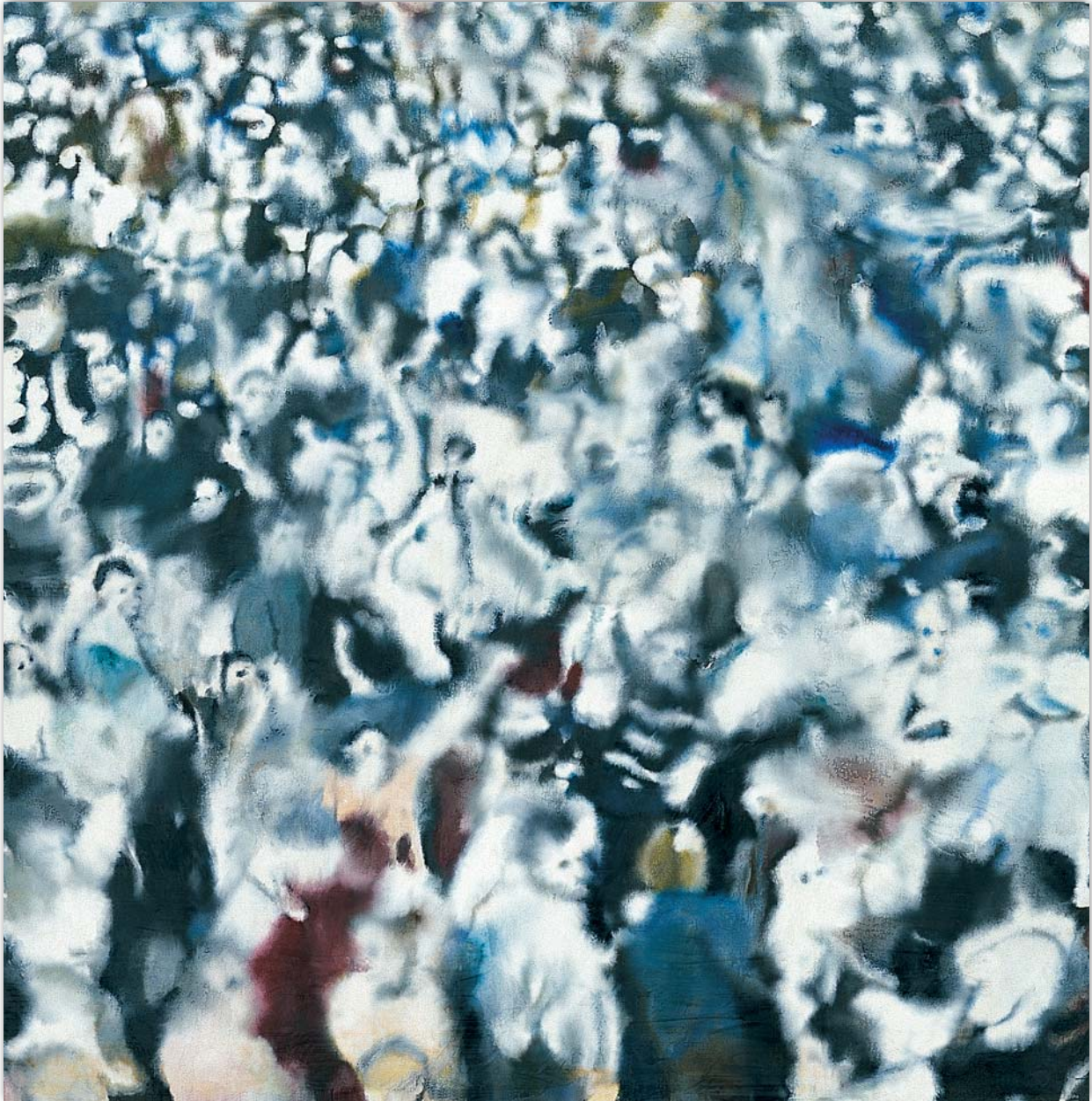
Anyag

Viaszfestmény

Méret

154 × 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



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.

A kommunikáció terén az EKB magasra tette a mércét. A monetáris politikával kapcsolatos döntéseket közvetlenül a Kormányzótanács döntést meghozó ülése után megtartott sajtókonferencián indokolják meg. Egy átfogó bevezető nyilatkozat után az elnök és az alelnök a média rendelkezésére állnak, válaszolnak a kérdésekre. Az EKB monetáris politikájának, értékeléseinek és döntéseinek 1999-ben bevezetett valós idejű, rendszeres és részletes magyarázata egyedülállóan nyitott és átlátható központi banki kommunikációt jelent.

Az egyéb területeken meghozott döntések kommunikációja is tovább fejlődött. 2004 decem-

bere óta kamatpolitikai döntéseken túl a kormányzótanácsi döntésekről is minden hónapban közlemény jelenik meg az eurórendszer központi bankjainak honlapjain.

Az EU intézményrendszerében az EKB-nak közzé kell tennie jogszabályait és a törvény által előírt kiadványait a Közösség minden hivatalos nyelvén. E nyelvek száma az EU 2004. május 1-jei kibővülését követően tizenegyről húszra nőtt. A törvény által előírt kiadványok a következők: az Éves jelentés, a Havi jelentés negyedévenkénti kiadásai, az eurórendszer heti konszolidált pénzügyi jelentése és a Konvergenciajelentés. 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, az eurórendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisa és a közvéleményt érintő más politikai állásfoglalások. Az EKB főbb kiadványainak nemzeti nyelven megjelenő változatainak elkészítése, kiadása és terjesztése az NKB-kal együttműködve történik.



2 KOMMUNIKÁCIÓS TEVÉKENYSÉG

Az EKB kommunikációja több kiadványon és eszközön alapul, melyeket folyamatosan finomítanak a közvélemény és az érdekelt felek hatékonyabb informálása érdekében.

Az Éves jelentés az EKB előző évi tevékenységéről nyújt átfogó 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, valamint általános központi banki témákat ismertet. Az EKB a Füzetek és Műhelytanulmányok megjelentetésével, illetve tudományos konferenciák, szemináriumok és műhelyek megrendezésével a kutatások eredményeinek közlését is elősegíti.

2004-ben az EKB a BIS-szel és a G10 központi bankjaival közösen új kiadványt jelentetett meg „International Journal of Central Banking” címmel, mely politikájához kapcsolódó cikkeket tartalmaz a központi bankok elméleti és gyakorlati kérdéseiről, különös tekintettel a monetáris politikával és a pénzügyi stabilitással kapcsolatos kutatásokra. Az első negyedéves kiadvány 2005-ben fog megjelenni.

A Kormányzótanács minden tagja közvetlenül is tájékoztatja a közvéleményt az EKB feladatairól és politikájáról oly módon, hogy felszólal

al az Európai Parlamentben és a nemzeti parlamentekben, nyilvános beszédeket tart és megjelenik a médiában. 2004-ben a Kormányzótanács hat tagja 220 beszédet tartott és számos interjút adott, illetve cikkeket jelentetett meg folyóiratokban, magazinokban és újságokban. Az elnök és az Igazgatóság tagjainak az EU tagállamaiba és más országokba 2004 során tett látogatásai segítettek abban, hogy az EKB üzenetei közvetlenül eljussanak Európa és más földrészek polgáraihoz. Az EKB kommunikációs törekvései egyre jobban az új EU-tagállamok közönsége felé irányultak, a 2004. évi csatlakozásuk előtt és után is.

Az euróövezet nemzeti központi bankjai szintén fontos szerepet játszanak abban, hogy nemzeti szinten is tájékoztassák a közvéleményt és az érdekelt feleket az euróról és az eurórendszer tevékenységéről. Saját nyelvükön és környezetükben is megszólítják a különböző regionális és nemzeti közönségeket.

A pénzügyi piacok további fontos tájékoztatási módja az EKB automatizált információs rendszere. Ez a rendszer valós idejű információt továbbít számos hírügynökség számára, amelyek monitorjain az EKB irányadó kamatlábat, a piaci műveleteket és az euróövezet likviditási helyzetét mutató oldalak láthatók. Ezeket az oldalakat az EKB bocsátja rendelkezésükre és frissíti fel rendszeresen. Azoknak a hírügynök-

ségeknél a száma, amelyek a jelentkezési procedúra után hozzáférhetnek ehhez az EKB által biztosított rendszerhez, 2004-ben háromról ötre nőtt.

Az EKB által kiadott minden dokumentum és az EKB különböző tevékenységei megtalálhatók az EKB honlapján (www.ecb.int). 2004-ben jelent meg a honlap új változata modernebb arculattal és átszerkesztett tartalommal annak érdekében, hogy még inkább felhasználóbarát legyen. A honlap kapcsolati pontként is szolgál: az olvasók kérdéseket tehetnek fel és az EKB és a nyilvánosság közti párbeszéd is innen indul. 2004-ben különböző csatornákon mintegy 47 000 kérdés érkezett és került feldolgozásra.

Az EKB nyitottsága szó szerint értendő: látogatócsoportokat fogad frankfurti székhelyén. 2004-ben mintegy 8000 látogató kapott első kézből tájékoztatást az EKB szakemberei által megtartott előadások és prezentációk keretében. A látogatók többsége egyetemi hallgató vagy pénzügyi szakember.

Készítő
Jan Fabre
Cím
Cím nélkül, 1987
Anyag
Golyóstolltinta papíron
Méret
200 × 158 cm
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



7. FEJEZET

AZ EURÓPAI UNIÓ BŐVÍTÉSE

1 TÍZ ÚJ TAGÁLLAM SIKERES CSATLAKOZÁSA

2004. május 1-jén tíz közép- és kelet-európai, valamint földközi-tengeri ország – a Cseh Köztársaság, Észtország, Ciprus, Lettország, Litvánia, Magyarország, Málta, Lengyelország, Szlovénia és Szlovákia – csatlakozott az EU-hoz. Az új tagállamok NKB-i integrálódtak a KBER-be, elnökeik pedig az Általános Tanács teljes jogú tagjaivá váltak. Ezen NKB-k szakértői teljes jogú tagként vesznek részt a KBER bizottságainak ülésein, amikor azok olyan ügyekkel foglalkoznak, amelyek az Általános Tanács illetékességébe tartoznak.

Az új tagok zökkenőmentesen integrálódtak a KBER-be. Az EKB 2003-ban megalkotott csatlakozási terve alapján előkészületek történtek különösen a központi banki műveletek, fizetési és elszámolási rendszerek, statisztikák, bankjegyek, valamint az információtechnológiai infrastruktúra és alkalmazások területén. Fejlesztették a KBER vonatkozó IT-infrastruktúráját, amely most mind a 25 NKB-t összeköti az EKB-val, javult a megbízhatósága, és fejlettebb biztonsági szolgáltatásokat nyújt. Bővítették az EKB tőkejegyzési kulcsát, és az új tagállamok NKB-i jegyzett tőkéjük bizonyos százalékát befizették az EKB működési költségeihez való hozzájárulásként.

A csatlakozási folyamatról szóló, 2004 márciusában, Párizsban tartott ötödik magas szintű szeminárium fémjelezte a csatlakozási előkészületek utolsó fázisát. Az EKB és a Banque de France által közösen szervezett szemináriumon találkoztak a KBER, a tíz csatlakozó ország, valamint az EU-csatlakozási tárgyalásaik befejezéséhez közeledő két jelölt ország – Bulgária és Románia – jegybankjainak elnökei és magas rangú képviselői. A szeminárium a következő témakörökre összpontosított: monetáris és árfolyam-politikák és az ERM II gyakorlati működése, költségvetési fegyelem a stabilitási és növekedési paktummal összefüggésben, és pénzügyi normákkal, számviteli szabályokkal és a felelős vállalatirányítással kapcsolatos kérdések.

A bővítés során szerzett gyakorlati tapasztalatokat értékelték, és az EU, illetve az euróövezet további bővítéseire való előkészületek során azokat figyelembe veszik.

2004. október 20-án az Európai Bizottság és az EKB nyilvánosságra hozták Konvergenciajelentéseiket, amelyek arról szólnak, hogy a derogációval rendelkező tagállamok, beleértve az új tagállamokat, milyen előrelépést tettek a GMU megvalósításával kapcsolatos kötelezettségek teljesítése terén. Az EKB Konvergenciajelentése megállapította, hogy a vizsgált országok egyike sem teljesítette az euró bevezetésének összes feltételét, beleértve az NKB-k tényleges függetlenségének megőrzését célzó törvényalkotási követelményeket.

A csatlakozó országok számát tekintve ez volt az európai integráció történetének legfontosabb bővítése. Ugyanakkor az új tagállamok gazdasági súlya a korábbi bővítésekhez képest viszonylag kicsi, aminek következtében az új tagállamok csatlakozása alapvetően nem változtatta meg az EU gazdaságának fő jellemzőit. Növekedett viszont az EU-ban a gazdasági sokféleség, mivel az új tagállamok intézményi és strukturális jellemzői sok szempontból különböznek a többi tagállamtól. Az új tagállamok legtöbbször a központi tervutasításos gazdaságról a piacgazdaságra való áttérés folyamata zajlott, amihez hozzátartoztak gazdaságaik alapvető intézményi és szerkezeti változásai is. Hosszabb távon a bővítés valószínűleg pozitívan járul hozzá az EU gazdasági növekedéséhez; sőt már a bővítést előkészítő évtizedben is pozitív hatást figyeltek meg. Ez a rész az EU-nak az új tagállamok csatlakozása előtti és utáni legfőbb makroökonómiai jellemzőit mutatja be, az Egyesült Államok és Japán hasonló adataival együtt.

NÉPESSÉG ÉS GAZDASÁGI KONJUNKTÚRA

Amint a 16. táblázat is mutatja, a 2004-es bővítés csaknem 20%-kal növelte az EU népességét, amely így összesen 457,7 millió lett. E mutatók tekintetében az EU továbbra is a fejlett világ legnagyobb egysége.

Az EU-25-öt alkotó országok GDP-vel mért gazdasági tevékenysége 2003-ban 9752 milliárd euró volt, amelyhez – folyó árfolyamokon számítva – az új tagállamok csatlakozása 4,5%-kal járult hozzá. Történelmi távlatból szemlélve, ennek a bővítésnek viszonylag korlátozott volt a gazdasági mérete. Például Spanyolország és Portugália 1986-os csatlakozása (az akkor tíz országból álló) Európai Közösséghez valamivel több mint 8%-kal növelte a Közösség teljes GDP-jét, míg az Ausztriára, Finnországra és Svédországra kiterjedő 1995-ös bővítés 7%-ot éppen meghaladóan emelte a gazdasági kibocsátást. 2003-as GDP-adatok és árfolyamok alapján az új tagállamok csatlakozása nyomán az EU részesedése a világ GDP-jéből 30,4%-ról 31,8%-ra nőtt. Meg kell jegyezni azonban, hogy

ezeket a nemzetközi összehasonlításokat erősen befolyásolja az árfolyamok alakulása. A piaci árakkal kapcsolatos változékonyság és lehetséges torzulások kiküszöbölésének egyik módja a vásárlóerő-paritáson történő összehasonlítás, még akkor is, ha az ez alapján történő mérésnek is megvannak a maguk buktatói. Vásárlóerő-paritáson és 2003-as adatok alapján a legutóbbi bővítés 9,5%-kal növelte az EU GDP-jét, amely így nagyobb mint az Egyesült Államoké.

Tekintve, hogy jelenlegi gazdasági tevékenységükhöz képest az új tagállamok viszonylag nagyszámú lakossággal bírnak, csatlakozásuk az EU egy főre jutó átlagos GDP-jének csökkenésével járt. A felzárkózási folyamat során ez a helyzet a várakozások szerint fokozatosan

16. táblázat Az EU gazdaságának fő jellemzői az új tagállamokkal és azok nélkül

	Jelentési időszak	Mértékegység	EU-15	EU-25	Egyesült Államok	Japán
Népesség	2004	millió	384,5	457,7	293,9	127,5
GDP (részesedés a világ GDP-jéből) ¹⁾	2003	%	30,4	31,8	30,4	11,9
GDP	2003	milliárd €	9 310	9 752	9 673	3 800
	2003	milliárd, vásárlóerő paritáson	9 310	10 193	9 957	3 254
Egy főre jutó GDP	2003	ezer €	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	ezer, vásárlóerő paritáson	24,3	22,3	34,2	25,5
Áruk és szolgáltatások exportja	2003	GDP %-ában	14,0	12,4	9,3	12,2
Áruk és szolgáltatások importja	2003	GDP %-ában	13,3	12,1	13,8	10,6
Termelő ágazatok ²⁾						
Mezőgazdaság, halászat, erdészet	2003	GDP %-ában	2,0	2,1	0,8	1,3
Ipar (építőipar is beleértve)	2003	GDP %-ában	26,6	26,8	19,7	29,1
Szolgáltatások	2003	GDP %-ában	71,1	70,8	79,5	69,6
Munkanélküliségi ráta	2003	%	8,1	9,1	6,0	5,3
Munkaerő munkaképes korúakhoz viszonyított aránya ³⁾	2003	%	70,0	69,3	75,8	78,2
Foglalkoztatási ráta ⁴⁾	2003	%	64,4	63,0	71,2	68,4
Államháztartás ⁵⁾						
Többlet (+) vagy hiány (-)	2003	GDP %-ában	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Kiadás	2003	GDP %-ában	48,5	48,5	34,4	39,1
Bevétel	2003	GDP %-ában	45,8	45,6	29,8	31,6
Bruttó adósság	2003	GDP %-ában	64,2	63,2	63,1	156,9
Bankbetétek ⁶⁾	2003	GDP %-ában	83,9	82,4	47,8	120,2
A magánszektornak nyújtott hitelek állománya ⁷⁾	2003	GDP %-ában	99,2	96,3	51,4	118,8
Tőzsdei kapitalizáció	2003	GDP %-ában	66,3	65,2	126,7	61,6

Források: Eurostat, Európai Bizottság, IMF, BIS, EKB és az EKB számításai.

1) A GDP részesedések az országok folyó USA-dollárban számított GDP-in alapulnak.

2) Folyó árakon számított hozzáadottérték-alapon.

3) A munkaerő aránya a munkaképes korú lakossághoz (15 és 64 év között) viszonyítva.

4) A foglalkoztatottak számának aránya a munkaképes korú lakossághoz (15 és 64 év között) viszonyítva.

5) ESA95 alapján.

6) EU-15 és EU-25: összes betét MPI-kenél; Egyesült Államok: látra szóló, lekötött és takarékbetétek bankintézményeknél; Japán: látra szóló és lekötött betétek betétgyűjtő bankoknál.

7) EU-15 és EU-25: MPI-hitelek más rezidenseknek; Egyesült Államok: kereskedelmi bankok, takarékpénztárak és takarékszövetkezetek által nyújtott kölcsönök; Japán: hitelek a magánszektornak.

javulni fog. Az Egyesült Államokhoz és Japánhoz képest az EU-25 egy főre jutó GDP-je viszonylag alacsony, bár vásárlóerő-paritáson (2003. évi adatok alapján) a különbség Japánhoz képest sokkal kisebb.

Az új tagállamok csatlakozásának hosszabb távú hatása is lesz a konjunktúrára, hiszen befolyásolja az új tagállamok és a többi EU-tagország közötti áru-, szolgáltatás-, tőke- és munkaerő-áramlás (a „négy szabadság”) ösztönzőit és akadályait, bár a migráció még évekig korlátozott lesz. Például, az egységes piac bővítése a négy szabadság 25 országra való kiterjesztésével valószínűleg fokozza a versenyt, és méretgazdaságosságot teremt. Ugyanakkor e hatások mértéke és megvalósulási ideje sok tényezőtől függ, például az EU-tagállamok jövőbeli gazdaságpolitikájától.

NEMZETKÖZI KERESKEDELEM

Természetesen a bővítés óta az EU-15-nek az új tagállamokkal folytatott kereskedelme és az új tagállamok közötti kereskedelem EU-n belüli kereskedelemnek, nem pedig nemzetközi kereskedelemnek számít. Ugyanakkor az új tagállamoknak az EU-15-höz tartozó országokat kivéve a világ többi részével folytatott kereskedelme most már EU-25-ön kívüli kereskedelemnek számít. Annak ellenére, hogy a legtöbb új tagállam igen nyitott gazdaság, az új tagállamok csatlakozása kissé csökkentette az EU kereskedelmének nyitottságát, mivel az EU-15 kereskedelme az új tagállamokkal jelentősebb, mint az új tagállamok kereskedelme az EU-n kívüli országokkal. 2003. évi adatok szerint a kibővített EU-ban az áruk és szolgáltatások exportja a GDP 12,4%-át tette ki, szemben az Egyesült Államok és Japán 9,3, illetve 12,2%-ával.

TERMELÉSI SZERKEZET

Az új tagállamok termelési szerkezetének jellemzője, hogy a többi EU-tagország átlagához képest a GDP-ből nagyobb a mezőgazdaság (3,2%) és az ipar (31,9%) részesedése, és kisebb (64,9%) a szolgáltatásoké. A foglalkoztatottság szektorok közötti eloszlását tekintve a szektorális különbségek az új tagállamokban általában

hangsúlyozottabbak, mint az EU-15-ben. Ennek ellenére, a bővítést követően e szektorok részesedése az EU GDP-jéből, valamint a foglalkoztatás megoszlása csak kismértékben változott. Más nagyobb gazdasági tömörülésekhez képest az EU mezőgazdasági ágazata az Egyesült Államokéhoz vagy Japánéhoz viszonyítva nagyméretű, míg az EU ipari ágazata nagyobb az Egyesült Államokénál, de kisebb Japánénál. Az EU szolgáltatási szektora nagyobb Japánénál, de elmarad az Egyesült Államokétól.

MUNKAERŐPIAC

Az új tagállamok átlagos munkanélküliségi rátája magasabb, mint az EU-15 országoké, vagyis a bővítés valamennyivel növelte az EU-25 munkanélküliségi rátáját. Az 1990-es évek végén tapasztalt csökkenés ellenére mind az EU-15 (8,1%), mind az EU-25 (9,1%) 2003. évi munkanélküliségi rátája jóval meghaladta az Egyesült Államokét (6,0%) és Japánét (5,3%). A piacgazdaságra történő áttéréshez kötődő strukturális átalakítások következtében a közép- és kelet-európai új tagállamokban emelkedett a munkanélküliségi ráta, és az elmúlt évtizedben a munkanélküliség területén nőttek a regionális különbségek. Ugyanakkor az elkövetkező években a szerkezetátalakítással kapcsolatos munkahely-megszüntetések csökkenésével javulhatnak a foglalkoztatási kilátások. Hosszabb távon az új tagállamok felzárkózási képessége az egy főre jutó GDP területén ugyancsak hozzájárulhat a kedvező foglalkoztatási trendekhez és az alacsonyabb munkanélküliséghez.

Az új tagállamok csatlakozása 1,4 százalékponttal csökkentette az EU foglalkoztatási rátáját, amely így most 63,0%. Az új tagállamok foglalkoztatási rátájának bontásából kiderül, hogy különösen a férfiak részvételi aránya van jelentősen az EU-15 országok szintje alatt, míg a nők esetében az eltérés kevésbé feltűnő. Az idősebb dolgozók (azaz az 55 és 64 év közöttiek) foglalkoztatási rátája szintén lényegesen alacsonyabb az új tagállamokban, mint az EU-15-ben. Az Egyesült Államokhoz és Japánhoz képest az EU-ban az aktivitási ráta alacsony. Az EU munkavállalási korú lakosainak alacsonyabb részvételi aránya és a magasabb munka-

nélküliségi ráta tükröződik a foglalkoztatási rátában, amely alacsonyabb, mint az Egyesült Államoké vagy Japáné.

FISKÁLIS POZÍCIÓ ÉS A KORMÁNYZATI SZEKTOR MÉRETE

Annak ellenére, hogy a legtöbb új tagállam jelentős költségvetési hiánnyal küzd, az új tagállamok csatlakozása nem változtatott lényegesen az EU GDP-arányos költségvetési hiányának súlyozott átlagán (lásd még az 1. fejezet 2.5. részét is). Az állami kiadások és bevételek részesedése a GDP-ből a legtöbb új EU-tagországban valamivel kisebb, de jövedelmi szintjükhez képest magas. Az új tagállamok gazdaságainak kis mérete azt jelenti, hogy az államháztartási szektor részesedése az EU-25-ben nagyjából változatlan maradt az EU-15-höz képest. Tekintve, hogy az államadósság aránya az új tagállamokban általában jóval az EU-15 szintje alatt van, az egész EU-t tekintve a GDP-arányos adósságráta valamivel alacsonyabb, mint a bővítés előtt.

Az államháztartás hiánya, amely 2003-ban az EU-25-ben 2,8% volt, jelenleg alacsonyabb, mint az Egyesült Államokban vagy Japánban, miközben az EU-25-ben az állami szektor nagyobb részesedéssel bír a gazdaságban, mint az Egyesült Államokban vagy Japánban. Az EU-25-ben az állami kiadások aránya csaknem 49%, míg az állami bevételeké alig marad el a 46%-tól. Az Egyesült Államokban az állami szektor kiadásai meghaladják a GDP 34%-át, a bevételek pedig kicsivel a GDP 30%-a alatt vannak. Japánban a jelentős állami hiány a GDP-nek valamivel több mint 39%-át kitevő állami kiadásoknak és a csaknem a GDP 32%-ával egyenlő állami bevételeknek tulajdonítható. Az állami hiányok múltbeli felhalmozódása az EU-ban és az Egyesült Államokban hasonlóan magas, de Japánénál mégis jóval alacsonyabb államadósság-arányokhoz vezetett.

PÉNZÜGYI SZERKEZET

Az EU pénzügyi szerkezetének egészét tekintve a bővítés nem hozott jelentős változásokat, bár a pénzügyi közvetítő tevékenység általában inkább összpontosul a bankokra az új tagállamokban, mint az EU-15-ben. A teljes bank-



szektor aktívait és az értékpapíri piac kapitalizációját tekintve a pénzügyi szektor a legtöbb új tagállamban viszonylag kicsi. Ugyanakkor a pénzügyi közvetítő tevékenység, azaz az új pénzeszközök pénzügyi intézmények általi áramoltatása az új beruházásfinanszírozási igények felé néhány új tagállamban viszonylag gyorsan fejlődött. Összehasonlítva az Egyesült Államokkal, az EU pénzügyi szektora továbbra is inkább a bankok felé orientálódik, és a részvénypiacok szerepe a pénzügyi közvetítő tevékenységben kevésbé fontos. Ugyanakkor Japánhoz viszonyítva, az EU pénzügyi szektorában a bankszektor kisebb szerepet játszik, és a részvénypiacok jelentősebbek.

2 KAPCSOLATOK AZ EU-TAGJELÖLT ORSZÁGOKKAL

Jelenleg négy ország bír EU-tagjelölt státusszal: Bulgária, Horvátország, Románia és Törökország. A Bulgáriával és Romániával folytatott csatlakozási tárgyalások sikeres befejezését követően az Európai Tanács 2004 decemberében kérte e két ország csatlakozási szerződésének véglegesítését, hogy az 2005 áprilisában aláírható legyen. Ez után Bulgária és Románia várhatóan 2007 januárjában csatlakozik az EU-hoz. Horvátország 2004 júniusa óta tagjelölt ország, és amennyiben teljes mértékben együttműködik a volt Jugoszláviával foglalkozó Nemzetközi Büntetőbírósággal, az EU-csatlakozási tárgyalások 2005 márciusában megkezdődnek. Törökország 1999-ben, Helsinkiben kapta meg a tagjelölt ország státust az Európai Tanácstól. 2004 decemberében a Helsinki Európai Tanács úgy döntött, hogy a Bizottság jelentése és ajánlása alapján Törökország a csatlakozási tárgyalások megkezdéséhez elegendő mértékben teljesíti a koppenhágai politikai kritériumokat, feltéve, hogy bizonyos jogszabályokat életbe léptet. Ezek alapján a Tanács kérte a Bizottságot, hogy készítsen egy tárgyalási keretjavaslatot a tárgyalások 2005. október 3-i megkezdését szem előtt tartva.

Az eurórendszer továbbra is követte a tagjelölt országokban zajló monetáris és gazdasági folyamatokat, és különös figyelmet fordított a dezinflációs folyamatra, a pénzügyi szektor témáira, valamint a szerkezeti konvergenciára az EU irányába.

Az EKB tovább erősítette kétoldalú kapcsolatait Bulgária és Románia jegybankjaival. Az EKB az első igazgatósági szintű látogatásokat októberben tette a Bolgár Nemzeti Banknál és Románia Nemzeti Bankjánál. E látogatások fő célja az eurórendszerrel való jövőbeli együttműködés megvitatása volt, amelybe beletartozik az EKB és a csatlakozásról tárgyaló országok jegybankjainak csatlakozás előtti párbeszéde. A csatlakozási szerződés aláírása után e jegybankok elnökei meghívást kapnak, hogy megfigyelői minőségben részt vegyenek az Általános Tanács ülésein. E jegybankok szakértői megfigyelői státust kapnak a KBER bizottságaiban, amikor ezek a bizottságok az

Általános Tanács hatáskörébe tartozó ügyekkel foglalkoznak. A Horvát Nemzeti Bank felkérésére várhatóan 2005 márciusában kerül sor.

Az EKB ugyancsak folytatta a magas szintű elvi párbeszédet a Török Köztársaság Központi Bankjával, beleértve az igazgatósági szintű éves találkozókat. A megbeszélések középpontjában Törökország makrogazdasági stabilizációs folyamata, a Török Köztársaság Központi Bankjának monetáris és devizapolitikája, valamint az euróövezet gazdasági helyzete állt. Az elvi párbeszéden túlmenően folytatódott az EKB és a Török Köztársaság Központi Bankja közötti együttműködés az üzleti területeken is.

Készítő

Reinhold A. Goelles

Cím

Cím nélkül

Anyag

Akrilfestmény

Méret

152 × 100 cm

© Európai Központi Bank



**INTÉZMÉNYRENDSZER,
SZERVEZETI FELÉPÍTÉS ÉS
ÉVES BESZÁMOLÓK**

1 AZ EKB DÖNTÉSHOZÓ SZERVEI ÉS IRÁNYÍTÁSI RENDSZERE

1.1 AZ EURÓRENDSZER ÉS A KÖZPONTI BANKOK EURÓPAI RENDSZERE



Az Eurórendszer az euróövezet központi bankjainak rendszere. Tagjai az Európai Központi Bank és annak a 12 tagállamnak a nemzeti központi bankjai, amelyek pénzneme az euró. A Kormányzótanács azért vezette be az „eurórendszer” fogalmát, hogy az euróövezetbeli központi banki tevékenység megértését megkönnyítse. Ez a kifejezés hangsúlyozza a közös identitást, a csapatmunkát, minden tag együttműködését és szerepel az Európai Alkotmányt létrehozó szerződésben is, amit 2004. október 29-én Rómában írtak alá. A Kormányzótanács jóváhagyta az Eurórendszer küldetéséről szóló nyilatkozatot is és azokat az Eurórendszer feladatainak teljesítésére irányuló stratégiai célkitűzéseket és szervezeti elveket, amelyeket az eurórendszer minden tagja vállalt (lásd 15. keretes írást).

A KBER az EKB-ból és az EU összes tagállamának nemzeti központi bankjából áll (2004. május 1. óta a tagok száma 25), azaz azon tagállamok nemzeti központi bankjait is magában foglalja, amelyek még nem vezették be az eurót. Amíg vannak olyan tagállamok, amelyek még nem vezették be az eurót, meg kell különböztetni az Eurórendszert és a KBER-t.

Az EKB a nemzetközi közjog értelmében jogi személyiséggel rendelkezik. Az Eurórendszer és a KBER alapintézményeként jött létre azzal a feladattal, hogy mindkét rendszert működtesse vagy saját, vagy a nemzeti központi bankok tevékenységén keresztül.

Minden NKB saját országának nemzeti joga értelmében jogi személyiséggel rendelkezik. Az

Eurórendszer szerves részét képező euróövezetbeli nemzeti központi bankok az EKB döntéshozó szervei által megállapított szabályoknak megfelelően az eurórendszer számára meghatározott feladatokat teljesítik. A nemzeti központi bankok ezenkívül az Eurórendszer és a KBER munkájához is hozzájárulnak azáltal, hogy részt vesznek a különböző Eurórendszer/KBER bizottságokban (lásd az 1.5. pontot). Saját felelősségükre elláthatnak olyan feladatokat is, amelyek nem az Eurórendszerrel kapcsolatosak, de csak abban az esetben, ha a Kormányzótanács szerint ezek a feladatok nem ütköznek az Eurórendszer célkitűzéseivel és feladataival.

Az Eurórendszer és a KBER-t a Kormányzótanács és az Igazgatóság, az EKB döntéshozó szervei irányítják. Az Eurórendszerben és a KBER-ben a döntéshozatal központosított. Az EKB és az euróövezetbeli nemzeti központi bankok azonban együttesen hozzájárulnak ahhoz, hogy stratégiai és működési szempontból teljesíteni tudják a közös célkitűzéseket, miközben a decentralizáció elvét is megfelelően

tiszteletben tartják a KBER alapokmánya értelmében. Az Általános Tanács az EKB harmadik döntéshozó szerve és mindaddig működik, amíg vannak olyan tagállamok, amelyek még nem vezették be az eurót. A döntéshozó szervek a Szerződés, a KBER alapokmánya, illetve az eljárási szabályzatok alapján működnek.¹ Ezeknek a szabályoknak az 1999 óta lezajlott folyamatokhoz való 2004. évi igazítása és a KBER kibővítéséből fakadó változásokra történő felkészülés miatt mind az EKB, mind az EKB Általános Tanácsának eljárási szabályzatát módosították.

¹ Az EKB eljárási szabályzatával kapcsolatban lásd az EKB/2004/2 sz. Határozatot (2004. február 19.) az Európai Központi Bank eljárási szabályzatának elfogadásáról, HL L 80., 2004. 3. 18., 33. o.; az EKB/2004/12 sz. Határozatot (2004. június 17.) az EKB Általános Tanácsának eljárási szabályzatának elfogadásáról, HL L 230., 2004. 6. 30., 61. o.; és az EKB/1999/7 sz. 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.

15. keretes írás

AZ EURÓRENDSZER KÜLDETÉSE

2005 januárjában megjelent az Eurórendszer küldetéséről szóló dokumentum. Az Igazgatóság 2003 augusztusában elfogadta, majd a Kormányzótanács jóváhagyta az EKB küldetéséről szóló nyilatkozatot, amely az euróövezet közös központi banki rendszerével kapcsolatban 1999 óta szerzett tapasztalatokon és az Eurórendszer minden központi bankjának saját szaktudásán és nélkülözhetetlen közreműködésén alapul. Az Eurórendszer küldetése a következő:

„Az Eurórendszer az euróövezet monetáris hatósága. Tagjai az Európai Központi Bank és azon tagállamok nemzeti központi bankjai, amelyek pénzneme az euró. Mi, az Eurórendszer tagjai elsődleges célunknak az árstabilitás fenntartását tekintjük a közjó érdekében. Vezető pénzügyi intézményként a pénzügyi stabilitás megőrzésén és Európa pénzügyi integrációjának előmozdításán kívánunk munkálkodni.

Céljaink megvalósítása során kiemelkedő jelentőséget tulajdonítunk a hitelességnek, a bizalomnak, az átláthatóságnak és az elszámoltathatóságnak. Hatékony kommunikációra törekszünk Európa polgáraival és a médiával. Vállaljuk, hogy az európai és a nemzeti hatóságokhoz fűződő kapcsolatainkat a Szerződésben foglaltakkal teljes összhangban és a függetlenség alapelvét tiszteletben tartva ápoljuk.

A decentralizáció elvének csorbitása nélkül, stratégiai és operatív eszközeinkkel valamennyien kivesszük részünket közös céljaink megvalósításából. Elkötelezettek vagyunk a magas szintű szervezetrányítás iránt. Feladatainkat hatékonyan és eredményesen, az együttműködés és a csapatmunka szellemében igyekszünk végezni. Széles körű és mélyreható tapasztalatainkra építve, valamint szakmai ismereteinket megosztva arra törekszünk, hogy erősítsük közös identitásunkat, egységesen közvetítsük mondanivalónkat, és kihasználjuk az együttműködésből származó előnyöket, az eurórendszer valamennyi tagja számára világosan kijelölt szerep- és feladatmegosztásban.”

Ez a küldetésről szóló nyilatkozat az eurórendszer központi bankjainak a közös értékeken alapuló együttes célkitűzéseit, egymás közötti kapcsolattartásuk és együttműködésük módját fogalmazza meg. Elfogadott szervezeti elveken és stratégiai célkitűzéseken alapul, melyről részletesebb információ az EKB honlapján található. Célja, hogy világos útmutatásként szolgáljon az EKB minden alkalmazottja számára és hogy tájékoztassa a közvéleményt arról, hogy az Eurórendszer hogyan teljesíti feladatait és éri el azokat a célkitűzéseket, amelyeket a Szerződés és a KBER alapokmánya jelölt ki számára.

1.2 A KORMÁNYZÓTANÁCS

A Kormányzótanács az Igazgatóság tagjaiból és az euróövezetbeli nemzeti központi bankok elnökeiből áll. A Szerződés értelmében a Kormányzótanács főbb feladatai:

- az Eurórendszerre ruházott feladatok ellátásához szükséges iránymutatások és határozatok elfogadása; és
- az euróövezet monetáris politikájának kialakítása. Ide tartoznak a monetáris célokra, az irányadó kamatokra és az Eurórendszerben a jegybanki tartalékképzésre vonatkozó döntések, továbbá a végrehajtásukhoz szükséges iránymutatások meghatározása.

A Kormányzótanács rendszerint egy hónapban kétszer találkozik az EKB székhelyén Frankfurt am Mainban, Németországban. Egyebek között a monetáris és gazdasági folyamatokat elemzi mélyrehatóan és ezzel kapcsolatban a hónap minden első ülésén határozatot hoz, míg a hónap második ülésén általában az EKB és az Eurórendszer más feladataira és kötelezettségeire vonatkozó kérdéseket tárgyal. 2004-ben két ülést nem Frankfurtban tartottak: az egyiket a Suomen Pankki – Finlands Bank szervezte Helsinkiben, míg a másikat a Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique Brüsszelben.

Amikor a Kormányzótanács tagjai monetáris politikára, illetve az EKB és az Eurórendszer más feladataira vonatkozó döntést hoznak, a tagok nem nemzetük képviselőjeként, hanem teljesen független szuverén egyénként döntenek. Ezt a gondolatot támasztja alá az „egy tag, egy szavazat” elv is, amit a Kormányzótanács munkája során alkalmaz.

A Nizzai Szerződés „felhatalmazó záradéka” szerint az állam- és kormányfői összetételben üléselő EU Tanács az EKB ajánlására 2003. március 21-én egyhangúlag elfogadta azt a határozatot, amely módosítja a KBER alapokmányának 10.2. cikkét, amely a Kormányzótanácsban belüli szavazás rendjéről szól. Ez a határozat 2004. június 1-jén lépett életbe, miután minden tagállam ratifikálta. A határozat értelmében a Kormányzótanács valamennyi tagja továbbra is részt vesz az üléseken és a tanácskozásban. A szavazati joggal rendelkező NKB-elnökök száma azonban soha nem haladhatja meg a tizenötöt. Amikor az NKB-elnökök száma a Kormányzótanácsban meghaladja a tizenötöt, akkor rotációs alapon fogják gyakorolni szavazati jogukat. A tizenöt szavazati jog előre meghatározott szabályok szerint cserélődik az elnökök között. Az Igazgatóság hat tagja továbbra is állandó szavazati joggal rendelkezik.

A KORMÁNYZÓTANÁCS



Jean-Claude Trichet

az EKB elnöke

Lucas D. Papademos

az EKB alelnöke

Jaime Caruana

a Banco de España kormányzója

Vitor Constâncio

a Banco de Portugal kormányzója

Eugenio Domingo Solans (2004. május 31-ig)

az EKB Igazgatóságának tagja

Antonio Fazio

a Banca d'Italia kormányzója

Nicholas C. Garganas

a Bank of Greece kormányzója

José Manuel González-Páramo

(2004. június 1-jétől)

az EKB Igazgatóságának tagja

John Hurley

a Central Bank and Financial Services Authority of Ireland kormányzója

Otmar Issing

az EKB Igazgatóságának tagja

Klaus Liebscher

az Oesterreichische Nationalbank kormányzója

Erkki Liikanen (2004. július 12-jétől)

a Suomen Pankki – Finlands Bank kormányzója

Matti Louekoski

(2004. április 1-jétől 2004. július 11-ig)

a Suomen Pankki – Finlands Bank

helyettes kormányzója

Yves Mersch

a Banque centrale du Luxembourg kormányzója

Christian Noyer

a Banque de France kormányzója

Tommaso Padoa-Schioppa

az EKB Igazgatóságának tagja

Guy Quaden

a Nationale Bank van België/

Banque Nationale de Belgique kormányzója

Jürgen Stark

(2004. április 7-től április 29-ig)

a Deutsche Bundesbank helyettes elnöke

Gertrude Tumpel-Gugerell

az EKB Igazgatóságának tagja

Matti Vanhala (2004. március 31-ig)

a Suomen Pankki – Finlands Bank kormányzója

Axel A. Weber (2004. április 30-tól)

a Deutsche Bundesbank elnöke

Nout Wellink

a De Nederlandsche Bank elnöke

Ernst Welteke (2004. április 6-ig)

a Deutsche Bundesbank elnöke

Hátsó sor (balról jobbra):

Klaus Liebscher, Nout Wellink, Erkki Liikanen,

Tommaso Padoa-Schioppa,

Antonio Fazio, Jaime Caruana

Középső sor (balról jobbra):

Axel A. Weber, Nicholas C.

Garganas, Christian Noyer,

Vitor Constâncio, José Manuel

González-Páramo, Guy Quaden

Első sor (balról jobbra):

Gertrude Tumpel-Gugerell,

Lucas D. Papademos,

Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,

Otmar Issing, John Hurley

2004. szeptember 29-én elhunyt Matti Vanhala, a Kormányzótanács tagja (1998–2004). 2004. november 9-én elhunyt Eugenio Domingo Solans, az Igazgatóság és a Kormányzótanács tagja (1998–2004).

1.3 AZ IGAGZGATÓSÁG

Az Igazgatóság az EKB elnökéből, alelnökéből és az euróövezetbeli tagországok állam-, illetve kormányfőinek közös megegyezése alapján kinevezett négy további tagból áll. Az Igazgatóság rendszerint hetente egyszer ülésezik és feladatai a következők:

- előkészíti a Kormányzótanács üléseit;
- végrehajtja az euróövezet monetáris politikáját a Kormányzótanács által hozott iránymutatások és határozatok alapján. Ennek érdekében kiadja a szükséges utasításokat az euróövezet nemzeti központi bankjai számára;

- irányítja az EKB mindenkori tevékenységét;
- gyakorolja a Kormányzótanács által ráruházott hatásköröket, melyek részben szabályozási jellegűek.

Az Irányító Bizottság, melynek elnöke az Igazgatóság egyik tagja, tanácsot ad és segítséget nyújt az Igazgatóságnak az EKB vezetésével, üzleti terveivel és éves költségvetési folyamataival kapcsolatban.

Hátsó sor (balról jobbra):
José Manuel González-Páramo,
Tommaso Padoa-Schioppa,
Otmar Issing

Első sor (balról jobbra):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet,
Lucas D. Papademos



Jean-Claude Trichet

az EKB elnöke

Lucas D. Papademos

az EKB alelnöke

Eugenio Domingo Solans (2004. május 31-ig)

az EKB Igazgatóságának tagja

José Manuel González-Páramo

(2004. június 1-jétől)

az EKB Igazgatóságának tagja

Otmar Issing

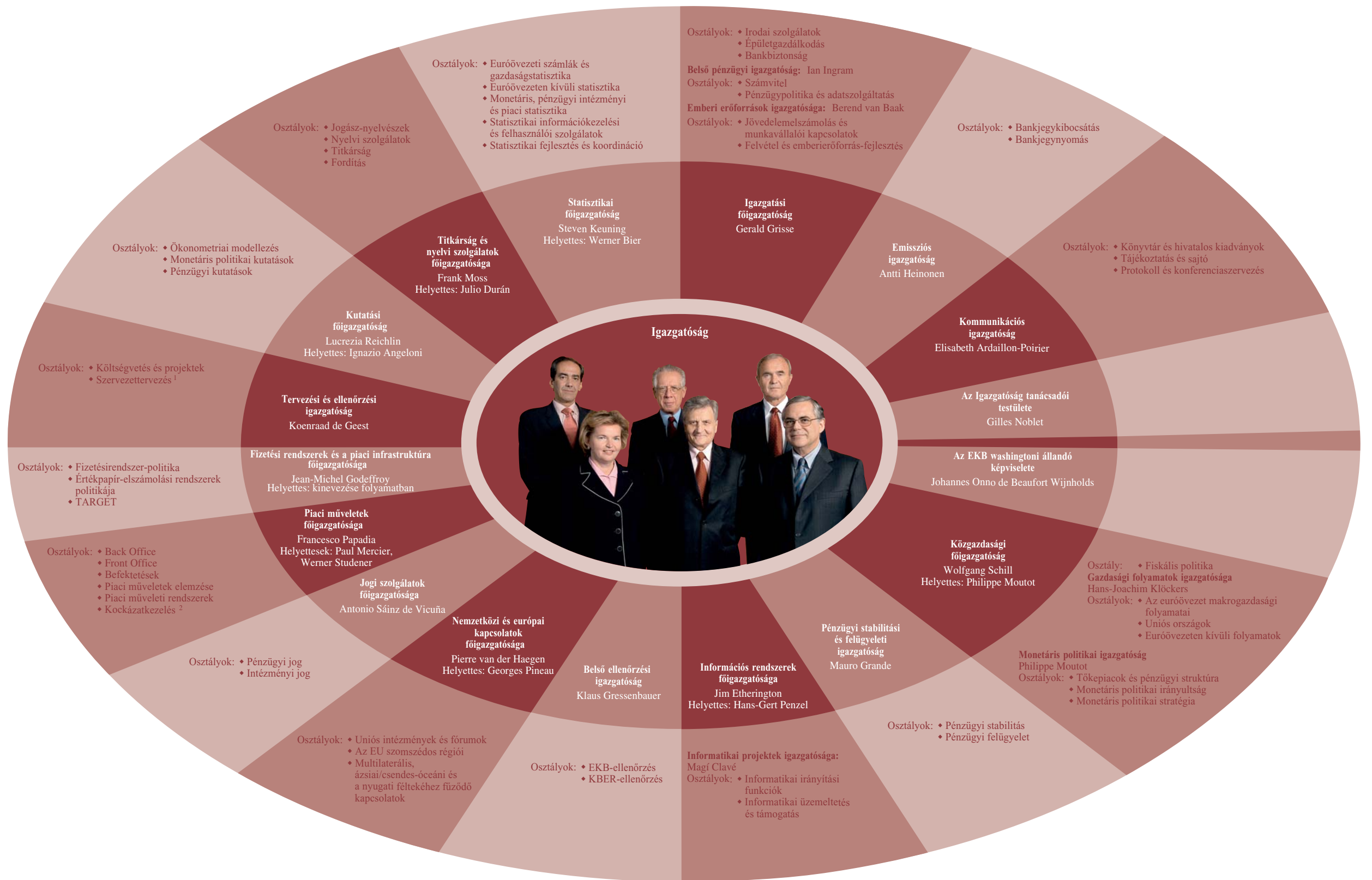
az EKB Igazgatóságának tagja

Tommaso Padoa-Schioppa

az EKB Igazgatóságának tagja

Gertrude Tumpel-Gugerell

az EKB Igazgatóságának tagja



Igazgatóság

Hátsó sor (balról jobbra): José Manuel González-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing

Elülső sor (balról jobbra): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (elnök), Lucas D. Papademos (alelnök)

¹ Az adatvédelmi feladatkört is ideértve.

² Konkrét ügyekben közvetlenül az Igazgatóságnak köteles beszámolni.

1.4 AZ ÁLTALÁNOS TANÁCS

Az Általános Tanács az EKB elnökéből, alelnökéből és az összes EU-tagállam nemzeti központi bankjainak elnökeiből áll. Azokat a feladatokat végzi, amelyeket az Európai Monetáris Intézettől azért vett át az EKB, mert még nem minden tagállam vezette be az eurót. 2004-

ben az Általános Tanács öt alkalommal ült össze. 2004. június 17-én az új tagállamok központi bankjainak elnökei, akik a Csatlakozási Szerződés aláírása óta az Általános Tanács ülésein megfigyelőként vehettek részt, először vehettek részt tagként az Általános Tanács ülésén.



Hátsó sor (balról jobbra):
Vahur Kraft, Lars Heikensten,
Reinoldijus Šarkinas,
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,
Nicholas C. Garganas, Nout Wellink

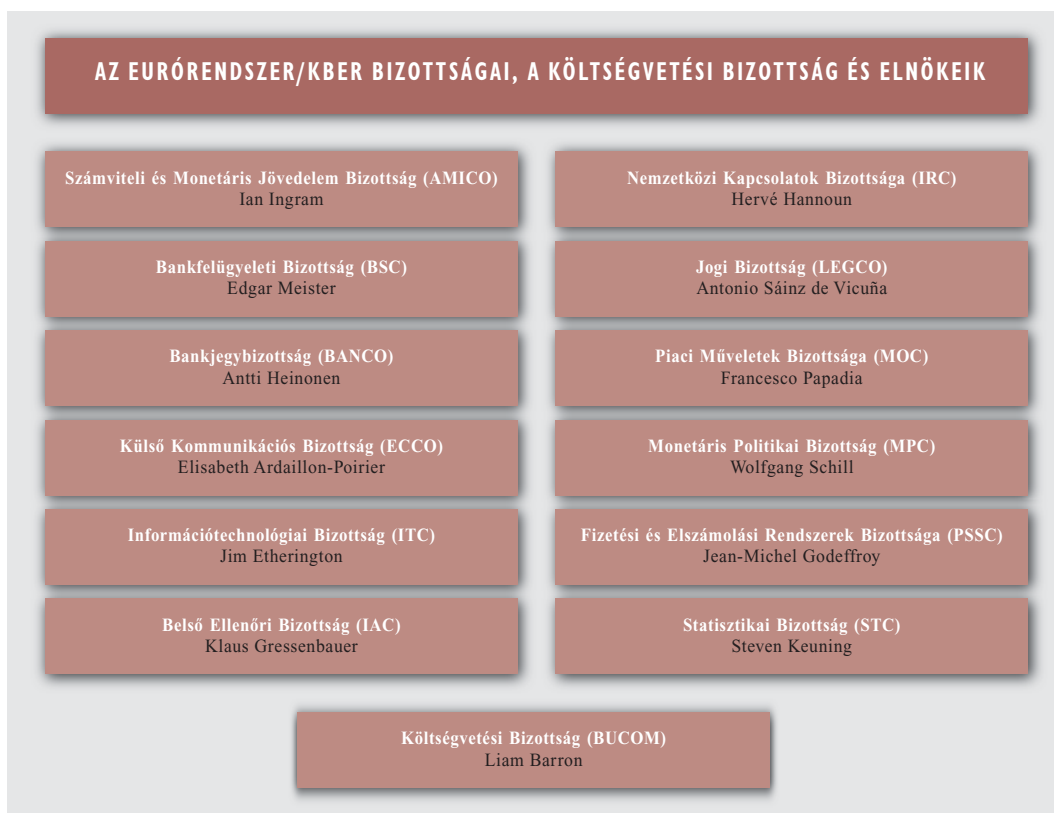
Középső sor (balról jobbra):
Christian Noyer, Axel A. Weber,
Vitor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,
Leszek Balcerowicz, Bodil
Nyboe Andersen, Klaus Liebscher,
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,
Antonio Fazio

Első sor (balról jobbra):
Erkki Liikanen, Zsigmond Járai,
Christodoulos Christodoulou,
Michael C. Bonello,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,
Marián Jusko, John Hurley

Jean-Claude Trichet az EKB elnöke
Lucas D. Papademos az EKB alelnöke
Bodil Nyboe Andersen
a Danmarks Nationalbank kormányzója
Leszek Balcerowicz
a Narodowy Bank Polski elnöke
Michael C. Bonello
a Central Bank of Malta kormányzója
Jaime Caruana
a Banco de España kormányzója
Christodoulos Christodoulou
a Central Bank of Cyprus kormányzója
Vitor Constâncio
a Banco de Portugal kormányzója
Antonio Fazio a Banca d'Italia kormányzója
Nicholas C. Garganas
a Bank of Greece kormányzója
Mitja Gaspari a Banka Slovenije kormányzója
Lars Heikensten
a Sveriges Riksbank kormányzója
John Hurley
a Central Bank and Financial Services
Authority of Ireland kormányzója
Zsigmond Járai a Magyar Nemzeti Bank elnöke
Marián Jusko (2004. december 31-éig)
a Národná banka Slovenska kormányzója
Mervyn King a Bank of England kormányzója
Vahur Kraft az Eesti Pank kormányzója
Klaus Liebscher
az Oesterreichische Nationalbank kormányzója

Erkki Liikanen (2004. július 12-től)
a Suomen Pankki – Finlands Bank kormányzója
Matti Louekoski
(2004. április 1-jétől 2004. július 11-ig)
a Suomen Pankki – Finlands bank
helyettes kormányzója
Yves Mersch
a Banque centrale du Luxembourg kormányzója
Christian Noyer a Banque de France kormányzója
Guy Quaden
a Nationale Bank van België/Banque Nationale de
Belgique kormányzója
Ilmārs Rimšēvičs a Latvijas Banka kormányzója
Reinoldijus Šarkinas
a Lietuvos bankas Igazgatóságának elnöke
Ivan Šramko (2005. január 1-jétől)
a Národná banka Slovenska kormányzója
Jürgen Stark
(2004. április 7-től április 29-ig)
a Deutsche Bundesbank helyettes elnöke
Zdeněk Tůma
a Česká národní banka kormányzója
Matti Vanhala (2004. március 31-ig)
a Suomen Pankki – Finlands Bank kormányzója
Axel A. Weber (2004. április 30-tól)
a Deutsche Bundesbank elnöke
Nout Wellink
a De Nederlandsche Bank elnöke
Ernst Welteke (2004. április 6-ig)
a Deutsche Bundesbank elnöke

1.5 AZ EURÓRENDSZER/KBER BIZOTTSÁGOK ÉS A KÖLTSÉGVETÉSI BIZOTTSÁG



Az Eurórendszer/KBER bizottságok 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. Azoknak a tagállamoknak a nemzeti központi bankjai azonban, amelyek még nem vezették be az eurót, részt vesznek a bizottságok ülésén, amikor az Általános Tanács kompetenciája alá eső kérdéseket tárgyalják. Amikor ez indokolt, más érintett szerveket is meghívunk, mint például a nemzeti felügyeleti szerveket a Bankfelügyeleti Bizottság esetében. Jelenleg 12 Eurórendszer/KBER bizottság működik, mind 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.

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 hozzáférést szabályozzák az EKB dokumentumaihoz.

KÜLSŐ ELLENŐRZÉSI SZINTEK

A KBER alapokmánya két ellenőrző szintet ír elő: a külső könyvvizsgálót², 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-nak az arra adott válasza megtalálható az EKB hon-

2 2002-ben, tenderezési eljárást követően a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft céget nevezték ki az EKB külső könyvvizsgálójának, melynek mandátuma öt évre szól a 2003 és 2007 közötti pénzügyi évekre kiterjedően.

lapján, illetve az Európai Unió Hivatalos Lapjában.

2002 augusztusában a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB külső könyvvizsgálójának függetlenségét leginkább azzal biztosíthatja a közvélemény számára, ha a könyvvizsgáló cégek váltják egymást. Ezt a döntést az EKB külső könyvvizsgálójának kijelölésekor a kiválasztási folyamat részeként vezették be.

BELSŐ ELLENŐRZÉSI SZINTEK

2004-ben az EKB belső könyvvizsgálói folytatták az Igazgatóság felelősségi körébe tartozó ellenőrzési feladatok végrehajtását. Mandátumukat az EKB Ellenőrzési Chartájában fogalmazták meg³. A belső ellenőrök szűrőpróbaszerűen felmérik és értékelik az EKB belső felügyeleti rendszerének alkalmasságát és hatékonyságát és azt, hogy az EKB a ráruházott feladatokat milyen minőséggel teljesíti. Ezek az ellenőrzések „A belső ellenőrzés szakmai gyakorlatának nemzetközi normái”-ra épülnek, amelyeket a Belső Könyvvizsgálati Intézet írt elő.

Az Eurórendszer/KBER bizottságok közül az EKB és a nemzeti központi bankok belső könyvvizsgáló osztályainak vezetőiből álló Belső Könyvvizsgáló Bizottságnak a feladata, hogy koordinálja az Eurórendszer/KBER közös projektjeinek és működési rendszereinek ellenőrzését.

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. Például egy szabályokból és eljárásokból álló rendszer – az ún. kínai fal – hivatott megelőzni, hogy adott esetben a monetáris politika végrehajtásáért felelős területekről származó bennfentes információk jussanak el az EKB devizatartalék- és sajáttőke-portfóliójának kezeléséért felelős területekhez. Az egyes szervezeti egységek által gyakorolt ellenőrzési mechanizmusokon

kívül a Tervezési és ellenőrzési igazgatóság, a Kockázatkezelési osztály és a Belső ellenőrzési igazgatóság az EKB egészét érintő ellenőrzési kérdésekben tesz javaslatokat.

A Kormányzótanács tagjai betartják a magatartási kódex szabályait, ami az Eurórendszer integritásának és hírnevének megőrzéséért, valamint hatékony működésének fenntartásáért vállalt felelősségüket tükrözi.⁴ A Kormányzótanács kinevezett egy tanácsadót is, aki tagjainak tanácsot ad a magas szintű szakmai magatartást érintő kérdésekben. Az EKB magatartási kódexe ezenkívül útmutatást nyújt és irányelveket állít fel az intézmény alkalmazottai és az Igazgatóság tagjai számára. A fent említett személyektől kivétel nélkül elvárható, hogy munkájuk során magas szintű szakmai etikával járjanak el⁵.

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, mind saját kockázatra és számlára, mind pedig harmadik fél kockázataira és számlájára.⁶ Az Igazgatóság által megbízott etikai tanácsadó feladata ezen szabályzat következetes értelmezése.

CSALÁS ELLENES INTÉZKEDÉSEK

1999-ben az Európai Parlament és az EU Tanácsa elfogadott egy rendeletet⁷ (az ún. „OLAF-rendeletet”) az Európai Csaláselleni Hivatal által lefolytatott vizsgálatokról, a

3 Ez a Charta az EKB honlapján is megtalálható az EKB-nál zajló könyvvizsgálási folyamatok átláthatóságának megkönnyítése érdekében.

4 Lásd a Kormányzótanács tagjaira vonatkozó Magatartási kódexet, HL C 123., 2002. 5. 24., 9. o. és az EKB honlapját.

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 személyzete alkalmazási feltételeinek 1.2. részét, amely tartalmazza a magas szintű 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 vizsgálatairól szóló (OLAF) 1073/1999/EK rendelete (1999. május 25.), HL L 136., 1999. 5. 31., 1. o.

csalásokkal, a korrupcióval, valamint a Közösségek pénzügyi érdekeit sértő minden jogellenes cselekedettel szembeni küzdelem fokozása érdekében. A jogszabály egyébek között felhatalmazást ad az OLAF-nak a közösségi intézményekben, szervezetben, hivatalokban és ügynökségeken csalás gyanúja alapján lefolytatandó belső vizsgálatokra.

Az OLAF-rendelet előírja, hogy a fenti intézményekben határozatot hozzanak, mely alapján az OLAF le tudja folytatni vizsgálatait ezeken a helyeken. 2004 júniusában a Kormányzótanács határozatot hozott⁸ az Európai Csaláselleni Hivatalnak az Európai Központi Bankban lefolytatandó vizsgálatainak feltételeiről, mely határozat 2004. július 1-jén lépett életbe. Az EKB és az OLAF felvették a kapcsolatot annak érdekében, hogy biztosítsák e jogi keretrendszer megfelelő működését az OLAF-vizsgálatok során.

AZ EKB DOKUMENTUMAINAK HOZZÁFÉRHETŐSÉGE

2004 márciusában a Kormányzótanács határozatot hozott az EKB dokumentumainak hozzáférhetőségéről (ECB/2004/3)⁹. 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.

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 vizsgálatainak szabályairól, valamint az EKB személyzete 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 ALKALMAZOTTAI

2004-ben az EKB költségvetése összesen 1362,5 teljes munkaidős állást irányzott elő. A 2003 végi 1213,5 teljes munkaidőben dolgozó alkalmazottal szemben 2004 végén az EKB-nak 1314 alkalmazottja volt, közülük 1309 teljes munkaidős. 2004-ben az EKB-nak átlagosan 1261 alkalmazottja volt a 2003-ban foglalkoztatott 1160 alkalmazottal szemben. Az összesen 1309 alkalmazott közül jelenleg 71 dolgozó érkezett a tíz új tagállamból és több mint egy évre szóló szerződés alapján dolgozik. 2004-ben 137 új dolgozót vettek fel és 41-en mentek el az EKB-tól. A teljes munkaidős állások számát 2005-ben 1369,5 állásban állapították meg, ami a 2004-es állások számához képest 0,51%-os növekedést jelent.

2004-ben a nemzeti központi bankokból 128 szakember érkezett az EKB-hoz átlagosan körülbelül öt hónapig tartó rövid időszakokra. Ezek közül a szakemberek közül 63 jött az új EU-tagállamokból. Ezek a rövid megbízások mind az EKB-nak, mind az új tagállamok nemzeti központi bankjainak az EU-bővítés előkészítésében és az NKB-knak a KBER-be történő integrációjának elősegítésében bizonyultak különösen hasznosnak.

2004-ben az EKB 123 rövid időre szóló szerződést (beleértve a szerződés hosszabbításokat is) kötött a gyermekgondozási, szülői vagy fizetés nélküli szabadságon lévő alkalmazottak helyettesítésére a 2003. évi 113 szerződéssel szemben.

Az EKB 172 nagyrészt közgazdasági háttérrel rendelkező egyetemi és végzett hallgató számára biztosított részképzést átlagosan körülbelül három hónapos időszakokra. 2003-ban 166 ilyen részképzés volt. 2004-ben a gyakornokok közül 54 egy-egy új tagország állampolgára volt, míg hatan Romániából és Bulgáriából érkeztek. A 172 részképzésből 11, 2003-ban 12 gyakornoki képzés a Posztgraduális Kutatási Program keretében zajlott le, melynek célja, hogy a kiemelkedően tehetséges kutató hallga-

tókat doktorátusi tanulmányaik előrehaladott szakaszában segítse.

A Vendégkutatói Program keretében, amely a monetáris politika területén speciális magas szintű kutatói projektekre összpontosít, az EKB 18 vendégkutatót fogadott 2004-ben a 2003. évi 24 kutatóval szemben.

BELSŐ MOBILITÁS

2004-ben 95 alkalmazott váltott állandó munkahelyet, miután sikeresen pályázott az EKB-n belül megüresedett állásra. Az EKB ezenkívül az átmeneti belső mobilitást is támogatja. 51 alkalmazott dolgozott más állásban korlátozott időtartamban annak érdekében, hogy több munkatapasztalatot szerezzen vagy hogy egy sürgős, de átmeneti üzleti igényt kielégítsen, majd visszatért eredeti munkahelyére.

KÜLSŐ MOBILITÁS

Az alkalmazottak fejlődésének elősegítésére 2003-ban elindított Külső Munkatapasztalat Projekt keretében az EKB alkalmazottai a nemzeti központi bankokban és más releváns nemzetközi és európai intézményekben is dolgozhatnak ideiglenesen. 2004 folyamán hét alkalmazott vett részt ebben a projektben négytől tíz hónapig terjedő időszakban. Az EKB ezenkívül elfogadja azon alkalmazottak maximum hároméves fizetés nélküli szabadságra vonatkozó kérvényeit is, akik más kapcsolódó pénzügyi szervezetnél szeretnék munkát vállalni. 2004-ben 12 alkalmazott használta ki ezt a lehetőséget. Az Eurórendszernek a Kormányzótanács által elfogadott és 2005-ben kiadott szervezeti elvei szerint „támogatni kell az alkalmazottaknak, a know-how-nak és a tapasztalatoknak az Eurórendszer minden tagja által és között létrejövő cseréjét”.

MOZGÁSBAN AZ EKB

2003 októberében az Igazgatóság felállított egy programirodát, amely a „Mozgásban az EKB” kezdeményezés kontextusában jóváhagyott intézkedések végrehajtását kíséri figyelemmel és értékeli. E kezdeményezés célja, hogy a szervezet eredményességét és hatékonyságát javítsa az irányítás, a szakmai fejlődés, a belső kom-



munikáció és az ügyintézés területén. 2004-ben mind a négy területen jelentős fejlődés volt tapasztalható és a programiroda benyújtotta végleges beszámolóját. Mivel néhány intézkedés hatása csak középtávon lesz érezhető, az intézkedések végrehajtását továbbra is figyelemmel kell kísérni.

AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK STRATÉGIÁJÁNAK ÁTTEKINTÉSE

1998 óta az EKB legfontosabb feladata funkcióinak meghatározása, az egységes monetáris politika kialakítása és végrehajtása, valamint az euró bevezetése. Ez egyértelműen ahhoz vezetett, hogy az emberi erőforrásokkal kapcsolatos politikát az adott munkához megfelelő technikai szakértelem határozta meg. Ennek fényében az emberi erőforrások stratégiájáról részletes felmérés készült és a következtetéseket 2004-ben ismertették.

A legfontosabb következtetés az volt, hogy a munkaerő-toborozás során a szélesebb körű szakértelmet kell előtérbe helyezni. Az alkalmazottak fejlődését és mobilitását elősegítő intézkedéseket is erősíteni kell az EKB-n belüli szinergia és szakértelem bővítése érdekében. Az emberi erőforrások kezelése rugalmasabb lett azáltal, hogy az általánosabb háttérrel rendelkező pályakezdők kerültek előtérbe a külső kiválasztásánál, illetve azzal, hogy az összes új alkalmazottal és új vezetővel meghatározott idejű szerződést kötöttek. Ezeket az intézkedéseket 2005-ben a széles körű képzettséggel rendelkező, nemrég végzett hallgatók részére indított posztgraduális program egészíti ki. Az alkalmazottak számának gyors növekedését követően a vezetésnek egy új, alacsonyabb szintje jött létre az irányítás hatáskörének ésszerű kiterjesztésére. A vezetői készségek a vezetők továbbképzésének és felkészítésének javításával fejleszthetők. Az EKB küldetése hat közös értéket határoz meg, melyeknek az EKB-ra vonatkozó jelentését nyilatkozatban dolgozták

ki. Ezek az értékek: szakértelem, eredményesség és hatékonyság, feddhetlenség, csapatszellem, átláthatóság és elszámoltathatóság, valamint Európa jobbítása. Ezek az értékek meghatározó szerepet fognak játszani az emberi erőforrások kihasználásában. Végezetül most dolgozzák ki az EKB minden részét érintő szakértelmemmodellt és szakértelmemprofil, amelyet az emberi erőforrások terén is alkalmazni fognak.

A VÁLTOZATOSSÁG KIAKNÁZÁSA

A változatosság kiaknázása során az alkalmazottak közötti különbségek hasznosításával produktív és tiszteletteljes munkakörnyezet jön létre, melyben a tehetséget teljes mértékben kiaknázzák és a szervezeti célokat elérik. A változatosság kiaknázása fontos az EKB számára, mivel alkalmazottai az EU összes tagállamából jönnek, szorosan együttműködik az EU25 központi nemzeti bankjával és az európai közt szolgálja. Az EKB ily módon integrálja a különbözőség kiaknázását napi ügymenetébe és így az alkalmazottak egyéni szakértelmét elismeri, és az EKB feladatainak eléréséhez elengedhetetlen magas szintű teljesítmény részévé teszi.

2.2 AZ EKB ÚJ ÉPÜLETE

2004-ben határozott előrelépés volt tapasztalható az EKB új épületének tervezésében. Februárban egy nemzetközi zsűri, melynek elnöke az EKB alelnöke volt, kihirdette a három nyertes tervpályázatot az építési tervek versenyében. Az első díjat a bécsi COOP HIMMELB(L)AU, a második díjat a berlini ASP Schweger Assoziierte, a harmadik díjat pedig a darmstadti 54f architekten + ingenieure cég kapta a malájziai Selangor városában bejegyzett T. R. Hamzah & Yeang céggel együttműködve. A 2003-ban kiválasztott 12 pályázó közül ezek az építészek teljesítették legjobban a verseny kritériumait, amelyek a következők:

- általános várostervezés, építészet és tájkép;
- a funkcionális és térbeli program fő ismérveinek betartása;
- megvalósítható energia/környezetvédelmi koncepció és az EKB műszaki kívánalmi fő ismérveinek betartása; és
- a releváns előírások betartása, különösen az építési törvény és a környezetvédelmi törvény tekintetében.

Az EKB új épülete a Grossmarkthalle területén épül fel, amely egy védett épület és korábban a frankfurti nagykereskedelmi gyümölcs- és zöldségpiacnak adott otthont. Az építészek számára az egyik legnagyobb kihívást az jelentette, hogy hogyan építsenek be egy nagy vöröstéglás épületet egy modern irodaház szerkezetébe anélkül, hogy képét alapvetően megváltoztatnák.

A díjkiosztást kiállítás követte a frankfurti Deutsches Architektur Múzeumban, amelyen a versenyben résztvevő összes 71 építész pályázatát bemutatták a közönségnek.

2004 márciusában a Kormányzótanács úgy döntött, hogy a három díjnyertes építészt meghívja egy ismételt megtekintésre, mellyel az volt a célja, hogy újra áttekintse a benyújtott tervpályázatokat és tanulmányozza a zsűri, az EKB és Frankfurt városának ajánlásait és követelményeit.

Miután a nagykereskedők új helyükre költöztek, a városi hatóságok a Grossmarkthalle területén és annak környékén elkezdtek megtisztítani a telket, amelyet az EKB Frankfurt városától 2002-ben vásárolt, a telek átadásának előkészítéseként. Az átadás 2004 decemberében zajlott le. A műemlékek megőrzésére vonatkozó rendeletekkel összhangban nagy figyelmet fordítottak arra, hogy a központi épületet, illetve a keleti és nyugati szárnyat érintetlenül hagyják. A telek azon részeit, amelyek megfelelőek lennének arra, hogy emlékművet és információs

pontot alakítsanak ki a zsidó polgárok Grossmarkthalléről induló deportálásának emlékére, szintén megőrizték. Az EKB, a Frankfurter Jüdische Gemeinschaft és Frankfurt városa vállalta, hogy szorosan együttműködik az emlékmű tervének pályáztatásában. Tervek szerint ez a pályázat 2005 végén indul.

A Kormányzótanács 2005. január 13-án meghozta döntését az EKB jövőbeni otthonának tervéről. A pályázati kritériumokon alapuló, mind a három díjnyertes terv erősségeit és gyengeségeit mérlegelő hosszas megbeszélések és gondos értékelés után a Kormányzótanács arra a következtetésre jutott, hogy a COOP HIMMELB(L)AU módosított tervkonceptiója elégíti ki legjobban az EKB által megadott funkcionális és műszaki követelményeket és olyan jellemzői voltak, amelyek az EKB értékeit tükrözték és fordították át az építészet nyelvére. Ez a döntés megerősítette a nemzetközi zsűri döntését, amely ennek a projektnek ítélte oda az első díjat. A következő lépés az „optimalizálási” szakasz lesz, amelyben a tervet újra átnézik azzal a céllal, hogy az erőforrások optimális kihasználását biztosítani tudják és minimalizálják a költségeket. A pályázat további részletei és a nyertes terv az EKB honlapján olvasható.

3 A KBER TÁRSADALMI DIALÓGUSA

A KBER Társadalmi Dialógusa egy olyan konzultációs fórum, amelyben az EKB és a KBER összes központi bankjából az alkalmazottak és az európai szakszervezetek szövetségeinek képviselői vesznek részt. Azzal a céllal jött létre, hogy információt szolgáltatson és megvitassa az EKB döntéshozó szerveinek azon határozatait, amelyek a nemzeti központi bankok munkavállalóinak helyzetére számottevő hatással lehetnek.

Az EKB Társadalmi Dialógusának kilencedik ülése a hét új EU-tagállam nemzeti központi bankjából fogadta a munkavállalók képviselőit. A résztvevők megerősítették azt az általános és különös szándékukat, hogy a KBER-hez, illetve a KBER Társadalmi Dialógusához tartozzanak. Az EKB arra ösztönözte az összes új tagállam nemzeti központi bankját, hogy segítse elő a munkavállalók képviselőinek részvételét a KBER Társadalmi Dialógusában.

A KBER Társadalmi Dialógusának mind a kilencedik, mind a tizedik ülésének napirendjén szerepelt a TARGET2, a bankjegyek előállításának és az Európai Bizottság Pénzügyi szolgáltatások akciótervének nyomon követése. Általánosabb kérdések is szóba kerültek, mint például a KBER identitásának fejlesztési módjai és a közös elveken alapuló együttműködés elősegítése. Az EKB hangsúlyozta, hogy a Kormányzótanács elkötelezte magát arra, hogy magas szintű szolgáltatást nyújtson a lehető legalacsonyabb áron, amihez hatékonyságra és eredményességre van szükség. A résztvevőket arról tájékoztatták, hogy a Kormányzótanács elfogadta az eurórendszerre vonatkozó küldetéséről szóló nyilatkozatot, stratégiai célkitűzéseket és szervezeti elveket. A munkavállalók képviselői hangsúlyozták szerepük fontosságát e kérdések megoldásában és azt, hogy tiszteletben tartják a központi bankok közötti kulturális különbségeket. Végül a KBER Társadalmi Dialógusának tizedik ülésén az EKB és a munkavállalók képviselői elismerték ezen egyedülálló konzultációs fórum jelentőségét.

4 AZ EKB ÉVES BESZÁMOLÓJA

ÜGYVEZETŐI JELENTÉS A 2004. DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRULÓ ÉVRŐL

1 FŐ TEVÉKENYSÉGEK

A bank 2004. évi tevékenységét részletesen az Éves jelentés megfelelő fejezetei mutatják be.

2 PÉNZÜGYI BESZÁMOLÓ

A Központi Bankok Európai Rendszere alapkormányának 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 PÉNZÜGYI EREDMÉNYEK

Az EKB-nak a 186–200. oldalon olvasható, a 2004. december 31-ével záruló évről szóló éves beszámolójában 1 636 millió euró nettó veszteség szerepel, szemben a 2003. évi 477 millió eurós veszteséggel. A tavalyi évhez hasonlóan a veszteség főként annak tudható be, hogy az euró külső értékének tartós erősödése miatt le kellett értékelni az EKB USA-dollárban tartott eszközeinek euróértékét. A nettó veszteség kimutatása az EKB összes bevételének figyelembevételével történt, beleértve a forgalomban levő bankjegyek utáni 733 millió eurós bevételt. Az EKB kamatbevételére 2004-ben is hatással volt az euróvezetbeli és azon kívüli kamatlábak történelmileg alacsony szintje.

Mint ahogy az EKB a legtöbb eszközt és kötelezettségét bizonyos időközönként átértékeli az aktuális devizapiaci árfolyamok és értékpapír-árfolyamok alapján, a bank nyereségessége nagyban függ az árfolyammozgásoktól és, kisebb mértékben, a nyitott kamatpozícióktól. Ez a kockázati kitétség elsősorban abból ered, hogy az EKB az Eurórendszer devizatartalék-eszközeinek kezelésében lévő hatalmas állományait kamatozó instrumentumokba fekteti be.

Az EKB és az Eurórendszer harmonizált számviteli politikája, amelyet az éves beszámoló

egyik fejezete részletesen bemutat, figyelembe veszi az említett jelentős kockázatokat és 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.

Az EKB devizatartalék-eszközeinek többségét dollárban tartja, de található köztük japán jenben, aranyban és SDR-ben denominált eszköz is. Az euró felértékelődött az USA-dollárral szemben a 2003. december 31-i 1,2630 dollárról a 2004. december 31-i 1,3621 dollárra (8%-os felértékelődés), és kisebb mértékben a jennel szemben is. Ennek következtében ezeknek a devizáknak az esetében az állományok átértékelése az euróérték 2,1 milliárdos csökkenését eredményezte.

Az EKB dolgozói létszáma 2004 végén 1309 volt (ebből 131 volt a vezető beosztású munkatársak száma), szemben az egy évvel korábbi 1213-as létszámmal. A 2004-es emelkedés elsősorban az EU-bővítés következményeként értékelhető. További információk erről az Éves jelentés 8. fejezetének „Szervezeti változások” című 2. pontjában és az éves beszámoló eredménykimutatást részletező fejezetében olvashatók.

A teljes igazgatási költségek, beleértve az értékcsökkenést, a 2003. évi 316 millió euróról 18%-kal 374 millió euróra emelkedtek 2004-ben. Az emelkedésben az játszott a fő szerepet, hogy emelkedtek a nyugdíjalappal kapcsolatos, aktuárius által számított kötelezettségek, ami jelentős mértékben, 130 millió euróról 161 millió euróra emelte a személyi jellegű költségeket. 2004-ben az EKB Igazgatóságának javadalmazása 2,1 millió eurót tett ki (2003: 2,0 millió euró).

A tárgyeszköz-beruházások értéke 90 millió euró körül volt. A fő (61 millió euró körüli)

tételt az EKB új központja telekköltségének a végső kifizetés utáni aktiválása jelentette.

Az EKB 2004. évre elszámolt veszteségének finanszírozása

2005. március 11-én a Kormányzótanács úgy döntött, hogy a KBER alapokmánya 33.2. cikkének rendelkezéseit követve a 2004. évi veszteséget (a) az általános tartalékalap 296 millió eurós fennmaradó állományával és (b) a nemzeti központi bankok 1340 millió euró monetáris jövedelmével fedezi. Az NKB-k monetáris jövedelméből az Eurórendszer teljes monetáris jövedelmének 15%-át használták fel. Mivel a veszteség elosztási módjának elvét az NKB-k 2004. évre vonatkozó éves beszámolójának zárása előtt engedélyezte a Kormányzótanács, az elosztás az NKB-k tárgyevi nyereségére is hatással volt. Az egyes NKB-k az EKB tőkejegyzési kulcsában való súlyuk arányában fizették be monetáris jövedelmük egy részét.

4 AZ EKB TŐKESZERKEZETÉNEK VÁLTOZÁSA 2004-BEN

A KBER alapokmányának 29.3. cikke értelmében az EKB NKB-k által jegyzett tőkéjének jegyzési kulcsát öt évente korrigálni kell. Az EKB megalakulása óta az első ilyen kiigazítás 2004. január 1-jén történt. A 2004. május 1-jei változás háttérben az Európai Unió tíz új tagállammal való kibővítése állt. A két lépés együttes hatásaként:

- (a) csökkent az euróövezet NKB-inak együttes súlya a tőkejegyzési kulcsban;
- (b) ez együtt járt az euróövezetbeli NKB-k azon követeléseinek csökkenésével, amelyek az euróövezethez való csatlakozáskor a devizatartalék-eszközök EKB-nak való átadásából keletkeztek; és
- (c) nőttek az euróövezeten kívüli NKB-k befizetései a tíz új tagállam csatlakozását követően, amivel párhuzamosan a 13 euróövezeten kívüli tagállamnak a jegyzett

tőkéhez kapcsolódó minimális befizetési kötelezettsége 5%-ról 7%-ra emelkedett.

A változásokról további adatok az éves beszámolóban, a mérleg sorokat részletező fejezet 15. pontjában olvashatók.

5 BEFEKTETÉSI TEVÉKENYSÉG, KOCKÁZATKEZELÉS

Az EKB devizatartalék-portfóliója azokból a devizatartalék-eszközökből, illetve ezek kamataiból áll, amelyeket az Eurórendszer 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 kezelésű alapjának portfóliója a befizetett tőkéből, az általános tartalékalapból és a portfólió múltban felhalmozott jövedelméből képzett befektetéseket tükrözi. Azért van rá szükség, hogy az EKB-nak legyen miből fedeznie az esetleges jövőbeli veszteségeket.

Az EKB befektetési tevékenységéről és a kapcsolódó kockázatok kezeléséről az Éves jelentés 2. fejezete ír részletesebben.

6 AZ EKB SZERVEZETI IRÁNYÍTÁSA

Az Éves jelentés 8. fejezete foglalkozik az EKB szervezeti irányításával.

7 ALKALMAZOTTAK

Szintén az Éves jelentés 8. fejezete ismerteti az EKB emberierőforrás-stratégiáját és a dolgozói létszámmal kapcsolatos további információkat.

A MÉRLEG A 2004. DECEMBER 31-I FORDULÓNAPON

ESZKÖZÖK	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2004 €	2003 €
Aranykészletek és aranykövetelések	1	7 928 308 842	8 145 320 117
Euróvezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések	2		
Az IMF-fel szembeni követelések		163 794 845	211 651 948
Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euróvezeten kívüli hitelek és egyéb euróvezeten kívüli eszközök		26 938 993 980	28 593 384 857
		27 102 788 825	28 805 036 805
Euróvezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések	2	2 552 016 565	2 799 472 504
Euróvezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések euróban	3		
Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, hitelek		87 660 507	474 743 402
Euróvezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb követelések euróban	4	25 000	25 000
Eurórendszeren belüli követelések	5		
Az euróbankjegy-elosztással kapcsolatos követelések		40 100 852 165	34 899 471 205
Egyéb eurórendszeren belüli követelések (nettó)		3 410 918 324	4 599 894 403
		43 511 770 489	39 499 365 608
Egyéb eszközök	6		
Tárgyi eszközök		187 318 304	128 911 950
Egyéb pénzügyi eszközök		6 428 319 567	5 573 756 258
Aktív időbeli elhatárolások		770 894 480	590 646 023
Egyéb tételek		6 933 022	37 791 421
		7 393 465 373	6 331 105 652
Tárgyévi veszteség		1 636 028 702	476 688 785
Eszközök összesen		90 212 064 303	86 531 757 873

FORRÁSOK	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2004 €	2003 €
Forgalomban lévő bankjegyek	7	40 100 852 165	34 899 471 205
Egyéb euróövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	8	1 050 000 000	1 065 000 000
Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	9	137 462 706	146 867 501
Euróövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	10	4 967 080	0
Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	10		
Betétek, egyenlegek és egyéb kötelezettségek		1 254 905 957	1 452 432 822
Eurórendszeren belüli kötelezettségek	11		
Devizatartalék-átadás mértékének megfelelő kötelezettségek		39 782 265 622	40 497 150 000
Egyéb források	12		
Passzív időbeli elhatárolások		1 136 708 542	1 162 299 071
Egyéb tételek		327 802 782	174 890 973
		1 464 511 324	1 337 190 044
Céltartalékok	13	110 636 285	87 195 777
Átértékelési számlák	14	1 921 117 190	2 176 464 065
Saját tőke	15		
Tőke		4 089 277 550	4 097 229 250
Tartalékok		296 068 424	772 757 209
		4 385 345 974	4 869 986 459
Források összesen		90 212 064 303	86 531 757 873

EREDMÉNYKIMUTATÁS A 2004. DECEMBER 31-ÉVEL ZÁRÓDÓ ÉVRŐL

	A FEJEZET KAPCSOLÓDÓ PONTJA	2004 €	2003 €
Devizatartalékok utáni kamatbevételek		422 418 698	541 294 375
Euróbankjegyek eurórendszeren belüli elosztásából származó kamatbevételek		733 134 472	698 245 187
Egyéb kamatbevételek		1 456 650 188	1 449 963 923
<i>Kamatbevételek</i>		<i>2 612 203 358</i>	<i>2 689 503 485</i>
Az NKB-k devizatartalék-átadással kapcsolatos követelése után fizetett kamat		(693 060 433)	(807 683 148)
Egyéb kamatráfordítások		(1 229 369 015)	(1 166 693 660)
<i>Kamatráfordítások</i>		<i>(1 922 429 448)</i>	<i>(1 974 376 808)</i>
Nettó kamatbevételek	18	689 773 910	715 126 677
Pénzügyi műveletekből származó realizált nyereség/veszteség	19	136 045 810	525 260 622
Pénzügyi eszközök és pozíciók értékvesztése	20	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)
Deviza- és egyéb árfolyamkockázattal kapcsolatos céltartalékképzés ill. céltartalék-felszabadítás		0	2 568 708 838
Pénzügyi műveletek, értékvesztés és kockázati céltartalék-képzés nettó eredménye		(1 957 239 299)	(878 720 100)
Díjak és jutalékok nettó ráfordításai	21	(261 517)	(63 466)
Egyéb bevételek	22	5 956 577	2 911 280
Nettó bevételek összesen		(1 261 770 329)	(160 745 609)
Személyi jellegű ráfordítások	23 & 24	(161 192 939)	(129 886 988)
Igazgatási költségek	25	(176 287 651)	(153 549 282)
Tárgyi eszközök értékcsökkenése		(33 655 824)	(30 410 140)
Bankjegy-előállítási költségek	26	(3 121 959)	(2 096 766)
Tárgyévi veszteség		(1 636 028 702)	(476 688 785)

Majna-Frankfurt, 2005. március 4.

EURÓPAI KÖZPONTI BANK

Jean-Claude Trichet
elnök

AZ EKB SZÁMVITELI POLITIKÁJA¹

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 elvekkel² összhangban került összeállításra.

SZÁMVITELI ELVEK

Az alkalmazott főbb számviteli elvek: valódiság, világosság, óvatosság (prudencia), teljesség (a mérlegfordulónap után bekövetkezett gazdasági események kimutatása), lényegesség, időbeli elhatárolás elve, a folytonosság, következetesség és összehasonlíthatóság elve.

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 euróárra alapján történik, amelyet a 2004. december 31-én érvényes euró/dollár árfolyamból számítanak.

ÉRTÉKPAPÍROK

Minden forgalomképes értékpapírt és hasonló eszközt értékpapíronként külön-külön a mérlegkészítés időpontjában érvényes piaci középárfolyamon kell értékelni. A 2004. december 31-ével záruló évben a 2004. 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.

1 Az EKB számviteli politikája részletesen az EKB Kormányzótanácsának 2002. december 5-i EKB/2002/11-es határozatában található. HL L 58, 2003.3.3., 38–59. old.

2 Az elvek összhangban állnak a KBER alapokmánya 26.4. cikkének rendelkezéseivel, amelyek az eurórendszer műveleteire vonatkozó számviteli és pénzügyi beszámoló szabályainak harmonizált megközelítését rendelik el.

A megvásárolt értékpapírokon keletkező ázsiót, illetve diszáziót a kamatbevétel részeként kell kiszámítani és szerepeltetni, és a lejáratig hátralévő futamidő alatt kell az eredményben elszámolni.

PENZIÓS ÜGYLETEK

A visszavásárlási megállapodás (repoügylet) keretében értékpapírok eladására kerül sor készpénzfizetés ellenében azzal az egyidejű megállapodással, hogy az értékpapírokat egy meghatározott jövőbeli időpontban a megegyezés szerinti áron visszavásárolják. A visszavásárlási megállapodások a mérlegben a forrásoldalon, az eredménykimutatásban 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. Ezek az eladási megállapodások a mérleg eszközoldalán szerepelnek, de nem képezik az EKB értékpapír-állományának részét, és az eredménykimutatásban sem jelennek meg kamatbevételként.

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 készpénz-fedezetet kap. 2004-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 devizaeszközöket, amelyek egyik devizának egy későbbi időpontban egy másikra történő átváltását foglalják magukba, a devizanyereségek és veszteségek számítása céljából a nettó devizapozíció soron kell szerepeltetni. Az egyes kamatlábak változásától

függő instrumentumok átértékelése tételről tételre történik. A tőzsdei határidős kamatláb változásától függő instrumentumok állományát a mérlegen kívül kell kimutatni. A változó letét napi ingadozásából 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 az EKB Kormányzótanácsa a pénzügyi kimutatásokat elfogadja, ha az események lényegesen befolyásolják az eszközöknek és kötelezettségeknek a mérlegforduló napján fennálló állapotát.

KBER-EN/EURÓRENDSZEREN 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 (lásd a 2. fejezetet) 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 euróövezetbeli NKB-k EKB-nál vezetett KBER-en belüli ügyleteinek eredményeképpen létrejövő követelései illetve kötelezettségei (az EKB tőkéjének és a devizatartalék átadásából eredő pozíciók kivételével) az Eurórendszeren belüli követelésnek illetve kötelezettségnek számítanak, és nettó követelés illetve kötelezettség pozícióként szerepelnek az EKB mérlegében.

Azok az Eurórendszeren belüli követelések és kötelezettségek, amelyek az euróbankjegyek Eurórendszeren belüli elosztásából származnak,

„Az euróbankjegyek eurórendszerbeli elosztásával kapcsolatos követelések” soron egyetlen nettó eszközként szerepelnek (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban levő bankjegyek” című pontját).

Az euróövezeten kívüli NKB-knak (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank és a Bank of England) az EKB-nál vezetett KBER-en belüli ügyletek eredményeképpen létrejött követeléseit és kötelezettségeit az „Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban” soron kell kimutatni.

A TÁRGYI ESZKÖZÖKKEL KAPCSOLATOS ELSZÁMOLÁSOK

A tárgyi eszközöket a föld kivételével az értékcsökkenéssel 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 irodáin végzett épületfenntartási és karbantartási munkák aktivált költségének hasznos élettartamát csökkentették annak érdekében, hogy ezek az eszközök teljesen leíródjának, mielőtt az EKB a végleges központba helyezi át székhelyét.

AZ EKB SAJÁT NYUGDÍJRENDSZERE

A rendszerbe tartozó elemek, amelyek kizárólagos célja a tagoknak és eltartott hozzátartozóiknak nyújtandó juttatások biztosítása, az EKB egyéb eszközei soron szerepelnek, és a mérlegsorokat leíró, részletező adatok között külön bemutatásra kerülnek. A nyugdíjalap eszközeiből származó értékelési nyereséget és veszteséget a felmerülésük évében mutatja ki az EKB a nyugdíjrendszerhez

kapcsolódó bevételek és ráfordítások között. Az EKB hozzájárulásaiból létrehozott úgynevezett alapjuttatási számláról történő kifizetések esetében az EKB minimális garanciákat állított fel a meghatározott járulékokból származó kifizetések biztosítására.

FORGALOMBAN LÉVŐ BANKJEGYEK

Az eurórendszer tagjai, nevezetesen az EKB és a 12 euróövezeti NKB, euróbankjegyeket bocsát ki.³ A forgalomban levő bankjegyek összértékét egy elosztási kulcs alapján, a hónap utolsó munkanapján osztják ki az eurórendszer központi bankjainak.⁴ Az EKB-nak a forgalomban levő bankjegyek összértékének 8%-a jár, ez a mérleg forrásoldalán a „Forgalomban levő bankjegyek” soron szerepel. Az EKB részesedése a teljes euróbankjegykibocsátásból az NKB-kal szembeni követelések által realizálódik. Ezeket a kamatozó követeléseket⁵ az „Eurórendszeren belüli követelések” soron belül „Az euróbankjegyelosztással kapcsolatos követelések” altételben kell feltüntetni (lásd a számviteli politikáról szóló fejezetben a „KBER-en/euróövezeten belüli követelések/kötelezettségek” című pontot). A fenti követelések kamatbevétele a „Nettó kamatbevételek” soron szerepel. A Kormányzótanács döntése értelmében ezeket a bevételeket külön, az egyes negyedévek végén előzetes kifizetés formájában osztják szét az NKB-k között.⁶ A bevételek végül teljes mértékben elosztásra kerülnek, amennyiben az EKB tárgyévi nettó nyeresége meghaladja a forgalomban levő bankjegyekből származó

³ Az EKB/2003/23-as (HL L 9, 2004.01.15., 40–41 old.) és az EKB/2004/9-es (HL L 205, 2004.06.09, 17–18. old.) határozattal módosított 2001. december 6-i EKB/2001/15-as határozat (HL L 337, 2001.12.20., 52–54. old.)

⁴ „Bankjegyelosztási kulcs”: Az a százalékos arány, amely az EKB bankjegykibocsátási részesedésének levonását követően a tőkejegyzési kulcs alapján határozza meg az egyes NKB-k részesedési arányát az euró bankjegyek kibocsátásában.

⁵ Az EKB/2003/22-es számú határozattal módosított (HL L 9, 2004.01.15., 39 old.) 2001. december 6-i EKB-határozat a résztvevő tagállamok nemzeti központi bankjainak a 2002. pénzügyi évből származó monetáris jövedelmének elosztásáról (EKB/2001/16), HL L 337, 2001.12.20., 55–61. old.)

⁶ 2002. november 21-i EKB-határozat az Európai Központi Banknak a forgalomban levő euróbankjegyekből származó jövedelmének elosztásáról a résztvevő tagállamok nemzeti központi bankjai között (EKB/2002/9), HL L 323, 2002.11.28., 49–50. old.

bevételeit, illetve ha a Kormányzótanács nem dönt úgy, hogy az euróbankjegyek kibocsátásából és kezeléséből az EKB-ra háruló költségek miatt ez a bevétel csökkentendő.

EGYÉB KÉRDÉSEK

Figyelembe véve az EKB központi banki szerepét, az Igazgatóság úgy véli, hogy a pénzügyi beszámoló olvasói nem jutnának további érdelemleges információkhoz egy cash flow-kimutatás közzétételével.

A KBER alapokmánya 27. cikkével összhangban valamint az EKB Kormányzótanácsának ajánlása alapján az Európai Unió Tanácsa elfogadta a KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft független könyvvizsgálói kinevezését ötéves időtartamra, a 2007. pénzügyi év végéig.

A MÉRLEGSOROKAT LEÍRÓ, RÉSZLETEZŐ ADATOK

1 ARANYKÉSZLETEK ÉS ARANYKÖVETELÉSEK

Az EKB tulajdonában 24,7 millió uncia arany van (2003: 24,7 millió uncia). 2004-ben nem kötöttek aranyra vonatkozó ügyletet. A mérlegben a 2003-hoz viszonyított változás az aranyállományok év végi átértékelésének tudható be (lásd a számviteli politikáról szóló fejezetben „Az arany- és devizaeszközök illetve -források” című pontot).

<i>Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések</i>	2004 €	2003 €	Változás €
Folyószámlák	2 682 171 017	1 365 187 080	1 316 983 937
Pénzpiaci betétek	848 227 002	1 197 220 582	(348 993 580)
Passzív repoügyletek	2 408 046 989	3 834 025 154	(1 425 978 165)
Értékpapír-befektetések	21 000 548 972	22 196 952 041	(1 196 403 069)
Összesen	26 938 993 980	28 593 384 857	(1 654 390 877)

2 AZ EURÓÖVEZETEN KÍVÜLI ÉS EURÓÖVEZETBELI REZIDENSEKSEL SZEMBENI DEVIZAKÖVETELÉSEK

Az IMF-fel szembeni követelések

Ez a tétel az EKB SDR-állományának 2004. 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 (euró, japán 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, euróövezeten kívüli hitelek és egyéb euróövezeten kívüli eszközök Euróövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések

A követelések bankokkal szembeni követelésekből, devizahitelekből, dollárban illetve jenben denominált értékpapír-befektetésekből állnak a következők szerint:

<i>Euróövezetbeli rezidensekkel szembeni követelések</i>	2004 €	2003 €	Változás €
Folyószámlák	26 506	26 740	(234)
Pénzpiaci betétek	2 547 022 979	2 799 445 764	(252 422 785)
Passzív repoügyletek	4 967 080	0	4 967 080
Összesen	2 552 016 565	2 799 472 504	(247 455 939)

A fenti pozíciók 2004-ben tapasztalható csökkenésének hátterében elsősorban az EKB USA-dollárban denominált eszközeinek év végi átértékelése áll. A dollár és, kisebb mértékben, a japán jen euróval szembeni leértékelődése az euróban kifejezett érték jelentős csökkenését okozta (lásd a számviteli politikáról szóló fejezetben az „Arany- és devizaeszközök illetve -források” valamint „Az eredményelszámolás szabályai” című pontokat).

3 EURÓÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKSEL SZEMBENI KÖVETELÉSEK EURÓBAN

2004. december 31-én ezek a követelések az euróövezeten kívüli rezidenseknél elhelyezett bankbetétekből álltak.

4 EURÓÖVEZETBELI HITELINTÉZETEKSEL SZEMBENI EGYÉB KÖVETELÉSEK EURÓBAN

2004. december 31-én ezek a követelések az euróövezetbeli rezidenseknél elhelyezett bankbetétekből álltak.

5 EURÓRENDSZEREN BELÜLI KÖVETELÉSEK

Az euróbankjegy-elosztással kapcsolatos követelések

Ez a tétel az EKB-nak az euróvezetbeli NKB-kkal szemben az euróbankjegyek eurórendszeren belüli elosztása miatti követeléseit tartalmazza (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban levő bankjegyek” című pontját).

Egyéb eurórendszeren belüli követelések (nettó)

A tétel az euróvezet NKB-inak az EKB-val szembeni TARGET-egyenlegeit, valamint a bankjegyekből származó EKB-bevételek előzetes elosztásához kapcsolódó összegeket tartalmazza. 2004. december 31-én az euróvezetbeli NKB-k által fizetendő összeg 536 millió euró volt a bankjegyekből származó EKB-bevételek évközi szétosztásához kapcsolódóan. Ez a tétel az említett bevételekből az euróvezet 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 18. pontot az eredménykimutatás sorait részletező fejezetben).

	2004 €	2003 €
Euróvezetbeli NKB-k által fizetendő, a TARGET-hez kapcsolódóan	64 024 554 579	49 646 309 854
Euróvezetbeli NKB-knak fizetendő, a TARGET-hez kapcsolódóan	(61 149 859 140)	(45 579 175 620)
TARGET nettó pozíciója	2 874 695 439	4 067 134 234
Az euróvezetbeli NKB-knak/által fizetendő összeg a bankjegyekből származó EKB-bevételek évközi szétosztásához kapcsolódóan	536 222 885	532 760 169
Egyéb eurórendszeren belüli követelések (nettó)	3 410 918 324	4 599 894 403

6 EGYÉB ESZKÖZÖK

Tárgyi eszközök

2004. december 31-én az alábbi fő tételeket sorolták a fenti kategóriába:

	Könyv szerinti nettó érték 2004. december 31-én €	Könyv szerinti nettó érték 2003. december 31-én €	Változás €
Ingatlanok	135 997 016	54 929 962	81 067 054
Számítógépek	43 089 388	45 407 622	(2 318 234)
Berendezések, bútorok, üzemi felszerelések, gépjárművek	3 809 292	2 149 813	1 659 479
Folyamatban lévő beruházások	3 215 050	23 259 861	(20 044 811)
Egyéb tárgyi eszközök	1 207 558	3 164 692	(1 957 134)
Összesen	187 318 304	128 911 950	58 406 354

Az „Ingatlanok” tétel növekedett a legnagyobb mértékben a következő tényezők miatt:

- (a) az EKB megvásárolta új épületeinek építési telkét. Az előre meghatározott építési alapterület alapján a minimális vételárat 61,4 millió euróban szabták meg, amelyet részletekben kellett kifizetni legkésőbb 2004. december 31-ig. Ekkor a tulajdonjog átszállt az EKB-ra. A mostanra teljesen kifizetett összeg az „Ingatlanok” tétel alatt szerepel.
- (b) az EKB harmadik épületében keletkező aktivált karbantartási költségek az eszközök használatba vételét követően kikerültek a „Folyamatban lévő beruházások” kategóriából.

Egyéb pénzügyi eszközök

E tétel fő komponensei a következők:

	2004 €	2003 €	Változás €
Értékpapírok euróban	5 399 222 333	5 276 052 927	123 169 406
Passzív repoügyletek euróban	869 977 933	167 100 400	702 877 533
Az EKB nyugdíj-alapjához kapcsolódó követelések	120 243 662	91 727 194	28 516 468
Egyéb pénzügyi eszközök	38 875 639	38 875 737	(98)
Összesen	6 428 319 567	5 573 756 258	854 563 309

- (a) Az „Értékpapírok euróban” és a „Passzív repoügyletek euróban” sorok alkotják az EKB saját kezelésű alapjának befektetését (lásd még a 12. pontot).
- (b) Az EKB nyugdíjalapjához kapcsolódó befektetési portfólió értéke 120,2 millió euró (2003: 91,7 millió euró). Ezen eszközök az EKB és az EKB dolgozói által 2004. december 31-ig az EKB saját nyugdíjalapjába befizetett felhalmozódott hozzájárulásoknak külső alapkezelő által kezelt befektetései. Az EKB és a tagok által az alapba befizetett rendszeres hozzájárulásokat havonta befektetik. Az alapban található eszközök az EKB semmilyen más pénzügyi eszközével nem helyettesíthetők, továbbá a belőlük befolyó nettó bevétel nem képezi az EKB bevételeinek részét, hanem újra befektetik az illető alapokba a juttatások kifizetésétől függően. A külső alapkezelő a nyugdíjalapban található eszközöket az év végén érvényes piaci árfolyamon értékeli.
- (c) Az EKB 3 000 részvény tulajdonosa a Nemzetközi Fizetések Bankjában (BIS), ami 38,5 millió eurós bekerülési költségen van elszámolva.

Aktív időbeli elhatárolások

2004-ben ez a sor 197 millió euró értékű (2003: 165 millió euró) felhalmozódott kamatkövetelést is magában foglalt, amely az EKB-nak az euróbankjegyek eurórendszerbeli elosztásához kapcsolódó követeléséből származott az utolsó negyedévben (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontját).

Az aktív időbeli elhatárolások további részét döntően az értékpapírokon és egyéb pénzügyi eszközökön felhalmozódott kamat adja.

Egyéb tételek

Ezen tétel fő komponense 2004-ben egy, a Német Szövetségi Pénzügyminisztériummal szembeni követelés volt, amely a kifizetett, de visszatérítendő áfához és egyéb indirekt adókhöz kapcsolódott. Az Európai Közösségek kiváltságairól és mentességeiről szóló jegyzőkönyv 3. cikkének értelmében az ilyen adónemek visszatérítendőek, és 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 euróbankjegy-állományból (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Forgalomban lévő bankjegyek” című pontját).

8 EGYÉB EURÓVEZETBELI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖTELEZETTSÉGEK EURÓBAN

Ez a tétel az Euró Banki Társulás (*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 EURÓÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI KÖTELEZETTSÉGEK EURÓBAN

Ezek a kötelezettségek elsősorban azokat az EKB-nál vezetett számlákat tartalmazzák, amelyek az euróövezeten kívüli NKB-knak a TARGET-ben végrehajtott tranzakcióiból adódnak (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „KBER-en/eurórendszeren belüli követelések/kötelezettségek” című pontját).

10 EURÓÖVEZETBELI ÉS EURÓÖVEZETEN KÍVÜLI REZIDENSEKKEL SZEMBENI DEVIZAKÖTELEZETTSÉGEK

Az euróövezetbeli és euróövezeten kívüli rezidensekkel végrehajtott repoügyletekből adódó, az EKB devizatartalék-kezelési tevékenységével kapcsolatos kötelezettségek a következők:

<i>Euróövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek</i>	2004 €	2003 €	Változás €
Visszavásárlási megállapodások	4 967 080	0	4 967 080

<i>Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek</i>	2004 €	2003 €	Változás €
Visszavásárlási megállapodások	1 254 905 957	1 452 432 822	(197 526 865)

11 EURÓRENDSZEREN BELÜLI KÖTELEZETTSÉGEK

Ezek azok az euróövezetbeli NKB-kal szembeni kötelezettségek, amelyek a devizatartalékok megtévesztő eszközöknek az EKB-nak történő átadásából származnak. A kötelezettséget euróban kell nyilvántartani az átadás időpontjában rögzített árfolyamon. Kamatozásukat az eurórendszer irányadó refinanszírozási műveletének legfrissebb rendelkezésre álló, az aranykomponens nulla hozama alapján kiigazított marginális kamatlába határozza meg (lásd az eredménykimutatás sorait részletező fejezet 18. pontját).

Mivel 2004. január 1-jén csökkent az euróövezet NKB-inak súlya az EKB tőkejegyzési kulcsában, majd 2004. május 1-jén a tőkejegyzési kulcs újra megváltozott (lásd a 15. pontot), a kezdeti teljes kötelezettségállomány – a Kormányzótanácsnak a KBER alapokmánya 30.3. cikke értelmében hozott határozatai nyomán – 40 497 150 000 euróról két lépésben 39 782 265 622 euróra csökkent. A kiigazítást az EKB azért hajtotta végre, hogy már előre biztosítsa az eurórendszerhez a jövőben csatlakozó NKB-k számára, hogy az EKB aktuális tőkejegyzési kulcsában való részesedésük arányában teljes mértékben átadhassanak devizatartalék-eszközöket. Az euróban kifejezett kötelezettségállomány csökkenése miatt nem került sor devizatartalék-eszközök visszautalására az EKB és az NKB-k között.

	2003. dec. 31-ig €	2004. jan. 1.– 2004. ápr. 30. €	2004. máj. 1-től €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1 432 900 000	1 414 850 000	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	12 246 750 000	11 702 000 000	11 761 707 508
Bank of Greece	1 028 200 000	1 080 700 000	1 055 840 343
Banco de España	4 446 750 000	4 390 050 000	4 326 975 513
Banque de France	8 416 850 000	8 258 750 000	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424 800 000	512 700 000	513 006 858
Banca d'Italia	7 447 500 000	7 286 300 000	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	74 600 000	85 400 000	87 254 014
De Nederlandsche Bank	2 139 000 000	2 216 150 000	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	1 179 700 000	1 150 950 000	1 157 451 203
Banco de Portugal	961 600 000	1 006 450 000	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698 500 000	714 900 000	717 118 926
Összesen	40 497 150 000	39 819 200 000	39 782 265 622

12 EGYÉB FORRÁSOK

Ezt a tételt jórészt az NKB-knak fizetendő kamat alkotja, amelyet az EKB az átadott devizatartalékok után fizet (lásd a 11. pontot). Az EKB nyugdíjalappal kapcsolatos kötelezettségei, beleértve az aktuáriusi jelentés alapján elkülönített céltartalékot (lásd a 13. pontot), 148,8 millió eurót tesznek ki (2003: 100,6 millió euró). Az egyenleg szintén tartalmazza az egyéb időbeli elhatárolásokat, valamint a fennálló repoügyleteknek egy 200 millió eurós, az EKB saját kezelésű alapjának kezeléséhez kapcsolódó állományát (lásd a 6. pontot).

13 CÉLTARTALÉKOK

Ez a mérlegsor a nyugdíjkifizetésekre, a különböző áruk és szolgáltatások ráfordításaira képzett céltartalékokat tartalmazza, továbbá itt jelenik meg az a céltartalék is, amelyet az EKB azon szerződésbeli kötelezettségének teljesítésére képzett, hogy a végleges EKB-központba való átköltözéskor a jelenleg használt épületeket eredeti állapotukba visszaállítsa.

14 ÁTÉRTÉKELÉSI SZÁMLÁK

Ezek a számlák az átértékelési tartalékot foglalják magukban, amely az eszközökön és forrásokon nem realizált nyereségből adódik.

	2004 €	2003 €	Változás €
Arany	1 853 957 106	2 070 968 381	(217 011 275)
Deviza	0	1 901	(1 901)
Értékpapírok	67 160 084	105 493 783	(38 333 699)
Összesen	1 921 117 190	2 176 464 065	(255 346 875)

15 SAJÁT TŐKE

Jegyzett tőke

(a) Az EKB tőkejegyzési kulcsának változása

A KBER alapokmányának 29.3. cikke értelmében az EKB NKB-k által jegyzett tőkénének jegyzési kulcsát ötévente korrigálni kell. Az EKB megalakulása óta az első ilyen kiigazítás 2004. január 1-jén történt. A 2004. május 1-jei újabb változás hátterében pedig az Európai Unió tíz tagállammal való kibővítése állt. Az Európai Központi Bank tőkejegyzési kulcsának módosításához alkalmazandó statisztikai adatokról szóló, 2003. július 15-i tanácsi határozat alapján az NKB-k tőkejegyzési kulcsa 2004. január 1-jén és 2004. május 1-jén a következőképpen módosult:

	2003. dec. 31-ig %	2004. jan. 1.– 2004. ápr. 30. %	2004. máj. 1-től %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Bank of Greece	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
Euróövezetbeli NKB-k összesen	80,9943	79,6384	71,4908

	2003. dec. 31-ig %	2004. jan. 1.– 2004. ápr. 30. %	2004. máj. 1-től %
Česká národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Central Bank of Cyprus	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
Euróövezeten kívüli NKB-k összesen	19,0057	20,3616	28,5092
Euróövezeten belüli/kívüli NKB-k összesen	100,0000	100,0000	100,0000

(b) Az EKB jegyzett tőkéje

Mivel az euróövezetbeli NKB-k súlya (ami esetükben teljes befizetett tőkét jelent) az EKB 5 milliárd eurós jegyzett tőkéjében összesen 1,3559%-kal csökkent, az EKB jegyzett tőkéjéből való részesedésük 2004. január 1-jén 4 049 715 000 euróról 3 981 920 000 euróra csökkent. 2004. május 1-jén, a tíz új tagállam csatlakozásával részesedésük tovább csökkent, 3 978 226 562 euróra.

A KBER alapokmányának 49.3. cikkével – amely a Csatlakozási Szerződés révén került be az Alapokmányba – összhangban az EKB jegyzett tőkéje ezentúl egy új tagállam uniós csatlakozásával, illetve NKB-jának a KBER-be való belépésével automatikusan megemelkedik. A növekményt úgy határozzák meg, hogy a jegyzett tőke aktuális értékét (5 milliárd eurót) megszorozzák a csatlakozó NKB(k) súlyának, illetve a már KBER-tag NKB-k súlyának a kibővített tőkejegyzési kulcson belüli arányával. Ennek alapján 2004. május 1-jén az EKB jegyzett tőkéje 5,565 milliárd euróra módosult.

A 13 euróövezeten kívüli tagállam NKB-ja köteles befizetni jegyzett tőkéjének egy minimális százalékát, amellyel hozzájárul az EKB működési költségeihez. 2004. május 1-jével ez az érték 5%-ról 7%-ra emelkedett. A tíz új euróövezeten kívüli EU-tagállam NKB-inak befizetései együtt ez a hozzájárulás összesen 111 050 988 eurót tett ki 2004. május 1-jén. Az euróövezetbeli NKB-kal ellentétben az euróövezeten kívüli NKB-k nem részesülhetnek az EKB felosztható nyereségéből – beleértve az euróbankjegyek eurórendszerbeli szétosztásából származó bevételt –, ugyanakkor nem kötelesek finanszírozni az EKB veszteségeit.

Az imént felvázolt három fejlemény eredőjeként a befizetett tőke a 2003. december 31-i 4 097 229 250 euróról 2004. január 1-jére 4 032 824 000 euróra csökkent, majd 2004. május 1-jén 4 089 277 550 euróra emelkedett, amint ez az alábbi táblázatból is kiderül:

	Jegyzett tőke 2003. dec. 31-ig €	Befizetett tőke 2003. dec. 31-ig €	Jegyzett tőke 2004. jan. 1.–ápr. 30. €	Befizetett tőke 2004. jan. 1.–ápr. 30. €	Jegyzett tőke 2004. máj. 1-től ¹⁾ €	Befizetett tőke 2004. máj. 1-től €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	143 290 000	143 290 000	141 485 000	141 485 000	141 910 195	141 910 195
Deutsche Bundesbank	1 224 675 000	1 224 675 000	1 170 200 000	1 170 200 000	1 176 170 751	1 176 170 751
Bank of Greece	102 820 000	102 820 000	108 070 000	108 070 000	105 584 034	105 584 034
Banco de España	444 675 000	444 675 000	439 005 000	439 005 000	432 697 551	432 697 551
Banque de France	841 685 000	841 685 000	825 875 000	825 875 000	827 533 093	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42 480 000	42 480 000	51 270 000	51 270 000	51 300 686	51 300 686
Banca d'Italia	744 750 000	744 750 000	728 630 000	728 630 000	726 278 371	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	7 460 000	7 460 000	8 540 000	8 540 000	8 725 401	8 725 401
De Nederlandsche Bank	213 900 000	213 900 000	221 615 000	221 615 000	222 336 360	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	117 970 000	117 970 000	115 095 000	115 095 000	115 745 120	115 745 120
Banco de Portugal	96 160 000	96 160 000	100 645 000	100 645 000	98 233 106	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69 850 000	69 850 000	71 490 000	71 490 000	71 711 893	71 711 893
<i>Euróövezeteli NKB-k összesen</i>	4 049 715 000	4 049 715 000	3 981 920 000	3 981 920 000	3 978 226 562	3 978 226 562
Česká národní banka	0	0	0	0	81 155 136	5 680 860
Danmarks Nationalbank	83 545 000	4 177 250	86 080 000	4 304 000	87 159 414	6 101 159
Eesti Pank	0	0	0	0	9 927 370	694 916
Central Bank of Cyprus	0	0	0	0	7 234 070	506 385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16 571 585	1 160 011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24 623 661	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77 259 868	5 408 191
Central Bank of Malta/ Bank Ċentrali ta' Malta	0	0	0	0	3 600 341	252 024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285 912 706	20 013 889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18 613 819	1 302 967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39 770 691	2 783 948
Sveriges Riksbank	132 685 000	6 634 250	133 180 000	6 659 000	134 292 163	9 400 451
Bank of England	734 055 000	36 702 750	798 820 000	39 941 000	800 321 860	56 022 530
<i>Euróövezeten kívüli NKB-k összesen</i>	950 285 000	47 514 250	1 018 080 000	50 904 000	1 586 442 685	111 050 988
Euróövezeten belüli/ kívüli NKB-k összesen	5 000 000 000	4 097 229 250	5 000 000 000	4 032 824 000	5 564 669 247	4 089 277 550

1 A táblázatban euróra kerekített összegek találhatóak. Emiatt az „Összesen” sorokon pontatlanságok adódhatnak.

Tartalékok

Ezen a mérleghorizonton kell kimutatni az EKB általános tartalékát, amelyről a KBER-alapokmány 33. cikke rendelkezik.

MÉRLEGEN KÍVÜLI TÉTELEK

16 AUTOMATIZÁLT ÉRTÉKPAPÍR-KÖLCSÖNZÉSI PROGRAM

Az EKB saját kezelésű alapjához kötődően automatizált értékpapír-kölcsönzési programmegállapodást kötött, amelynek értelmében az EKB kijelölt megbízottján keresztül értékpapír-kölcsönzési ügyletet kezdeményezhet több, az EKB által kijelölt ügyfélkörbe tartozó partnerrel. A megállapodás értelmében kötött penziós ügyletek 2004. december 31-én fennálló állománya 1 milliárd euró volt (2003: 0,4 milliárd euró) (lásd a számviteli politikáról szóló fejezet „Penziós ügyletek” című részét).

17 TŐZSDEI HATÁRIDŐS KAMATLÁBÜGYLETEK

2004-ben az EKB devizatartalékainak kezelése keretében tőzsdei határidős deviza kamatlábügyleteket hajtott végre. 2004. december 31-én a fennálló tranzakciók állománya névértéken számítva a következő volt:

Tőzsdei határidős deviza kamatlábügyletek	A kontraktus értéke €
Vétel	1 077 349 366
Eladás	91 770 061

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:

	2004 €	2003 €	Változás €
Folyószámla- betétek kamata	3 744 188	3 679 287	64 901
Pénzpiaci betétekből származó bevétel	49 854 512	45 699 455	4 155 057
Passzív repoügyletek	63 759 141	66 206 740	(2 447 599)
Értékpapirokból származó nettó bevétel	317 073 827	445 357 205	(128 283 378)
A deviza- tartalékok utáni kamatbevétel összesen	434 431 668	560 942 687	(126 511 019)
Folyószámlabeté- tekkel kapcsolatos kamatráfordítás	(32 020)	(73 292)	41 272
Visszavásárlási megállapodások	(11 947 990)	(19 575 020)	7 627 030
Egyéb (nettó) kamatráfordítások	(32 960)	0	(32 960)
A deviza- tartalékok utáni (nettó) kamatbevétel	422 418 698	541 294 375	(118 875 677)

Euróbankjegyek eurórendszeren belüli elosztásából származó kamatbevételek

Ez a tétel az EKB-nak a teljes euróbankjegy-
kibocsátásban vállalt 8%-os részesedéséhez
kapcsolódó kamatbevételből áll. Ez a kamat
az EKB bankjegykibocsátásból való részesedése
miatti követeléseire kapcsolódik, számítása
az eurórendszer irányadó refinanszírozási
műveletének legfrissebb rendelkezésre álló
marginális kamatlába szerint történik. A
kamatbevétel felosztásra kerül az NKB-k között a
számvetési politikáról szóló fejezet „Forgalomban
lévő bankjegyek” című pontjában foglaltak szerint.

Az EKB-nak a 2004. december 31-én záródó
üzleti évre vonatkozó várható pénzügyi

eredménye fényében a Kormányzótanács 2004
decemberében úgy döntött, hogy:

(a) visszahívja az NKB-któl az első három
negyedéves előzetes kifizetést, melynek
összértéke 536 millió euró;

(b) visszatartja az utolsó negyedéves előzetes
kifizetést, melynek értéke 197 millió euró.

Az NKB-knak az átadott devizatartalék- eszközökkel kapcsolatos követelése után fizetett kamat

Ebben a tételben azt a kamatot kell kimutatni,
amely az euróövezetbeli 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 a TARGET-egyenlegekből származó,
az euróban denominált eszközökhöz és
forrásokhoz kapcsolódó kamatbevételeket és
kamatráfordításokat tartalmazza.

A nettó kamatbevételt 2004-ben is befolyásolta
az euróövezetbeli és azon kívüli kamatlábak
alacsony szintje.

19 PÉNZÜGYI MŰVELETEKBŐL SZÁRMAZÓ REALIZÁLT NYERESÉG/VESZTESÉG

A pénzügyi műveletekből származó realizált
nettó nyereség 2004 folyamán a
következésképpen alakult:

	2004 €	2003 €	Változás €
Értékpapírok utáni nettó realizált árfolyamnyereség	94 643 135	528 606 147	(433 963 012)
Nettó realizált árfolyamnyereség/ (veszteség)	41 402 675	(3 345 525)	44 748 200
Pénzügyi műveletekből származó realizált nyereség	136 045 810	525 260 622	(389 214 812)

20 PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK ÉS POZÍCIÓK ÉRTÉKVESZTÉSE

	2004 €	2003 €	Változás €
Értékpapírok utáni nem realizált árfolyamvesztés	(28 485 006)	(10 349 709)	(18 135 297)
Nem realizált devizaárfolyamvesztés	(2 064 800 103)	(3 962 339 851)	1 897 539 748
Összesen	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)	1 879 404 451

Ez a tétel főleg az EKB USD-pozíciója átlagos beszerzési értékének 2004. december 31-i árfolyamra való leírásából adódott, amire az után került sor, hogy az év folyamán az amerikai fizetőeszköz jelentősen leértékelődött az euróval szemben.

21 DÍJAK ÉS JUTALÉKOK NETTÓ RÁFORDÍTÁSAI

	2004 €	2003 €	Változás €
Díjakból és jutalékokból befolyó bevételek	297 964	700 271	(402 307)
Díjakhoz és jutalékokhoz kapcsolódó ráfordítások	(559 481)	(763 737)	204 256
Díjak és jutalékok nettó ráfordításai	(261 517)	(63 466)	(198 051)

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 17. pontját).

22 EGYÉB BEVÉTELEK

Egyéb bevételek elsősorban az adminisztrációs célra képzett felhasználatlan céltartalékoknak az eredménykimutatásba történt átvezetése miatt jelentkeztek. 2004-től kezdődően itt kell kimutatni azt az éves helyi szolgáltatási díjat is, amelyet a tíz új tagállam NKB-inak a KBER biztonságos informatikai infrastruktúrájához való lokális kapcsolódásért az uniós csatlakozást követően fizetniük kell. Első lépésben ezt a költséget az EKB központilag állja.

Valamely ország euróövezetbe történő belépését követően NKB-jának nem kell többé szolgáltatási díjat fizetni.

23 SZEMÉLYI JELLEGŰ RÁFORDÍTÁSOK

Ebben a sorban szerepel az a 120,0 millió eurós (2003: 108,2 millió eurós) tétel, amely a fizetésből, a különböző juttatásokból és a személyi jellegű biztosítási költségekből, valamint az EKB nyugdíjalapjába befizetett munkaadói járulékokból tevődik össze. Az EKB Igazgatóságának javadalmazása 2,1 millió eurót tett ki (2003: 2,0 millió euró). Az év során sem a volt igazgatósági tagok, sem hozzátartozóik részére nem történt nyugdíjkifizetés. Az Igazgatóság távozó tagjai átmeneti juttatásban részesültek. A bérek és egyéb juttatások struktúrája – beleértve a felső vezetés tagjainak javadalmazását – lényegét tekintve az Európai Közösségek javadalmazási szisztémáján alapul, azzal összevethető.

2004 folyamán az e tételben tapasztalt növekedés az EKB nyugdíjalappal kapcsolatos kötelezettségeinek az aktuárius által kiszámított emelkedése miatt következett be (lásd még a 24. pontot).

2004. végén az EKB 1309 főt, közöttük 131 vezető beosztású munkatársat foglalkoztatott. A dolgozók száma 2004 folyamán a következőképpen alakult:

	2004	2003
Január 1-jén	1 213	1 105
Új munkaerő	137	149
Távozó munkaerő	41	41
December 31-jén	1 309	1 213
A foglalkoztatottak átlagos száma	1 261	1 160

26 BANKJEGY-ELŐÁLLÍTÁSI KÖLTSÉGEK

2003-hoz hasonlóan ezek a kiadások 2004-ben is 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.

24 AZ EKB NYUGDÍJRENDSZERE

Az EKB nyugdíjrendszerének szabályzata kimondja, hogy háromévente teljes aktuáriusi értékelést kell végezni. A legutóbbi teljes körű aktuáriusi értékelésre 2003. december 31-én került sor. Az értékelés alapfeltevése az volt, hogy ezen a napon valamennyi dolgozó nyugdíjba vonul, és a nyugdíjköteles szolgálati idő véget ér.

A rendszerhez kapcsolódó nyugdíjköltségeket szakképzett aktuárius segítségével kell megbecsülni. Ennek alapján az EKB-ban felmerülő teljes nyugdíjköltség, beleértve a rokkantsági és a nyugalomba vonulás után folyósított juttatásokat is, 41,1 millió eurót tett ki (2003: 21,7 millió euró). Az összeg az Igazgatóság tagjainak nyugdíjazására képzett 1,8 millió eurós (2003: 1,9 millió euró) céltartalékot, és minden egyéb kiegészítő járulékot magában foglal. Az EKB jövőbeli hozzájárulása valamennyi alkalmazott esetében a nyugdíjköteles jövedelem 16,5% kell, hogy legyen.

25 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.

KIEGÉSZÍTŐ MELLÉKLET A VESZTESÉGEK FELOSZTÁSÁRÓL

Jelen melléklet nem része az EKB 2004. évi pénzügyi beszámolójának. Az Éves jelentésben kizárólag tájékoztató jelleggel szerepel.

AZ EKB EMISSZIÓS TEVÉKENYSÉGÉHEZ KAPCSOLÓDÓ BEVÉTELEK

A Kormányzótanács döntésének megfelelően az EKB 733 millió eurót visszatartott, nehogy a teljes felosztott nyereség meghaladja az EKB éves nettó nyereségét. Ez az összeg az EKB 2004-es euróbankjegy-forgalomból való részesedéséhez kapcsolódó összbevétel.

AZ EKB VESZTESÉGEINEK FEDEZÉSE

A KBER alapokmányának 33.2. cikke értelmében az EKB vesztesége fedezhető az EKB általános tartalékalapjából, szükség esetén pedig a Kormányzótanács határozatát követően az adott pénzügyi év monetáris jövedelmének terhére a nemzeti központi bankok között a 32.5. cikknek megfelelően felosztott összegek arányában és mértékéig.¹

2005. március 11-én a Kormányzótanács a 2004. december 31-ével záródó év veszteségeinek fedezéséről a következő döntést hozta:

	2004 €	2003 €
Tárgyévi veszteség	(1 636 028 702)	(476 688 785)
Felhasználás az általános tartalékalapból	296 068 424	476 688 785
Átvezetés az összevont monetáris jövedelemből	1 339 960 278	0
Összesen	0	0

¹ A KBER alapokmányának 32.5. cikke értelmében a nemzeti központi bankok monetáris jövedelmének összegét az EKB tőkéjébe befizetett részesedésük arányában kell felosztani a nemzeti központi bankok között.

Auditori jelentés

Az Európai Központi Bank
Kormányzótanácsának elnöke

Majna-Frankfurt

Elvégeztük az Európai Központi Bank 2004. december 31-i fordulónapra elkészített mérlegének, a kapcsolódó 2004. évi eredménykimutatásnak, valamint a kiegészítő mellékletnek a vizsgálatát. Az éves beszámoló elkészítése az Európai Központi Bank Igazgatóságának a 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 2004. december 31-én fennálló pénzügyi helyzetéről és a 2004. évi működésének eredményeiről a kiegészítő melléklet első részében bemutatott számviteli politikának megfelelő megbízható és valós képet ad.

Majna-Frankfurt, 2005. március 4.

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer



(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 AZ EURÓRENDSZER KONSZOLIDÁLT MÉRLEGE A 2004. DECEMBER 31-ÉVEL VÉGZŐDŐ PÉNZÜGYI ÉVRE

(MILLIÓ EURÓ)

ESZKÖZÖK	2004. DECEMBER 31.	2003. DECEMBER 31.
1 Aranykészletek és aranykövetelések	125 730	130 344
2 Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakövetelések	153 856	175 579
2.1 Az IMF-fel szembeni követelések	23 948	29 130
2.2 Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések, euróövezeten kívüli hitelek és egyéb euróövezeten kívüli eszközök	129 908	146 449
3 Euróövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakövetelések	16 974	17 415
4 Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni követelések euróban	6 849	6 049
4.1 Bankokkal szembeni számlakövetelések, értékpapír-befektetések és hitelek	6 849	6 049
4.2 Az ERM II-ben alkalmazott hitelkonstrukció miatt felmerülő követelések	0	0
5 Euróövezetbeli hitelintézeteknek nyújtott, monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó hitelek euróban	345 112	298 163
5.1 Irányadó refinanszírozási műveletek	270 000	253 001
5.2 Hosszabb távú refinanszírozási műveletek	75 000	45 000
5.3 Finomszabályozó penziós műveletek	0	0
5.4 Strukturális penziós műveletek	0	0
5.5 Aktív oldali rendelkezésre állás	109	134
5.6 Pótlólagos fedezetbekerítéshez kapcsolódó hitelek	3	28
6 Euróövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb követelések euróban	3 763	729
7 Euróövezetbeli rezidensek által kibocsátott euróban denominált értékpapírok	70 244	54 466
8 Államháztartás euróban denominált adóssága	41 317	42 686
9 Egyéb eszközök	120 479	109 365
Eszközök összesen	884 324	834 796

Kerekítés miatt a részadatok összegei eltérhetnek az összesen adatoktól.

FORRÁSOK

2004.
DECEMBER 31.2003.
DECEMBER 31.

1	Forgalomban lévő bankjegyek	501 256	436 128
2	Euróövezetbeli hitelintézetekkel szembeni, monetáris politikai műveletekhez kapcsolódó kötelezettségek euróban	138 735	147 328
2.1	Folyószámla-tartozások (kötelezőtartalék-rendszer alapja)	138 624	147 247
2.2	Betéti rendelkezésre állás	106	80
2.3	Rögzített futamidejű betétek	0	0
2.4	Finomszabályozó penziós műveletek	0	0
2.5	Pótlólagos fedezetbekéréshez kapcsolódó betétek	5	1
3	Euróövezetbeli hitelintézetekkel szembeni egyéb kötelezettségek euróban	126	257
4	Kibocsátott adósságlevelek	0	1 054
5	Egyéb euróövezetbeli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	42 187	39 865
5.1	Államháztartás	35 968	34 106
5.2	Egyéb kötelezettségek	6 219	5 759
6	Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni kötelezettségek euróban	10 912	10 279
7	Euróövezetbeli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	247	499
8	Euróövezeten kívüli rezidensekkel szembeni devizakötelezettségek	10 679	11 205
8.1	Betétek, számlatartozások és egyéb kötelezettségek	10 679	11 205
8.2	Az ERM II-ben alkalmazott hitelkonstrukció miatt felmerülő kötelezettségek	0	0
9	Az IMF által allokált különleges lehívási jogok ellenpárja	5 573	5 761
10	Egyéb források	51 791	54 757
11	Átértékelési számlák	64 581	67 819
12	Saját tőke és tartalékok	58 237	59 844
	Források összesen	884 324	834 796

FÜGGELÉKEK

FÜGGELÉKEK

AZ EKB ÁLTAL ELFOGADOTT JOGI DOKUMENTUMOK

Az alábbi táblázat az EKB által 2004-ben és 2005 elején elfogadott és *Az Európai Unió Hivatalos Lapjában* megjelent jogi dokumentumokat sorolja fel. A Hivatalos Lap példányai az Európai Unió Kiadóhivatalánál szerezhetők

be. Az EKB által megalakulása óta elfogadott és a Hivatalos Lapban megjelent összes jogi dokumentum listája az EKB honlapján található.

Szám	Cím	HL hivatkozás
EKB/2004/1	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2004. február 13.) az Európai Központi Bank egyes statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről és a nemzeti központi bankok monetáris és bankstatisztika terén történő statisztikai adatszolgáltatására vonatkozó eljárásokról szóló EKB/2003/2 iránymutatás módosításáról	HL L 83., 2004.3.20., 29. o.
EKB/2004/2	Az Európai Központi Bank határozata (2004. február 19.) az Európai Központi Bank eljárási szabályzatának elfogadásáról	HL L 80., 2004.3.18., 33. o.
EKB/2004/3	Az Európai Központi Bank határozata (2004. március 4.) az Európai Központi Bank dokumentumaihoz való nyilvános hozzáférésről	HL L 80., 2004.3.18., 42. o.
EKB/2004/4	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2004. április 21.) a Transzeurópai Automatizált Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszerről (TARGET) szóló EKB/2001/3 iránymutatás módosításáról	HL L 205., 2004.6.9., 1. o.
EKB/2004/5	Az Európai Központi Bank határozata (2004. április 22.) a nemzeti központi bankoknak az Európai Központi Bank tőkejegyzési kulcsában való százalékos részesedéséről	HL L 205., 2004.6.9., 5. o.
EKB/2004/6	Az Európai Központi Bank határozata (2004. április 22.) az Európai Központi Bank tőkéjének a részt vevő nemzeti központi bankok részéről történő befizetéséhez szükséges intézkedések megállapításáról	HL L 205., 2004.6.9., 7. o.
EKB/2004/7	Az Európai Központi Bank határozata (2004. április 22.) az Európai Központi Bank tőkerészesedéseinek a nemzeti központi bankok közötti átruházásáról, illetve a befizetett tőke módosításáról szóló szabályok megállapításáról	HL L 205., 2004.6.9., 9. o.

Szám	Cím	HL hivatkozás
EKB/2004/8	Az Európai Központi Bank határozata (2004. április 22.) az Európai Központi Bank felhalmozott tőkéjéhez való hozzájáruláshoz, a nemzeti központi bankoknak az átadott, devizatalékokat megtestesítő eszközökkel megegyező követeléseinek módosításához és a kapcsolódó pénzügyi kérdésekhez szükséges intézkedések megállapításáról	HL L 205., 2004.6.9., 13. o.
EKB/2004/9	Az Európai Központi Bank határozata (2004. április 22.) az euróbankjegyek kibocsátásáról szóló EKB/2001/15 határozat (2001. december. 6.) módosításáról	HL L 205., 2004.6.9., 17. o.
EKB/2004/10	Az Európai Központi Bank határozata (2004. április 23.) az Európai Központi Bank tőkéjének az euróövezeten kívüli nemzeti központi bankok részéről történő befizetéséhez szükséges intézkedések meghatározásáról	HL L 205., 2004.6.9., 19. o.
EKB/2004/11	Az Európai Központi Bank határozata (2004. június 3.) az Európai Csaláselleni Hivatalnak az Európai Központi Bankot érintő, a csalás, a korrupció és az Európai Közösségek pénzügyi érdekeit sértő bármely más jogellenes tevékenység megelőzésével kapcsolatos vizsgálatainak szabályairól, valamint az Európai Központi Bank személyzete alkalmazási feltételeinek módosításáról	HL L 230., 2004.6.30., 56. o.
EKB/2004/12	Az Európai Központi Bank határozata (2004. június 17.) az Európai Központi Bank Általános Tanácsa eljárási szabályzatának elfogadásáról	HL L 230., 2004.6.30., 61. o.
EKB/2004/13	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2004. július 1.) az eurórendszer tartalékezelési szolgáltatásainak az Európai Unión kívüli központi bankok, az Európai Unión kívüli országok és a nemzetközi szervezetek számára euróban történő nyújtásáról	HL L 241., 2004.7.13., 68. o.
EKB/2004/14	Az Európai Központi Bank határozata (2004. július 9.) a 2004. évi érmekibocsátás mennyiségének engedélyezéséről szóló, 2003. november 28-i EKB/2003/15 határozat módosításáról	HL L 248., 2004.7.22., 14. o.
EKB/2004/15	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2004. július 16.) a fizetési mérleg és a nemzetközi befektetési pozíciók statisztikái, valamint a nemzetközi tartalékok jelentése terén az Európai Központi Bank adatszolgáltatási követelményeiről	HL L 354., 2004.11.30., 34. o.

Szám	Cím	HL hivatkozás
EKB/2004/16	Az Európai Központi Bank ajánlása (2004. július 16.) a fizetési mérleg és a nemzetközi befektetési pozíciók statisztikái, valamint a nemzetközi tartalékok jelentése terén az Európai Központi Bank adatszolgáltatási követelményeiről	HL C 292., 2004.11.30., 21. o.
EKB/2004/17	Az Európai Központi Bank ajánlása (2004. július 30.) az Európai Unió Tanácsának a Banca d'Italia külső könyvvizsgálóiról	HL C 202., 2004.8.10., 1. o.
EKB/2004/18	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2004. szeptember 16.) az euróbankjegyek beszerzéséről	HL L 320., 2004.10.21., 21. o.
EKB/2004/19	Az Európai Központi Bank határozata (2004. december 14.) a 2005-ben történő érmekibocsátás mennyiségének engedélyezéséről	HL L 379., 2004.12.24., 107. o.
EKB/2004/20	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2004. december 16.) az Eurórendszer tartalékezelési szolgáltatásainak az Európai Unióon kívüli központi bankok, az Európai Unióon kívüli országok és a nemzetközi szervezetek számára euróban történő nyújtásáról szóló EKB/2004/13 iránymutatás módosításáról	HL L 385., 2004.12.29., 85. o.
EKB/2004/21	Az Európai Központi Bank rendelete (2004. december 16.) a monetáris pénzügyi intézmények szektorának konszolidált mérlegéről szóló EKB/2001/13 rendelet és a monetáris pénzügyi intézmények által a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok betéteire és hiteleire alkalmazott kamatlábakra vonatkozó statisztikákról szóló EKB/2001/18 rendelet módosításáról	HL L 371., 2004.12.18., 42. o.
EKB/2005/1	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2005. január 21.) a 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 iránymutatása (2005. február 3.) az Eurórendszer monetáris politikai eszközeiről és eljárásairól szóló EKB/2000/7 iránymutatás módosításáról	Nem jelent meg a Hivatalos Lapban
EKB/2005/3	Az Európai Központi Bank ajánlása (2005. február 11.) az Európai Unió Tanácsának a Banco de Portugal külső könyvvizsgálóiról	HL C 50., 2005.2.26., 6. o.
		Nem jelent meg

Szám	Cím	HL hivatkozás
EKB/2005/4	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2005. február 15.) az Európai Központi Bank egyes statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről és a nemzeti központi bankok monetáris és bankstatisztika terén történő statisztikai adatszolgáltatására vonatkozó eljárásokról szóló EKB/2003/2 iránymutatás módosításáról	Nem jelent meg
EKB/2005/5	Az Európai Központi Bank iránymutatása (2005. február 17.) az Európai Központi Bank statisztikai adatszolgáltatási követelményeiről és a Központi Bankok Európai Rendszerén belül az államháztartási finanszírozás statisztikájának terén a statisztikai adatok cseréjének eljárásairól	

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 a KBER Alapszabály 11. cikkének 2. bekezdése értelmében az EKB 2004 folyamán és 2005 elején fogadott el. Az EKB alapítása óta elfogadott összes vélemény megtalálható az EKB honlapján.

(a) Az EKB tagállami konzultáció után elfogadott véleményei¹

Sorszám ²	Kezdeményező	A vélemény tárgya
CON/2004/1	Finnország	A Suomen Pankki pénzügyi helyzetét befolyásoló intézkedések, valamint szabályalkotási jogkörével kapcsolatos rendelkezések
CON/2004/2	Svédország	A monetáris pénzügyi intézetek pénzügyi és banki statisztikai jelentései
CON/2004/3	Luxemburg	Értékpapírosítási ügyletek specifikus jogi kereteinek a meghatározása
CON/2004/5	Ausztria	Egy pénzügyi konglomerátumnál végzett kiegészítő felülvizsgálat
CON/2004/6	Franciaország	A Banque de France által elszenvedett árfolyamvesztések fedezete
CON/2004/8	Franciaország	Az euróérmék és -bankjegyek újrahasznosításának jogi szabályozása
CON/2004/9	Belgium	Hitelintézetek, elszámoló intézetek és befektetési vállalkozások fizetéseképtelenségi és csődeljárása
CON/2004/15	Franciaország	Forgatható adósságpapírok
CON/2004/16	Olaszország	A megtakarítások védelme
CON/2004/17	Svédország	Törvényes fizetőeszközként már nem funkcionáló régi bankjegyek és pénzérmék
CON/2004/18	Portugália	Hitelintézetek átszervezése és felszámolása
CON/2004/20	Franciaország	Inflációkövető hitelintézeti hitelek
CON/2004/21	Hollandia	A pénzügyi szektor felügyelete
CON/2004/22	Franciaország	Pénzügyi eszközök tulajdonának átruházása

¹ 2004 decemberében a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB által valamely nemzeti hatóság kérésére kiadott szakvéleményeket általában közvetlenül elfogadják, majd a kezdeményező hatóságnak történt továbbításuk után kell nyilvánosságra hozni.

² A szakvélemények abban a sorrendben kapnak sorszámot, ahogyan a Kormányzótanács elfogadja őket.

Sorszám ²	Kezdeményező	A vélemény tárgya
CON/2004/23	Németország	Devizabelföldiek és devizakülföldiek határokon keresztül tranzakcióival kapcsolatos statisztikai jelentések követelményei
CON/2004/24	Ausztria	Szolgáltatások importjával és exportjával kapcsolatos statisztikai adatgyűjtés
CON/2004/25	Észtország	Az elektronikus pénzt kibocsátó intézmények tevékenységét szabályozó hatóságok
CON/2004/26	Ausztria	Fizetésimérleg-beszámoló, a szolgáltatások és transzferek kivételével
CON/2004/27	Belgium	Pénzügyi fedezetekről szóló megállapodások
CON/2004/28	Svédország	Bankjegy- és érmeforgalom
CON/2004/29	Málta	A máltai kötelező tartalékolási előírások alóli mentesség
CON/2004/30	Franciaország	Értékpapírosítással foglalkozó alapok jogi kereteinek kidolgozása
CON/2004/31	Szlovákia	A pénzügyi piacok felügyelete a Národná banka Slovenska által
CON/2004/33	Magyarország	A központi bank információs rendszeréhez kapcsolódó statisztikai jelentési követelmények
CON/2004/34	Belgium	Devizatranzakciókra kivetett adók
CON/2004/35	Magyarország	Monetáris politikai döntéshozatal
CON/2004/36	Csehország	Statisztikai felmérések 2005. évi programja
CON/2004/37	Csehország	Az elektronikus pénzt kibocsátó intézmények bevezetése
CON/2004/38	Dánia	Kockázatfedezeti alapok specifikus jogi és felügyeleti kereteinek a megalkotása
CON/2004/39	Spanyolország	Kis összegű fizetések elszámolási rendszerének új irányítási szerkezete
CON/2005/3	Magyarország	Kézpénzfeldolgozás és -forgalmazás
CON/2005/5	Málta	A Central Bank of Malta statisztikai jelentési előírásai hitelintézetek számára

(b) Az EKB szakvéleménye valamely Európai Intézménnyel folytatott konzultációt követően³

Sorszám ⁴	Kezdeményező	A szakvélemény tárgya	HL referenciaszám
CON/2004/4	Tanács	Az intézményi szektorok negyedéves nem pénzügyi számláinak összeállítása	HL C 42., 2004.2.18., 23. o.
CON/2004/7	Tanács	Az EU pénzügyi szolgáltatási bizottságának új szervezeti struktúrája, amely a Lámfalussy eljárást valamennyi pénzügyi szektorra kiterjeszti	HL C 58., 2004.3.6., 23. o.
CON/2004/10	Tanács	Az eurót bevezető tagállamok valutái és az euró közötti átváltási árfolyamok	HL C 88., 2004.4.8., 20. o.
CON/2004/11	Tanács	Új tag kinevezése az EKB Igazgatóságába	HL C 87., 2004.4.7., 37. o.
CON/2004/12	Tanács	Monetáris kapcsolatokról szóló megállapodás Andorrával	HL C 88., 2004.4.8., 18. o.
CON/2004/13	Tanács	Pénzérmékhez hasonló érmék és zsetonok	HL C 134., 2004.5.12., 11. o.
CON/2004/14	Tanács	A negyedéves államadóssággal kapcsolatos adatok összeállítása és továbbítása	HL C 134., 2004.5.12., 14. o.
CON/2004/19	Tanács	Rövid távú statisztikák	HL C 158., 2004.6.15., 3. o.
CON/2004/32	Tanács	Tárgyalások megkezdése Andorrával a monetáris kapcsolatokról szóló megállapodásról	HL C 256., 2004.10.16., 9. o.
CON/2005/2	Tanács	A pénzügyi rendszer pénzmosás és terroristák finanszírozásának céljára történő felhasználásának megelőzése	HL C 40., 2005.2.17., 9. o.
CON/2005/4	Tanács	Hitelintézetek és befektetési vállalkozások tőke megfelelésének szabályozása	HL C 52., 2005.2.3., 37. o.

³ Az EKB honlapján is elérhető.

⁴ A szakvélemények abban a sorrendben kapnak sorszámot, ahogyan a Kormányzótanács elfogadja őket.

AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK 2004 ÓTA MEGJELENT KIADVÁNYAI

Ezzel a felsorolással tájékoztatást kívánunk nyújtani olvasónknak az Európai Központi Bank 2004 januárja óta megjelent, válogatott kiadványairól. A Füzetek (*Working Papers*) közül csak a 2004 decembere és 2005 februárja között megjelent kiadványokat soroljuk fel. Az érdeklődők a kiadványokat az EKB Tájékoztatási és sajtófőosztályán térítésmentesen szerezhetik be. Kérjük, megrendeléseiket írásban juttassák el a hátsó 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

Éves jelentés 2003, 2004. április.

A HAVI JELENTÉSEKBEN MEGJELENT CIKKEK

EMU and the conduct of fiscal policies, 2004. január.

Opinion survey on activity, prices and labour market developments in the euro area: features and uses, 2004. január.

Measuring and analysing profit developments in the euro area, 2004. január.

The acceding countries' economies on the threshold of the European Union, 2004. február.

Developments in private sector balance sheets in the euro area and the United States, 2004. február.

The impact of fair value accounting on the European banking sector – a financial stability perspective, 2004. február.

Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices, 2004. április.

Future developments in the TARGET system, 2004. április.

The Barcelona partner countries and their relations with the euro area, 2004. április.

The EU economy following the accession of the new Member States, 2004. május.

The natural real interest rate in the euro area, 2004. május.

Risk mitigation methods in Eurosystem credit operations, 2004. május.

Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns, 2004. július.

Accounting for the resilience of the EU banking sector since 2000, 2004. július.

The European Constitution and the ECB, 2004. augusztus.

Properties and the use of the general government quarterly accounts, 2004. augusztus.

Euro banknotes: first years of experience, 2004. augusztus.

Monetary analysis in real time, 2004. október

Economic integration in selected regions outside the European Union, 2004. október.

Oil prices and the euro area economy, 2004. november.

Extracting information from financial asset prices, 2004. november.

Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability, 2004.

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.

STATISZTIKAI ZSEBKÖNYV (STATISTICS POCKET BOOK)

Megjelenik 2003 augusztusától havonta.

MŰHELYTANULMÁNYOK (OCCASIONAL PAPERS)

9. Briotti, M. G.: *Fiscal adjustment in 1991–2002: stylised facts and policy implications*, 2004. február.
10. Backé, P. – Thimann, C., benne: Arratibel, O. – Calvo-Gonzalez, O. – Mehl, A. – Nerlich, C.: *The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review*, 2004. február.
11. Winkler, A. – Mazzaferro, F. – Nerlich, C. – Thimann, C.: *Official dollarisation/ euroisation: motives, features and policy implications of current cases*, 2004. február.
12. Anderton, R. – di Mauro, F. – Moneta, F.: *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages*, 2004. április.
13. Enria, Andrea – Cappiello, L. – Dierick, F. – Grittini, S. – Maddaloni, A. – Molitor, P. – Pires, F. – Poloni, P.: *Fair value accounting and financial stability*, 2004. április.
14. Baele, L. – Ferrando, A. – Hördahl, P. – Krylova, E. – Monnet, C.: *Measuring financial integration in the euro area*, 2004. április.
15. Ahnert, H. – Kenny, G.: *Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics*, 2004. május.
16. Gonzales, F. – Haas, F. – Johannes, R. – Persson, M. – Toledo, L. – Violi, R. – Wieland, M. – Zins, C.: *Market dynamics associated with credit ratings: a literature review*, 2004. június.
17. Maddaloni, A. – Pain, D.: *Corporate excesses and financial market dynamics*, 2004. július.
18. Geis, A. – Mehl, A. – Wredenberg, S.: *The international role of the euro: Evidence from bonds issued by non-euro area residents*, 2004. július.
19. An MPC task force of the ESCB: *Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective*, 2004. július.
20. Dierick, F.: *The supervision of mixed financial services group in Europe*, 2004. augusztus.
21. Russo, D. – Hart, T. – Malaguti, M. C. – Papathanassiou, C.: *Governance of securities clearing and settlement systems*, 2004. október.
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.

FÜZETEK (WORKING PAPERS)

419. Hallerberg, M. – Srauch, R. – von Hagen, J.: *The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries*, 2004. december.
420. Detken, C. – Gaspar, V. – Winkler, B.: *On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union*, 2004. december.
421. Schuknecht, L.: *EU fiscal rules: issues and lessons from political economy*, 2004. december.

422. Tujula, M. – Wolswijk, G.: *What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances*, 2004. december.
423. Loupias, C. – Ricart, R.: *Price setting in France: new evidence from survey data*, 2004. december.
424. Breedon, F. – Vitale, P.: *An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates*, 2004. december.
425. Ehling, P. – Brito Ramos, S.: *Geographic versus industry diversification: constraints matter*, 2005. január.
426. Miller, D. P. – Puthenpurackal, J. J.: *Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds*, 2005. január.
427. Kauko, K.: *Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?*, 2005. január.
428. Pons-Sanz, V.: *Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings*, 2005. január.
429. Buch, C. M. – Driscoll, J. C. – Ostergaard, C.: *Cross-border diversification in bank asset portfolios*, 2005. január.
430. Da Rin, M. – Nicodano, G. – Sembenelli, A.: *Public policy and the creation of active venture capital markets*, 2005. január.
431. Calzolari, G. – Loranth, G.: *Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry*, 2005. január.
432. Chung Cheung, Y. – de Jong, F. – Rindi, B.: *Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms*, 2005. január.
433. Beetsma, R. – Debrun, X.: *Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility*, 2005. január.
434. Aksoy, Y. – León-Ledesma, M.: *Interest rates and output in the long run*, 2005. január.
435. Schuknecht, L. – Tanzi, V.: *Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?*, 2005. február.
436. Cappiello, L. – Guéné, S.: *Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany*, 2005. február.
437. Papaioannou, E.: *What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants*, 2005. február.
438. Afonso, A. – Ebert, W. – Schuknecht, L. – Thöne, M.: *Quality of public finances and growth*, 2005. február.
439. Brousseau, V. – Manzanares, A.: *A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market*, 2005. február.
440. Castrén, O.: *Estimating and analysing currency options' implied risk-neutral density functions for the largest new EU Member States*, 2005. február.
441. Llaudes, R.: *The Phillips curve and long-term unemployment*, 2005. február.
442. Monnet, C. – Quintin, E.: *Why do financial systems differ? History matters*, 2005. február.
443. Rosati, S. – Secola, S.: *Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data*, 2005. február.
444. Stracca, L. – al-Nowaihi, A.: *Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy*, 2005. február.
445. Ca'Zorzi, M. – De Santis, R. A. – Zampolli, F.: *Welfare implications of joining a common currency*, 2005. február.
446. Baldwin, R. E. – Skudelny, F. – Taglioni, D.: *Trade effects of the euro: evidence from sectoral data*, 2005. február.
447. Castrén, O. – Mazzotta, S.: *Foreign exchange option and returns-based correlation forecasts: evaluation and two applications*, 2005. február.

EGYÉB KIADVÁNYOK

- Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations*, 2004. január.
- The monetary policy of the ECB*, 2004. január.
- The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, 2004. február.
- Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10*, 2004. február.
- Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)*, 2004. február.
- Foreign direct investment task force report*, 2004. március.
- External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank*, 2004. április.
- Payment and securities settlement systems in the accession countries – 2002. évi adatokat tartalmazó függelék (Blue Book, April 2004)*, 2004. április.
- Payment and securities settlement systems in the European Union – 2002. évi adatokat tartalmazó függelék (Blue Book)*, 2004. április.
- TARGET compensation claim form*, 2004. április.
- Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe*, 2004. április.
- The Use of Central Bank money for settling securities transactions*, 2004. május.
- TARGET Annual Report 2003*, 2004. május.
- Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles*, 2004. május.
- Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, 2004. május.
- Risk management for central bank foreign reserves*, 2004. május.
- Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan*, 2004. június.
- Bull, P.: The development of statistics for Economic and Monetary Union*, 2004. július.
- ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, 2004. szeptember.
- Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option*, 2004. szeptember.
- Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB; Rules of Procedure*, 2004. október.
- Convergence Report 2004*, 2004. október.
- Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, 2004. október.
- The European Central Bank – History, role and functions*, 2004. október.
- E-payments without frontiers*, 2004. október.
- European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, 2004. november.
- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries*, 2004. november.
- Report on EU banking structure 2004*, 2004. november.
- EU banking sector stability 2004*, 2004. november.
- Letter from the ECB President to the President of the European Parliament*, 2004. november.
- Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs*, 2004. november.
- Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, 2004. december.
- Towards a single euro payments area – third progress report*, 2004. december.
- The euro bond market study 2004*, 2004. december.

Financial Stability Review, 2004. december.
Review of the requirements in the field of general economic statistics, 2004. december.
Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years, 2004. december.
Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by 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 European Union – Addendum incorporating 2003 figures, (Blue Book), 2005. február.

TÁJÉKOZTATÓ PROSPEKTUSOK

Information guide for credit institutions using TARGET, 2003. július.
TARGET2 – the future TARGET system, 2004. szeptember.
TARGET – the current system, 2004. szeptember.

AZ EURÓRENDSZER¹ MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEINEK IDŐRENDI ÁTTEKINTÉSE

2004. JANUÁR 8.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 2%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3%-on, illetve 1%-on, tehát változtatlanul hagyja.

2004. JANUÁR 12.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy a 2004-ben esedékes hosszú távú refinanszírozási műveletekre szánt összeget műveletenként 15 milliárd euróról 25 milliárdra növeli. Az összeg megállapításánál figyelembe vették az euróövezet bankrendszerének 2004-ben várhatóan magasabb likviditási igényét. Az eurórendszer ennek ellenére a likviditás döntő részét továbbra is irányadó refinanszírozási műveletein keresztül kívánja biztosítani. A Kormányzótanács 2005 elején újra módosíthat az elkülönített összegen.

2004. FEBRUÁR 5., MÁRCIUS 4.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre érvényes minimális ajánlati kamatlábat 2%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3%-on, illetve 1%-on, tehát változtatlanul hagyja.

2004. MÁRCIUS 10.

A Kormányzótanács 2003. január 23-i döntésével összhangban az irányadó refinanszírozási művelet lejáratát kettőről egy hétre csökkenti. Továbbá az Eurórendszer kötelezőtartalék-rendszeréhez kapcsolódó tartalékolási periódus kezdete a hónap 24. napja helyett ezentúl mindig az irányadó refinanszírozási művelet azon elszámolási napjára esik, amely közvetlenül a Kormányzótanácsnak a monetáris politikai irányultságot havi rendszerességgel értékelő ülését követi.

2004. ÁPRILIS 1., MÁJUS 6., JÚNIUS 3., JÚLIUS 1., AUGUSZTUS 5., SZEPTEMBER 2., OKTÓBER 7., NOVEMBER 4., DECEMBER 2. ÉS 2005. JANUÁR 13.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre vonatkozó minimális ajánlati kamatlábat 2%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3%-on, illetve 1%-on, tehát változtatlanul hagyja.

2005. JANUÁR 14.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy a 2005-ben esedékes hosszú távú refinanszírozási műveletekre szánt összeget műveletenként 25 milliárd euróról 30 milliárdra növeli. E megemelt összeg megállapításánál figyelembe vették az euróövezet bankrendszerének 2005-ben várhatóan magasabb likviditási igényét. Az Eurórendszer ennek ellenére 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.

Az EKB Kormányzótanácsa úgy döntött, hogy az irányadó refinanszírozási műveletekre vonatkozó minimális ajánlati kamatlábat 2%-on, az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatait pedig 3%-on, illetve 1%-on, tehát változtatlanul hagyja.

1 Az eurórendszer 1999 és 2003 között hozott monetáris politikai intézkedéseinek időrendi áttekintése az EKB 1999. évi *Éves jelentésének* 176–180. oldalán, a 2000. évi *Éves jelentés* 205–208. oldalán, a 2001. évi *Éves jelentés* 219. és 220. oldalán, a 2002. évi *Éves jelentés* 234. és 235. oldalán és a 2003. évi *Éves jelentés* 217. és 218. oldalán található.

FOGALOMTÁR

A fogalomtár az Éves jelentés egyes kifejezéseit magyarázza. Átfogóbb és részletesebb fogalomtár található az EKB honlapján.

Aktív oldali rendelkezésre állás (marginal lending facility): Az eurórendszer rendelkezésre állásának egy formája, hitellehetőség, amelynek keretében a **szereződő felek** megfelelő eszközfedezet ellenében valamely nemzeti központi banknál előre megszabott kamatlábon látra szóló hitelhez juthatnak (lásd még az **EKB irányadó kamatai** címszónál).

Automatizált feldolgozás (straight-through processing, STP): A kereskedések, illetve fizetési transzferek automatizált, egymáshoz illesztett műveletekből álló feldolgozása, ideértve az utasítások automatikus előállítását, megerősítését, elszámolását és kiegyenlítését is.

Államháztartás (general government): Az **Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszerében** meghatározott szektor, amely elsősorban egyéni és közösségi fogyasztásra szánt nem piaci termékek és szolgáltatások előállításával és/vagy a nemzeti jövedelem és vagyon újraelosztásával foglalkozó rezidens egységekből áll. Ide tartoznak a központi, térségi és helyi kormányzatok és önkormányzatok, valamint a társadalombiztosítási alapok. Nem tartoznak ebbe a fogalomkörbe az állami tulajdonban álló, de kereskedelmi műveleteket végző egységek, pl. vállalkozások.

Általános Tanács: Az **Európai Központi Bank (EKB)** egyik döntéshozó szerve. Az EKB elnökéből, alelnökéből és az Európai Unió összes nemzeti központi bankjának elnökéből áll.

Árstabilitás (price stability): Az árstabilitás megőrzése az **eurórendszer** elsődleges feladata. A **Kormányzótanács** meghatározása szerint akkor beszélünk árstabilitásról, ha az **euróövezetben a fogyasztói árak harmonizált indexe** egymást követő évek között legfeljebb 2%-kal növekszik. A Kormányzótanács azt is egyértelművé tette, hogy az árstabilitás érdekében középtávon 2% alatt, de ahhoz közeli sávban kívánja tartani az inflációt.

Biztosíték (collateral): Hitel visszafizetésének biztosítékául leköttött (pl. **hitelintézet** köti le központi banknál) vagy **visszavásárlási megállapodás** keretében eladott eszköz (pl. hitelintézet adja el központi banknak).

Csatlakozó országok (accessing countries): Az a tíz ország, amelyek 2003-ban írták alá az EU csatlakozási szerződését, majd 2004. május 1-én csatlakoztak az Európai Unióhoz: a Cseh Köztársaság, Észtország, Ciprus, Lettország, Litvánia, Magyarország, Málta, Szlovénia és Szlovákia.

Devizaswap (foreign exchange swap): Párhuzamosan végrehajtott azonnali (spot) és határidős (forward) ügyletek egy valutának a másikra váltásakor.

ECOFIN Tanács: Az Európai Unió gazdasági és pénzügyminisztereinek tanácsa.

Effektív (nominális/reál) euróárfolyam (effective euro exchange rates, EER): Az euró és az **euróövezet** jelentős kereskedelmi partnereinek valutái közötti kétoldalú árfolyamok súlyozott átlaga. Az **Európai Központi Bank** a nominális effektív euróárfolyam-indexet a kereskedelmi partnerek két csoportjának valutáihoz viszonyítva teszi közzé: az EER-23 csoportba az euróövezeten kívül maradt 13 uniós tagállam és az a 10 legfőbb kereskedelmi partner tartozik, akik nem tagjai az Európai Uniónak, az EER-42 csoport pedig az EER-23-ból és további 19 országból áll. Az alkál-

mazott súlyok az adott partnereknek az euróövezet külkereskedelmében betöltött szerepét tükrözik, és magyarázattal szolgálnak a harmadik piacokon folyó versenyre. A reál effektív euróárfolyam nem más, mint a külföldi árak és költségek hazai árakhoz és költségekhez viszonyított súlyozott átlagával deflált nominális effektív euróárfolyam.

Az EKB irányadó kamatai (key ECB interest rates): A **Kormányzótanács** által megállapított kamatlábak, amelyek az **Európai Központi Bank** monetáris politikájának irányvonalát is tükrözik, s amelyeken az **EKB irányadó refinanszírozási műveleteire** vonatkozó **legalacsonyabb ajánlati kamatlábat**, valamint az **aktív oldali rendelkezésre állás** és a **letételhelyezési lehetőség** kamatait értjük.

Előrejelzések (projections): Évente négyszer végzett feladat eredménye, amelyek során megkísérlik felvázolni az **euróövezet** lehetséges jövőbeli makrogazdasági folyamatait. Az **Eurórendszer** szakembereinek előrejelzései júniusban és decemberben, az EKB elemzőinek előrejelzései márciusban és szeptemberben jelennek meg. Mindkettő az **Európai Központi Bank** monetáris politikai stratégiájának alappilléret alkotó **gazdasági elemzés** részét képezi, így tehát azok közé a bemenő információk közé tartozik, amelyek alapján a **Kormányzótanács** az **árstabilitást** fenyegető kockázatokat értékeli.

Elsődleges egyenleg (primary balance): A kormányzat nettó finanszírozási igénye vagy képessége a konszolidált állami kötelezettségekre fizetett kamatok nélkül.

EONIA, egynapos euró indexátlag (euro overnight index average): Az euró egynapos bankközi piacát meghatározó effektív kamatláb. Kiszámítása a fedezetlen egynapos euró-hitelügyletek résztvevő bankok által jelentett kamatlábainak átlagának súlyozásával történik.

ERM-II árfolyam-mechanizmus (exchange rate mechanism ERM II): Az **euróövezet** országai és a **Gazdasági és Monetáris Unió** harmadik szakaszában részt nem vevő uniós tagállamok között az árfolyampolitikai együttműködés feltételeit megteremtő árfolyamrendszer.

EURIBOR – euró bankközi kínálati kamatláb (euro interbank offered rate): Az a kamatszint, amelyen valamely jelentősebb bank euróhitelt nyújt egy másik jelentősebb bank számára. Napi rendszerességgel, legfeljebb egyéves futamidejű, különböző lejáratú bankközi betétekre állapítják meg.

Euróövezet (euro area): Az eurót a **Szerződéssel** összhangban egységes fizetőeszközként bevezetett tagállamokból álló terület, ahol az **Európai Központi Bank Kormányzótanácsának** felelős vezetése alatt egységes monetáris politikát alkalmaznak. Az euróövezetbe pillanatnyilag Belgium, Németország, Görögország, Spanyolország, Franciaország, Olaszország, Luxemburg, Hollandia, Ausztria, Portugália és Finnország tartozik.

Európai Központi Bank, EKB (European Central Bank, ECB): Az EKB az **eurórendszer** és a **Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER)** középponti intézménye, amely a Közösségi jog értelmében jogi személyiséggel rendelkezik. A KBER alapszabályának értelmében biztosítja az eurórendszerre és a KBER-re ruházott feladatok saját tevékenységén vagy a nemzeti központi bankokon keresztül végrehajtását. Az EKB irányító szervei a **Kormányzótanács** és az **Igazgatóság**, valamint harmadik döntéshozó szervként az **Általános Tanács**.

Európai Monetáris Intézet (European Monetary Institute, EMI): A Gazdasági és Monetáris Unió második szakaszának kezdetekor, 1994. január 1-jén megalakult ideiglenes intézmény. Miután 1998. június 1-jén létrejött az **Európai Központi Bank**, az intézetet felszámolták.

Eurórendszer (eurosystem): Az euróövezet központi bankjainak rendszere. Az **Európai Központi Bank** és a **Gazdasági és Monetáris Unió** harmadik szakaszában az eurót bevezetett tagállamok nemzeti központi bankjai alkotják.

Értékpapír-elszámolási rendszer (securities settlement system, SSS): Olyan rendszer, amely ingyen, fizetés ellenében (fizetés ellenében történő szállítás – *delivery versus payment*, DVP) vagy egyéb eszköz ellenében (szállítással történő szállítás – *delivery versus delivery*, DVD) lehetővé teszi értékpapírok tartását és átruházását. Az értékpapír-kereskedéshez és letéti őrzéshez szükséges valamennyi intézményi és műszaki feltételt is tartalmazza. A rendszer valós idejű, bruttó vagy nettó elszámolású lehet. Egy elszámolási rendszer lehetővé teszi a résztvevők kötelezettségeinek kiszámítását (ezt nevezzük klíringnek).

Finomhangolási művelet (fine-tuning operation): Nem rendszeres **nyíltpiaci művelet**, amelyet az **eurórendszer** főként azért hajt végre, hogy a piac váratlan likviditási ingadozásait kezelje.

Fizetési mérleg (balance of payments, b.o.p.): Statisztikai kimutatás, amely összegzi egy gazdaságnak a külfölddel adott időszakban bonyolított gazdasági ügyleteit. Olyan ügyleteket vesz figyelembe, amelyek árukkal, szolgáltatásokkal és jövedelemmel kapcsolatosak; külfölddel szembeni pénzügyi követelést vagy kötelezettséget jelentenek; illetve transzfereknek számítanak (mint például az adósságelengedés).

Fogyasztói árak harmonizált indexe (harmonised index of consumer prices, HICP): A fogyasztói áraknak az Európai Unió valamennyi tagállamára harmonizált árindexe, amelyet az **Eurostat** állít össze.

Gazdasági elemzés (economic analysis): Az **Európai Központi Bank** **árstabilitási** kockázatokra vonatkozó átfogó elemzésének egyik pillére, amely a **Kormányzótanács** monetáris politikai döntéseinek alapját képezi. A gazdasági elemzés főként az aktuális gazdasági és pénzügyi folyamatokra és a bennük rejlő rövid-közép távú kockázatra összpontosít az árak, a szolgáltatások és a faktorpiac kínálata és kereslete közötti kölcsönhatás szemszögéből. E tekintetben megfelelő figyelmet kell fordítani a gazdaságot érő sokkok jellegének, valamint költségekre és árképzésre gyakorolt hatásainak feltárására, és a gazdaságban történő rövid-közép távú terjesztésükre (lásd még **monetáris elemzés**).

Gazdasági és Monetáris Unió (Economic and Monetary Union, EMU): Az Európai Uniót létrehozó **Szerződés** három lépésben írja le a GMU elérésének folyamatát. A harmadik, utolsó fázis 1999. január 1-jén kezdődött meg az euró bevezetésével és azzal, hogy az **Európai Központi Bank** kapta meg a monetáris illetékességet. A készpénz 2002. január 1-jén történt átváltásával a GMU létrehozása befejeződött.

Gazdasági és Pénzügyi Bizottság (Economic and Financial Committee, EFC): Tanácsadó bizottság, amely részt vesz az EU Tanács munkájának előkészítésében. Feladatai közé tartozik a tagállamok és a Közösség gazdasági és pénzügyi helyzetének áttekintése és költségvetési felügyelete.

Hitelintézet (credit institution): I. Saját számlájára a nagyközönségtől betétek vagy más visszafizetendő anyagi eszközök fogadására és hitel nyújtására létrejött vállalkozás; vagy II. az I. pontba nem sorolható vállalkozás vagy egyéb jogi személy, amely elektronikus pénz formájú fizetőeszközöket bocsát ki.

Hitelkockázat (credit risk): Annak a kockázata, hogy egy **szerező fél** nem egyenlíti ki valamely kötelezettségének teljes értékét akár esedékességkor, akár azt követően bármikor. Hitelkockázat a helyettesítésköltség-kockázat és a tőkekockázat (devizaügylet kiegyenlítési kockázata). Ide tartozik a kifizető bank mulasztása is.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír (debt security): Ebben az értékpapírban az az ígéret testesül meg, 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. Az ilyen értékpapírok kamatlába általában meghatározott (ezt nevezik kuponnak) és vagy a lejáratkor értük fizetendő összeghez képes áron alul értékesítik őket (diszkont papír).

Hosszabb távú refinanszírozási művelet (longer-term refinancing operation): Rendszeres **nyíltpiaci művelet**, amelyet az **eurórendszer penziós ügyletek** formájában hajt végre. Ezeket a műveleteket egységes formájú havi tenderek keretében hajtják végre, lejáratú idejük rendszerint három hónap.

Igazgatóság (Executive Board): Az **Európai Központi Bank (EKB)** egyik döntéshozó szerve. Tagjai az EKB elnöke, alelnöke és további négy tagja, akiket az eurót bevezető országok állam- és kormányfői közös megegyezéssel jelöltek ki.

Implikált volatilitás: Opciók áraiból nyerhető információ például részvény- és kötvényárfolyamok, illetve a nekik megfelelő határidős ügyletek árainak várható ingadozásáról (az évesített százalékos változás standard hibájaként kifejezve).

Integrált Nemzeti Számlák 1995. évi Európai Rendszere (European System of Accounts 1995, ESA 95): Egységes statisztikai meghatározások és besorolások rendszere, amelynek célja a tagállamok gazdaságainak összehangolt mennyiségi leírása. Az ESA 95 Nemzeti Számlák 1993. évi globális Rendszerének (System of National Accounts 1993, SNA 93) az Európai Közösségekre vonatkozó változata.

Irányadó refinanszírozási művelet (main refinancing operation): Rendszeres **nyíltpiaci művelet**, amelyet az **eurórendszer penziós ügyletek** formájában hajt végre. 2004. március 10-től kezdve ezeket a műveleteket heti rendszerességgel, egységes formájú heti tenderek keretében végzik, lejáratuk rendszerint egy hét.

Kiegyenlítési kockázat (settlement risk): Az átutalási rendszerekben a várakozásnak nem megfelelő kiegyenlítés kockázatának közkeletű kifejezése. Mind a **hitelkockázat**, mind pedig a **likviditási kockázat** beletartozhat.

Kormányzótanács (Governing Council): Az **Európai Központi Bank (EKB)** legfőbb döntéshozó szerve, amely az EKB **Igazgatóságának** valamennyi tagjából és az eurót bevezetett tagállamok nemzeti központi bankjainak elnökeiből áll.

Kötelező tartalék (reserve requirement): A tartalék legkisebb mennyisége, amit egy **hitelintézet** az **eurórendszer**nél köteles elhelyezni. E követelmény betartását hozzávetőleg egy hónapos **tartalékolási időszak** napi egyenlegeinek átlaga alapján állapítják meg.

Kötvénypiac (bond market): hosszabb lejáratú **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat** kibocsátó és velük kereskedő piac.

Központi Bankok Európai Rendszere, KBER (European System of Central Banks, ESCB): Az **Európai Központi Bank (EKB)** és az Európai Unió 25 tagállamának nemzeti központi bankjai, azaz az **eurórendszer** tagjain kívül azoknak a tagállamoknak a nemzeti központi bankjai is beletartoznak, amelyek nem vezették be az eurót. A KBER irányító szervei az EKB **Kormányzótanácsa** és **Igazgatósága**, valamint az EKB harmadik döntéshozó testülete, az **Általános Tanács**.

Központi értéktár (central depository, CSD): Értékpapírokat őrző és kezelő szerv, amely lehetővé teszi az értékpapírügyletek feldolgozását és könyvelését. Az értékpapírok őrzése történhet fizikailag (bár elmozdíthatatlanok) vagy dematerializált formában (vagyis csupán elektronikus nyilvántartásban). Az értékpapírok letéti őrzésén és adminisztrációján túl a központi értéktárak foglalkozhatnak elszámolással és kiegyenlítéssel is.

Központi kormányzat (central government): Az **Integrált Nemzeti Számlák Európai Rendszerének 1995. évi** változatában meghatározott kormányzat, a regionális és helyi önkormányzatok kivételével (lásd még: **államháztartás**).

Központi szerződő fél (central counterparty): Kereskedelmi partnerek között valamennyi eladóval szemben vevőként, valamennyi vevővel szemben pedig eladóként fellépő közbeiktatott szereplő.

Közvetlen befektetés (direct investment): Olyan határokat keresztező ügylet, amelynek célja tartós befolyás (a gyakorlatban a törzsrészcégek vagy szavazati jogok legalább 10%-os tulajdonjának) megszerzése egy másik gazdaságban bejegyzett vállalkozásban.

Legalacsonyabb ajánlati kamatláb (minimum bid rate): Annak a kamatlábnak az alsó határa, amelyre a **szerződő felek** ajánlatot tehetnek az **irányadó refinanszírozási műveletek** változó kamatozású tenderein. Ez az egyik **EKB egyik irányadó kamatlába**, amely a monetáris politika irányvonalát tükrözi.

Letételhelyezési lehetőség, betéti konstrukció (deposit facility): Az **eurórendszer hitelnújtási lehetősége**, amelynek keretében a **szerződő felek** előre meghatározott kamatozású látraszóló és folyószámlabetéteket helyezhetnek el valamely nemzeti központi banknál (lásd még az **EKB irányadó kamatait**).

Likviditási kockázat (liquidity risk): Annak a kockázata, hogy egy **szerződő fél** valamely kötelezettségének teljes értékét nem teljesíti esedékességkor, csak valamely előre nem meghatározott későbbi időpontban.

M1: A szűk értelemben vett monetáris aggregátum, amely a forgalomban lévő készpénzből és a **monetáris pénzügyi intézményeknél (MPI)** és a központi kormányzatnál (pl. posta, államkincstár) elhelyezett egynapos betétek állományából tevődik össze.

M2: Közbülső monetáris aggregátum, amely az M1-ből és a legfeljebb három hónapos, felmondható betétekből (azaz rövid lejáratú takarékbetétekből) és a monetáris pénzügyi intézményeknél és a központi kormányzatnál elhelyezett két éves (azaz rövid lejáratú) betétekből áll.

M3: A széles értelemben vett monetáris aggregátum, amely az **M2**-ből és a piacképes eszközökből (**viasszavásárlási megállapodásokból**, a **pénzpiaci alapok** befektetési jegyeiből és az **MPI-k** által kibocsátott, legfeljebb két éves lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokból** áll.

Az M3 növekedésének referenciaértéke: Az **M3** aggregátum közép távú éves növekedésének az az üteme, amely mellett fenntartható az **árstabilitás**. Jelenleg az **M3** éves növekedésének referenciaértéke 4,5%.

Monetáris elemzés (monetary analysis): Az **Európai Központi Bank** **árstabilitási** kockázatokra vonatkozó átfogó elemzésének egyik pillére, amely a **Kormányzótanács** monetáris politikai döntéseinek alapját képezi. A monetáris elemzés az infláció közép és hosszú távú alakulásának értékelését segíti elő a pénzeszközök és árak közötti szoros kapcsolat fényében, széles időhorizonton. A monetáris elemzés a monetáris mutatókkal jelzett folyamatok széles skáláját vizsgálja, többek között az **M3**, összetevői és ellenpárjai alakulását, különösen a hitelek és a többletlikviditás különféle mérőszámait (lásd még a **gazdasági elemzés** címszónál).

Monetáris jövedelem (monetary income): A nemzeti központi bankok jövedelemfelhalmozása az **eurórendszer** monetáris politikai funkciójának teljesítményén, amely a forgalomban lévő bankjegyek és a **hitelintézetekkel** szembeni letételhelyezési kötelezettségek ellenében a **Kormányzótanács** irányelveivel összhangban elkülönítve tartott eszközökből adódik.

Monetáris pénzügyi intézmények, MPI-k (monetary financial institutions, MFIs): Együttesen az **euróövezet** pénzkibocsátó szektorát alkotó pénzügyi intézmények. Közéjük soroljuk az **Európai Központi Bankot**, az euróövezet országainak nemzeti központi bankjait, valamint az euróövezetben működő **hitelintézeteket** és **pénzpiaci alapokat**.

MPI-k euróövezetbeli rezidenseknek nyújtott hitelei (MFI credit to euro area residents): Azok a hitelek, amelyeket **MPI-k** nyújtanak az **euróövezet** nem MPI rezidenseinek (ezek között az **államháztartásnak** és az üzleti szektornak), valamint az MPI-k tulajdonában lévő, de az euróövezet nem MPI rezidensei által kibocsátott értékpapírok (részvények, egyéb **tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok** és **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**).

MPI-k hosszabb lejáratú pénzügyi kötelezettségei (MFI longer-term financial liabilities): Két évnél hosszabb lejáratú betétek, három hónapnál hosszabb lejáratú felmondható betétek, az **euróövezet monetáris pénzügyi intézményei** által kibocsátott, két évnél hosszabb eredeti lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**, valamint az euróövezet MPI-szektorának tőke- és tartalékállománya.

MPI-kamatlábak (MFI interest rates): Azok a kamatlábak, amelyeket az **euróövezet** rezidens lakosságának és nem-pénzügyi vállalatainak euróban denominált betéteire és hiteleire a központi bankok és a **pénzpiaci** alapok kivételével a rezidens **MPI-k** alkalmaznak.

MPI-k nettó külföldi eszközei (MFI net external assets): Az **euróövezet MPI-szektorának** külföldi eszközei (pl. arany, eurón kívüli bankjegyek és pénzermék, euróövezeten kívüli rezidensek által kibocsátott értékpapírok és az euróövezeten kívüli rezidenseknek nyújtott hitelek) az euró-

övezetbeli MPI-k külföldi kötelezettségei (pl. az euróövezeten kívüli rezidensek bankbetétei, **visszavásárlási megállapodások**, **pénzpiaci** alapok befektetési jegyei és az MPI-k által kibocsátott, legfeljebb kétéves lejáratú, **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok**) nélkül.

Az MPI-szektor konszolidált mérlege (consolidated balance sheet of the MFI sector): Az a mérleg, amelyet akkor kapunk, ha a monetáris pénzügyi intézmények aggregált mérlegét az intézményközi pozíciókkal (azaz az MPI-k egymás közötti hiteleinek és betéteinek) nettósítjuk. Statisztikai adatokkal szolgál arra, mekkora az MPI-szektor eszköz- és kötelezettségállománya az **euróövezet** nem MPI rezidenseivel (vagyis az **államháztartással** és az euróövezet egyéb rezidenseivel) szemben, illetve az euróövezeten kívüli rezidensekkel szemben. A monetáris aggregátumok kiszámításának legfőbb statisztikai forrása, az **M3** rendszeres elemzése is ezen alapszik.

Nemzetközi befektetési pozíció, külfölddel szembeni befektetési pozíció, külföldi eszközök nettó pozíciója (international investment position, i.i.p.): Egy gazdaság nettó pénzügyi követeléseinek (vagy kötelezettségeinek) a külfölddel szembeni értéke és összetétele.

Nyíltpiaci művelet (open market operation): Valamely pénzügyi piacon a központi bank kezdeményezésére végrehajtott művelet. Céljait, szabályozását és eljárásait tekintve az **eurórendszer** nyíltpiaci műveletei között négy csoportot különböztetünk meg: az **irányadó refinanszírozási műveleteket**; a **hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket**; a **finomhangolási műveleteket**; és a strukturális műveleteket. Az alkalmazott eszközök tekintetében az eurórendszer legfőbb nyíltpiaci műveletei a **penziós ügyletek**, mind a négy fent felsorol műveleti kategóriában alkalmazhatók. Ezen kívül a strukturális műveletekhez a hitelviszonyt megtestesítő papírok kibocsátása és végleges (outright) ügyletek, a finomhangolási műveletekhez pedig végleges (outright) ügyletek, **árfolyamswapok** és a megállapodás szerinti határidejű betétek behajtása használható.

Opció (option): Olyan pénzügyi eszköz, amely tulajdonosát adott eszközök (pl. kötvény vagy részvény) meghatározott jövőbeli időpontban vagy azt megelőzően („érvényesítési” vagy „lejáratú” idő), előre megállapított („kötési” vagy „érvényesítési”) áron történő megvásárlásának vagy eladásának jogával ruházza fel anélkül, hogy erre nézve kötelezettségeket keletkeztetne.

Penziós ügylet (reverse transaction): Olyan művelet, amelynek során a központi bank **visszavásárlási megállapodás** keretében eszközöket vásárol vagy ad el, illetve **biztosíték** ellenében hitelműveleteket hajt végre.

Pénzpiac (money market): Rövid lejáratú pénzeszközöket előállító, azok befektetésével és kereskedelmével foglalkozó piac, amelynek eszközei rendszerint legfeljebb egy éves eredeti lejáratúak.

Portfólióbefektetés (portfolio investment): Az **euróövezet** rezidenseinek euróövezeten kívüli rezidensek által kibocsátott értékpapírokkal kapcsolatos nettó ügyletei és/vagy pozíciói („eszközök”), valamint az euróövezeten kívül rezidenseknek az euróövezet rezidensei által kibocsátott értékpapírokkal kapcsolatos nettó ügyletei és/vagy pozíciói („kötelezettségek”). Közéjük soroljuk a tulajdonjogot megtestesítő értékpapírokat és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat (kötvényeket, váltókat és a **pénzpiaci** eszközöket), nem tartoznak azonban ide a **közvetlen befektetések** és a tartalékok.

Referenciaállomány (benchmark portfolio): Befektetések olyan viszonyítási állománya, illetve mutatója, amelyet a befektetések likviditási célkitűzései, kockázata és megtérülése alapján

állapítanak meg. A referenciaállomány a tényleges állomány teljesítményének mérésére szolgáló viszonyítási alap.

Rendelkezésre állás, ügyleti lehetőség, konstrukció (standing facility): Olyan lehetőség, amit egy központi bank nyújt a **szereződő feleknek** azok saját kezdeményezésére. Az **eurórendszer** két lát-raszóló konstrukciót kínál: az **aktív oldali rendelkezésre állást** és a **letételhelyezési lehetőséget**.

Rendszerkockázat (systemic risk): Az a kockázat, hogy egy intézmény nem képes megfelelni kötelezettségeinek esedékességkor, és ez más intézményeket is megakadályoz abban, hogy kötelezettségeiknek esedékességkor eleget tegyenek. Egy ilyen mulasztás jelentős likviditási vagy hitelproblémákat okozhat, s ezzel alááshatja a stabilitást és megrendítheti a piacokba vetett bizalmat.

Részvénypiac (equity market): Az a piac, ahol részvénykibocsátás és -kereskedés folyik.

Stabilitási és növekedési paktum (Stability and Growth Pact): Az Európai Tanács két rendeletből – I. a költségvetési egyenleg felügyeletének, valamint a gazdaságpolitikák felügyeletének és összehangolásnak megerősítéséről 1997. július 7-én elfogadott 1466/97/EK tanácsi rendeletből, és II. a **túlzott hiány esetén követendő eljárás** végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról 1997. július 7-én elfogadott 1467/97/EK tanácsi rendeletből –, valamint az Európai Tanácsnak a stabilitási és növekedési paktumról 1997. június 17-én, az amszterdami csúcsértekezleten elfogadott állásfoglalásából áll. Célja a **Gazdasági és Monetáris Unió** harmadik szakaszában hozzájárulni a kiegyensúlyozott államháztartás megőrzéséhez, ezzel javítani az **árstabilitás** feltételeit, és a foglalkoztatottság növelését lehetővé tevő erőteljes, fenntartható növekedést. Konkrétan ez azt jelenti, hogy a tagállamoknak középtávon költségvetési pozícióik egyensúlyközeli állapotba hozására vagy többlet elérésére kell törekedniük.

Szerződés (Treaty): Az Európai Közösséget létrehozó szerződés („Római szerződés”). Több alkalommal módosult, különösen az Európai Unió létrejöttékor (ez a változata a „Maastrichti szerződés”), amikor megvetette a **Gazdasági és Monetáris Unió** alapjait és megállapította a **KBER** alapszabályát is.

Szerződő fél (counterparty): Egy pénzügyi tranzakció egyik résztvevő fele (pl. egy központi bank bármilyen ügyletben résztvevő partnere).

TARGET, Transzeurópai Automatizált, Valósídejű Bruttó Elszámolási Rendszer (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): Az euró **valósídejű bruttó elszámolási (angolul „RTGS”) rendszere**. Tizenöt valósídejű bruttó elszámolási rendszer decentralizált hálózatából, az EKB fizetési mechanizmusából és a kettőt összekapcsoló mechanizmusból tevődik össze.

Tartalékolási időszak (maintenance period): Az az időtartam, amelyre a **tartalékképzési követelményeknek** megfelelést a **hitelintézetek** számára kiszámítják. 2004. március 10. óta a tartalékolási időszak a monetáris politika havi értékelését előírányzó **Kormányzótanácsi** ülést követő **irányadó refinanszírozási művelet** teljesítésének napján kezdődik. Az **Európai Központi Bank** a tartalékolási időszakok naptárát az évkezdet előtt legalább három hónappal jelenteti meg.

Tartalékolási ráta (reserve ratio): A tartalékszámítási alapba tartozó megfelelő mérlegtételek egyes kategóriáira a központi bank által meghatározott hányad. Ezt a hányadot használjuk a **tartalékolási kötelezettségek** kiszámításához.

Tartalékszámítás alapja, tartalékszámítási alap (reserve base): Egy hitelintézet tartalékolási kötelezettségének kiszámítására alkalmas mérlegtételek (különösen kötelezettségek) összege.

Tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok (equities): Vállalati üzletrésztulajdont megtestesítő értékpapírok. Lehetnek tőzsdére bevezetett részvények (jegyzett részvények), tőzsdén kívüli részvények és tulajdonjogot megtestesítő egyéb értékpapírok. A tulajdonjogot megtestesítő értékpapírok jellegzetesen osztalék formájában termelnek jövedelmet.

Túlzott deficit eljárás (excessive deficit procedure): Az Európai Közösségeket létrehozó Szerződés 104. cikke és a túlzott deficit esetén alkalmazandó eljárásról szóló 20. jegyzőkönyv költségvetési fegyelmet kíván az Európai Unió tagállamaitól, meghatározza azokat a költségvetési pozíciókat, amelyek túlzott deficitnek tekintendők, és szabályozza azokat az intézkedéseket, amelyeket akkor kell tenni, miután észlelték, hogy nem teljesülnek a költségvetési egyensúlyra vonatkozó előírások. Ezt kiegészíti az 1997. július 7-i 1467/97/EK tanácsi rendelet a túlzott hiány esetén követendő eljárás végrehajtásának felgyorsításáról és pontosításáról, amely a **stabilitási és növekedési paktum** egyik összetevője.

Vállalatirányítás (corporate governance): Azok az eljárások és folyamatok, amelyek szerint egy szervezetet irányítanak és ellenőriznek. A vállalatirányítási struktúra határozza meg a jogok és felelőségek megosztását a szervezet különféle szereplői között, így az igazgatóság, a vállalatvezetés, a részvénytulajdonosok és egyéb üzletrésztulajdonosok között, és állapítja meg a döntéshozatal szabályait és eljárásrendjét.

Valósídejű, bruttó elszámolási rendszer (real-time gross settlement system, RTGS): Olyan elszámolási rendszer, amelyben a feldolgozás és a kiegyenlítés megbízásonként (nettósítás nélkül) valós időben (folyamatosan) történik (lásd még **TARGET**).

